

**LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA, FLUXOS DE CAPITAL,  
FINANCIAMENTO EXTERNO: TRÊS MOMENTOS DE UM  
DEBATE NO BRASIL (1989-2002)**

**ANDRÉ MARTINS BIANCARELI**

Dissertação apresentada ao  
Instituto de Economia da  
Unicamp, para a obtenção do  
título de mestre em economia,  
sob a orientação do Prof. Dr.  
Paulo Roberto Davidoff C. Cruz

Campinas, agosto de 2003



Para meus pais.

*“...o perigo já não é o da  
fogueira, como na época de  
Galileu, mas o de deixar-se  
corromper ou seduzir por  
prebendas”*

Celso Furtado



## **Agradecimentos**

Em primeiro lugar, quero agradecer de forma enfática ao Paulo Davidoff, excelente professor, exemplo de profissional e meu orientador desde a monografia de graduação. Nesta dissertação (desde a escolha do tema e ao longo das várias versões refeitas) suas leituras atentas, sua capacidade de organizar as minhas próprias idéias e sua extrema lucidez intelectual, representaram para mim lições valiosíssimas, cujo alcance transcende em muito o presente trabalho. Muito obrigado!

Mas são muitas as outras pessoas que também merecem ser lembradas. No âmbito acadêmico, cito os professores Mariano Laplane e Fernando Sarti, que durante o exame de qualificação deram sugestões fundamentais para o prosseguimento do trabalho; alguns outros que responderam às minhas solicitações eletrônicas de bibliografia (correndo o risco de esquecer alguém, agradeço aos professores Fernando Cardim, Paulo Nogueira Batista Jr., Eliana Cardoso e Jennifer Hermann); e Waldir Quadros, coordenador de pós-graduação, em nome de quem eu agradeço aos demais docentes do curso de mestrado e a quem eu devo algumas oportunidades abertas, que não serão esquecidas. Aos professores Mário Presser e Carlos Eduardo Carvalho, que aceitaram participar da banca, agradeço antecipadamente. Ao pessoal da biblioteca (aonde foi estudado e escrito todo o conteúdo das próximas páginas) e ao Alberto e à Cida, da secretaria – cuja competência misturada com paciência devem sempre ser ressaltadas – também registro aqui a minha gratidão. E não poderia deixar de mencionar o apoio do CNPq, na forma da bolsa de estudos recebida durante dois anos.

Dos colegas da pós no IE – Alberto, Carol, Míojó, Joice, Isaías, Albino, Cecília, Neide, Davi, entre outros – fica a lembrança da amizade e das boas discussões, não apenas em aula mas também nos bares, principalmente os de Barão Geraldo. As “super-quartas” do primeiro semestre de 2002 já começam a fazer muita falta.

Três destes personagens, grandes amigos feitos nesse período, merecem menção especial: João Emílio – que, como exímio atirador, mirou e acertou os erros remanescentes da penúltima versão; Fernanda, sempre ótima companhia, que leu uma das primeiras versões do capítulo II e me ajudou muito, não apenas no plano profissional, durante a realização do trabalho; e Thiago, palhaço profissional e funcionário exemplar do Banco Central – a quem eu devo, além das piadas, ajuda dedicada na confecção do primeiro capítulo e comentários valiosos sobre os demais. Por fim, fica aqui um abraço especial para a Ana Carmen, torcendo para que em breve possa voltar à vida acadêmica, para a qual tem tanto a contribuir.

Mas há personagens “extra-econômicos” com participação tão ou mais relevante.

Começo pela Carla, que apareceu de modo inesperado na minha vida e que, de maneira fundamental, me acompanhou tão de perto e com tanto carinho na fase decisiva deste trabalho. Ela pode até não entender direito do que trata a dissertação (por culpa minha, é claro!), mas acho que é a única (além de mim) a ter idéia do quanto foi importante para que eu chegasse, bem, até aqui, e para os resultados contidos nessas páginas.

Com o Brunão – o melhor exemplo, faz tempo, de um “colega de copo e de cruz” – compartilho mais esse momento. A força, nos momentos bons e nos mais difíceis, também jamais será esquecida. Aos demais membros da minha “segunda família”, também ficam aqui meus agradecimentos pela antiga, intensa e, pra mim imprescindível, convivência: Carol, Ana Carolina, Gui, Ed, Fer, Preg, Joana, Léo, Thiago, Pedro; e os novos integrantes que foram surgindo. Marina, por motivos óbvios, merece lembrança especial.

Bruno e Mariana (com seus respectivos), também são parte indissociável do caminho percorrido até aqui. Aos meus pais, Adail e Maria Judite, gostaria não apenas de agradecer, mas de dedicar a conclusão do mestrado. A todos os tipos de apoio recebidos e, mais do que isso, a algumas lições aprendidas – saber de onde se vem, por que lado caminhar e que valores carregar – eu retribuo, por enquanto, com esta etapa cumprida e com este trabalho.

Trabalho cujas eventuais qualidades devem ser devidamente repartidas com as pessoas aqui listadas, especialmente com o meu orientador, mas por cujos erros, excessos e imprecisões, obviamente, sou o único responsável.

## **Resumo**

O objetivo desta dissertação é mapear o debate brasileiro sobre a liberalização financeira, os fluxos internacionais de capital e o financiamento externo para a economia brasileira no período 1989-2002. Para tanto, percorreu-se um caminho iniciado ainda no final dos anos 80 (com a questão da renegociação da dívida externa) e que desemboca nas discussões mais recentes sobre controles de capital ou conversibilidade plena da moeda nacional – sempre se utilizando de questões auxiliares ao tema da liberalização para ajudar a compor o quadro do debate mais específico. Procura-se captar um plano mais acadêmico das discussões econômicas do Brasil, mas que não deixa de estar envolvido nas disputas políticas e na avaliação das políticas econômicas em curso (com as quais o tema central tem vários pontos de contato). O foco da pesquisa é o debate propriamente brasileiro, sem ignorar o ambiente internacional em que elas se dão mas buscando suas especificidades nacionais. Seguiu-se uma divisão temporal em três etapas: de 1989 a 1994; de 1995 a 98; e de 1999 a 2002 – pautada pelas oscilações no financiamento internacional mas principalmente pelas mudanças cruciais no funcionamento da política econômica interna em cada uma dessas fases. Como resultado principal, o mapeamento identifica duas grandes visões: uma “liberal” e a outra “crítica”, cujos argumentos e avaliações se modificam, se aproximam ou se distanciam conforme a economia brasileira transita entre os três períodos. A exposição final ficou organizada da seguinte forma: após um capítulo inicial que procura descrever o processo de liberalização financeira nas suas dimensões institucionais e quantitativas, os três capítulos seguintes analisam o debate entre essas duas visões em cada um dos três momentos, seguidos de um esforço final de conclusão.

# SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>1</b>
<b>CAPÍTULO I: MUDANÇAS INSTITUCIONAIS E QUANTITATIVAS ....</b>	<b>5</b>
1.1. AS MUDANÇAS NO MARCO REGULATÓRIO.....	5
1.1.1. <i>Ingresso de recursos externos (inward transactions)</i> .....	5
1.1.2. <i>A saída de recursos externos (outward transactions)</i> .....	12
1.1.3. <i>Conversibilidade da moeda</i> .....	14
1.2. DIMENSÃO E MOVIMENTO DOS FLUXOS .....	15
<b>CAPÍTULO II: DA IDADE DA DÍVIDA À IDADE DO CAPITAL.....</b>	<b>23</b>
2.1. DÍVIDA, RENEGOCIAÇÃO E FINANCIAMENTO EXTERNO .....	23
2.2. O FINANCIAMENTO EXTERNO EM NOVAS BASES .....	28
2.2.1. <i>A reinserção externa da economia brasileira</i> .....	29
2.2.2. <i>Alguns aspectos do debate internacional</i> .....	31
2.2.3. <i>A visão “liberal” e as promessas do novo financiamento externo</i> .....	33
2.2.4. <i>O ceticismo e a visão “crítica”</i> .....	38
2.3. CÂMBIO, ESTABILIZAÇÃO E APOIO FINANCEIRO EXTERNO .....	42
2.4. OBSERVAÇÕES FINAIS .....	48
<b>CAPÍTULO III: CONVERGÊNCIAS E DIVERGÊNCIAS.....</b>	<b>51</b>
3.1. GLOBALIZAÇÃO E INSERÇÃO EXTERNA .....	51
3.2. AS MUDANÇAS NO DEBATE INTERNACIONAL .....	56
3.3. PLANO REAL E SUSTENTABILIDADE EXTERNA: O CENTRO DO DEBATE.....	61
3.3.1. <i>Câmbio no Plano Real</i> .....	61
3.3.2. <i>Vulnerabilidade e déficits externos</i> .....	63
3.4. CONTROLE E LIBERDADE PARA OS CAPITAIS: VELHAS E NOVAS DIVERGÊNCIAS.....	66
3.4.1. <i>Ineficácia dos controles, reformas e melhoria progressiva: a visão “liberal”</i> .....	66
3.4.2. <i>Promessas frustradas, erros repetidos e caminhos prudentes: a visão “crítica”</i> .....	69
3.5. OBSERVAÇÕES FINAIS.....	72
<b>CAPÍTULO IV: RUMOS DISTINTOS .....</b>	<b>75</b>
4.1. ALGUNS TEMAS PENDENTES .....	75
4.1.1. <i>O regime monetário/cambial</i> .....	76
4.1.2. <i>Crises e a reforma na arquitetura financeira internacional</i> .....	80
4.2. BALANÇOS, REVISÕES E PROPOSTAS .....	83
4.2.1. <i>Menos dependência, menos riscos, mais controle: idéias “críticas”</i> .....	84
4.2.1.1. <i>Controlar os capitais?</i> .....	89
4.2.2. <i>Mais integração, mais credibilidade, plena conversibilidade: idéias “liberais”</i> ..	91
4.2.2.1. <i>Livre conversibilidade?</i> .....	96
4.3. OBSERVAÇÕES FINAIS.....	97
<b>CONCLUSÕES.....</b>	<b>101</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>107</b>

## **Introdução**

Existem certamente várias formas de se apreender a realidade de um período histórico. Confrontar linhas de pensamento e acompanhar a evolução dos argumentos sobre determinado tema é uma delas. Em economia, particularmente para aqueles que a encaram como ciência humana – no sentido em que há interesses diretos e relações de poder na produção do conhecimento –, esta pode ser uma abordagem fértil.

A presente dissertação parte de um fenômeno histórico concreto – o amplo processo de alterações estruturais na economia brasileira ocorrido desde o final dos anos 80 –, focaliza uma das faces desse movimento – a liberalização das relações financeiras do país com o exterior – e procura encará-lo do ponto de vista das idéias que o sustentam ou que o avaliam criticamente. Dito de outro modo, o objeto deste estudo é o debate entre economistas brasileiros sobre a liberalização financeira ocorrida ao longo dos anos 90, sobre os movimentos dos fluxos internacionais de capital nesse período e seus impactos sobre a economia brasileira. Debate este fortemente influenciado pelas discussões de política econômica, com as quais tem vários pontos de contato.

O contraste da situação de praticamente toda a década de 90 com a realidade vivida no período anterior à abertura financeira incentiva uma tentativa de exame da questão. A presença e a preponderância de atores como os “mercados financeiros”, os “investidores estrangeiros”, ou a “comunidade financeira internacional” nas discussões do dia-a-dia e na condução da política econômica, reforçam a validade do esforço. Da mesma forma, entende-se que, dentre todas as frentes de reformas liberalizantes, esta foi possivelmente a de menor visibilidade no debate brasileiro – e de certa forma continua sendo. A liberdade para a movimentação dos fluxos de capital se tornou um tema tratado com muita cautela pelos economistas, até pelas conseqüências imediatas da divulgação de determinadas posições, principalmente se oriundas de ocupantes ou postulantes a certos cargos de comando da economia. Por outro lado, trata-se de uma temática na qual as noções básicas do liberalismo econômico se apresentam de modo bastante explícito. E, ao mesmo tempo, a realidade abriga exemplos nítidos para a crítica aos princípios liberais.

Mas as motivações mais profundas deste estudo se encontram na percepção de que os impasses atuais da economia brasileira têm relação direta com a abertura financeira. O período de confecção do trabalho (segundo semestre de 2002 e primeiro de 2003), por exemplo, foi marcado por momentos de saída acelerada de recursos externos do país, forte depreciação cambial e iminência de moratória; recentemente sucedidos pela recuperação da

“confiança dos investidores externos”, retomada nas captações de recursos, e rápida apreciação da taxa de câmbio. Na realidade, um dos traços que definem o período coberto pela pesquisa (do final dos anos 80 aos primeiros anos da década inicial do século XXI), é a sucessão de ondas de abundância e escassez de liquidez internacional para países periféricos que liberalizaram suas relações financeiras com o exterior.

Definido esse pano de fundo, trata-se agora de apontar as características do trabalho. Trata-se de uma análise ampla, que engloba temáticas variadas, todas de alguma forma relacionadas com o processo de desregulamentação da antiga conta de capital do balanço de pagamentos, e/ou com os fluxos voluntários de capital privado que retornam ao país no início da década de 90. Ou seja, este não é um *survey* da literatura sobre um tema específico – sobre os controles de capital, por exemplo. Nesse sentido, tanto a renegociação da dívida externa e o Plano Brady, quanto as propostas recentes de reforma na arquitetura financeira internacional, entre outras, são englobadas. Mais do que as intenções originais do trabalho, o que determinou essa ampliação do foco foi a ausência de tratamentos diretos da liberalização nas publicações consultadas. Manteve-se, mesmo assim, o cuidado para não perder as relações destas discussões com o objeto escolhido para estudo.

Apesar do enfoque amplo, as dimensões privilegiadas da liberalização financeira foram as da entrada de investidores estrangeiros de portfólio no mercado local, da emissão de títulos brasileiros no exterior, e da ampliação da conversibilidade da moeda nacional. Assim, algumas discussões muito específicas sobre o financiamento externo – por exemplo sobre o Investimento Direto Estrangeiro ou a desnacionalização do sistema financeiro doméstico – tenderiam a ampliar em demasia o detalhamento necessário, e não foram contempladas.

Ao mesmo tempo, é preciso deixar claro que o enfoque é sobre os economistas brasileiros. Não se ignora a extensa literatura internacional sobre vários dos aspectos aqui tratados. Mas o interesse foi classificar e apresentar as idéias defendidas por autores envolvidos no debate especificamente nacional – o que não significa tomar as posturas internas como livres da influência de discussões em outros países. Obviamente, em alguns pontos se torna inevitável mencionar a produção estrangeira, e nesse sentido se optou (no capítulo II e no III) pela apresentação sucinta de posturas internacionais sobre alguns temas selecionados, que servem como pontos de referência e auxiliam a compreensão do debate nacional e de seu movimento.

Menção explícita também deve ser feita à natureza das fontes utilizadas no trabalho de pesquisa. Sabe-se que os economistas assumem vários papéis no Brasil: são ao mesmo tempo professores, acadêmicos, colunistas de jornal, políticos, *policy makers*, consultores econômicos, diretores de banco ou economistas-chefe, porta-vozes de interesses particulares,

etc. Procurou-se, diante disso, sempre que possível, dar preferência a artigos publicados nas principais revistas acadêmicas brasileiras, do final da década de 80 aos primeiros meses de 2003, buscando um pouco mais de rigor nas argumentações. Coletâneas de textos de determinado autor ou assunto, anais de congressos e sistematizações de debates envolvendo autores brasileiros, textos para discussão dos principais centros de produção acadêmica e algumas teses também se enquadram neste plano que se procurou mapear. Artigos de jornal, entrevistas, pronunciamentos e publicações de órgãos diretamente interessados nas medidas foram utilizados somente como fontes auxiliares de investigação.

Dentro dos textos pesquisados enquadram-se, no entanto, estilos bastante distintos de produção acadêmica em economia. A pesquisa se deparou tanto com modelos de maior ou menor formalização como com abordagens históricas, teóricas e de economia política, passando por graus variados do uso de técnicas estatísticas. Tais diferenças de método não servem, pelo menos no presente trabalho, para desqualificar uma ou outra posição. São, na realidade, partes integrantes do universo que se procura estudar.

Adiante-se, desde logo, que foram identificadas duas grandes visões sobre a liberalização financeira e os fluxos de capital – que foram denominadas, na falta de melhores alternativas, de “liberal” e “crítica” –, classificação que não significa apagar as diferenças entre os autores abrigados no mesmo grupo, nem transportar a proximidade/distância aqui expressas para outros campos do debate econômico. Além disso, na maior parte do período analisado, esses dois campos se confundiram com uma outra divisão: defensores ou opositores do rumo imposto ao país e das políticas econômicas em vigor – o que requer alguns esclarecimentos adicionais neste início.

Os pontos de contato da discussão propriamente de idéias, ou de teoria econômica, com as questões mais conjunturais, são vários ao longo do período analisado: as propostas de estabilização vinculadas ao financiamento internacional; o formato afinal assumido pelo Plano Real e os seus efeitos sobre o setor externo da economia; as dificuldades recentes para a redução das taxas de juros e para a estabilidade na taxa de câmbio, entre outras. Por essa razão, a própria divisão do debate aqui seguida tem um critério temporal relacionado a grandes mudanças na política econômica (como será visto a seguir), ao invés por exemplo de uma separação pelos grandes temas em disputa. A discussão captada pelo mapeamento feito, no final das contas, se situa num patamar intermediário entre o que seria um debate teórico desvinculado das oscilações e dilemas da condução da economia, e uma análise conjuntural que perdesse a dimensão dos seus movimentos mais gerais.

Ao mesmo tempo, não se pode ignorar que boa parte das divergências entre “liberais” e “críticos” está vinculada à disputa entre governo e oposição – apesar dos esforços para se restringir a análise a um plano mais acadêmico. Tal disputa, como se sabe, muitas vezes guarda mais relações com os interesses políticos diretamente envolvidos do que com grandes divergências de fundo. Por esse e outros motivos, os argumentos aqui expostos sabidamente misturam análise científica e retórica.

Tudo isso faz parte das características do debate econômico no Brasil, e compõem um quadro de dificuldades inevitáveis para um trabalho com os limitados objetivos deste. Como um esforço mais rigoroso de análise do discurso ou um mergulho mais aprofundado em discussões metodológicas ultrapassam tais limites, optou-se pelo mapeamento mesmo com a consciência dessas dificuldades, dada a relevância atribuída ao tema em tela.

Isto posto, o trabalho está dividido em quatro capítulos além desta introdução. O primeiro tem caráter introdutório e se propõe a apresentar, sumariamente, informações sobre as mudanças no marco regulatório (que compõem o processo de liberalização financeira) e sobre as tendências quantitativas dos fluxos de financiamento externo no período entre 1989 e 2002.

Os três capítulos posteriores compõem o trabalho propriamente dito, e tratam do debate em três momentos selecionados, a saber: do final dos anos 80 até a implantação do Plano Real em 1994; da crise do México em 1995 à desvalorização do Real em janeiro de 1999; e da adoção do câmbio flutuante ao ano de 2002. As linhas divisórias escolhidas representam, além de determinadas características no financiamento externo, episódios marcantes da história econômica recente: a implantação e o abandono do regime de ancoragem cambial, cujo funcionamento tem, notoriamente, íntima relação com a disponibilidade de financiamento externo. Conclusões gerais encerram a dissertação.

## **Capítulo I: Mudanças institucionais e quantitativas**

Este capítulo inicial divide-se em duas seções. A primeira aborda as grandes linhas das mudanças institucionais no relacionamento financeiro da economia brasileira com o exterior, do final dos anos 80 até os dias atuais – tratando do sentido geral das mudanças, bem como das alterações de natureza mais conjuntural. E a segunda descreve quantitativamente as oscilações no financiamento externo ao longo do período.

### **1.1. As mudanças no marco regulatório**

Segue-se, nessa seção, a divisão sugerida por Akyüz (1993) e adotada por Prates (1997, 1999b) entre outros, que separa a abertura financeira da economia em três níveis. O primeiro nível, chamado de *inward transactions* (ou ingresso de recursos externos), compreende a captação de recursos no exterior pelos residentes no país e a entrada de não residentes no mercado financeiro doméstico. O segundo, no sentido oposto, se refere às *outward transactions*, ou seja, à posse de ativos externos e às transferências de capital ao exterior por parte de residentes, e também às emissões de passivos e o endividamento de não residentes no mercado doméstico. Por fim, o terceiro nível é o da conversibilidade interna da moeda, relativo à posse e às relações de débito e crédito em moeda estrangeira entre residentes no país. As mudanças no formato institucional do balanço de pagamentos brasileiro, nessa ordem, serão apresentadas para cada um dos níveis, reservando um nível de detalhamento maior para o primeiro – no qual os progressos foram mais acentuados. Mais do que detalhes normativos específicos, o que se busca é o sentido geral das mudanças e o movimento (também marcado por medidas tópicas, conjunturais) em direção à realidade atual.

#### **1.1.1. Ingresso de recursos externos (*inward transactions*)<sup>1</sup>**

Parte importante das transformações em curso na economia internacional durante a década de 80 se consolidaram, nos anos 90, no que se convencionou chamar de “globalização financeira”. Em linhas bastante gerais, a nova configuração representa a emergência de novos atores – principalmente os chamados investidores institucionais, como fundos mútuos e fundos de pensão –, novos instrumentos e formas ampliadas de diversificação de riscos, além do ambiente internacional de liberdade para o movimento dos capitais. Outra das

---

<sup>1</sup> As principais fontes para essa seção foram Prates (1997), Margarido (1997), Gonçalves (1996), Sodré (2000) e Andrade (2002).

características do processo é a perda de espaço dos empréstimos bancários tradicionais para a finança direta, consolidando o predomínio da securitização e da diversificação internacional das carteiras de grandes investidores. O caminho geral das mudanças na legislação brasileira, no que se refere às possibilidades de entrada de recursos externos, foi adaptá-la a essa nova realidade. E, adiantando, esse caminho se dá por instrumentos “estruturais” (ampliação dos canais institucionais e das possibilidades internas de alocação dos recursos estrangeiros), sempre no mesmo sentido de abertura; e “conjunturais” – medidas de mais fácil reversão, manipuláveis de acordo com as variações cíclicas na oferta de divisas. O destaque aqui é para os movimentos do primeiro tipo, sumariando-se posteriormente os do segundo.

Iniciando pelas **captações de recursos no exterior**, há no início da década de 90 um nítido movimento de liberalização das possibilidades e condições de endividamento externo. No âmbito das instituições financeiras, o passo fundamental foi a ampliação das captações externas para repasse interno, regidas pela Resolução 63 do Conselho Monetário Nacional (datada originalmente de 1967). Além dos empréstimos bancários tradicionais, tais operações passaram a englobar também a emissão de *commercial papers*, bônus e *notes*.<sup>2</sup> Adicionalmente, no mesmo sentido de ampliar a atratividade desse endividamento, permitiu-se que os recursos captados e ainda não repassados internamente fossem aplicados em NTN-Ds, eliminando assim o risco cambial da operação – isso em adição aos procedimentos de *hedge* no exterior, cuja regulamentação se iniciara em janeiro daquele ano. Tais mecanismos de proteção diziam respeito também aos outros instrumentos de captação por empresas brasileiras, não destinados ao repasse, regulamentados entre 1991 e 92: a securitização de exportações, os títulos conversíveis em ações, e os certificados de depósito.<sup>3</sup> Uma última forma importante de captação, esta de renda variável, autorizada nesse período foram os Recibos de Depósitos – *ADRs (American Depositary Receipts)* e *GDRs (Global Depositary Receipts)*<sup>4</sup> –, que permitiam o acesso de empresas brasileiras aos principais mercados de capitais internacionais com regras menos rígidas do que uma emissão direta de ações exigiria.

No aspecto tributário e burocrático, a diretriz nesse início de década também é a de ampliar as vantagens do endividamento, através da extensão da isenção do Imposto de Renda sobre as remessas para emissão de bônus e da redução dos prazos para avaliação dos pedidos de emissão.

---

<sup>2</sup> Resoluções 1734, de 01/08/1990, e 1853, de 01/08/1991.

<sup>3</sup> Respectivamente, Res. 1834, de 26/06/1991; Circ. 1969 (07/06/91) e n. 1809 (27/03/91).

<sup>4</sup> Res. 1948, de 01/08/1991.

O caminho de liberalização prossegue, em meados da década, com a Resolução 2148 (de 16/03/95), que amplia para o setor agropecuário as possibilidades de repasse das captações regidas pela Resolução 63 (configurando a chamada “63 caipira”); e com a Resolução 2170 (de 30/06/95), que faz o mesmo para o setor imobiliário. É um movimento que se acentua em 1996, quando as categorias disponíveis para captação com fins de financiamento ou repasse internos são ampliadas, e as empresas exportadoras também passam a ser candidatas aos repasses.<sup>5</sup> Em novembro de 1996, a aplicação dos recursos ainda não repassados em depósitos não remunerados é revogada, e permite-se que sejam aplicados em contas de depósito do Banco Central no exterior. Por fim, a Resolução 2345 (de 19/12/1996) amplia para as instituições financeiras com sede no país a possibilidade do lançamento de *Depositary Receipts* (DRs) em bolsas do exterior.

O aprofundamento de medidas estruturais de liberalização nesse nível (captação de recursos no exterior) é retomado após a mudança do regime cambial em janeiro de 1999. Coincidindo com a nova gestão na presidência do Banco Central, avança-se decisivamente na direção da abertura total, deixando o espaço aberto apenas para o controle indireto, através da tributação. Nessa linha, a Resolução 2625 (de 29/07/1999) autoriza as instituições financeiras a captarem recursos no exterior para livre aplicação no mercado doméstico; liberdade estendida às entidades de arrendamento mercantil pela Resolução 2683 (de 29/12) – que além disso elimina as exigências de prazo mínimo nas operações de empréstimo externo. A desregulamentação nessa área atinge então o seu desfecho pela Resolução 2770, de 30 de agosto de 2000, que consolida as mudanças revogando todas os instrumentos normativos que disciplinavam as emissões de títulos de renda fixa no exterior. Tanto as exigências de autorização como as de direcionamento compulsório, estavam abolidas. As operações de repasse interfinanceiro dos recursos captados já tinham, aliás, sido autorizadas pela Resolução 2721 (de 24/04/00).

Mas esse movimento de liberalização também foi marcado pelo uso de instrumentos “conjunturais” na tentativa de calibrar a entrada de recursos externos às necessidades do país. São medidas de mais fácil reversão que, sem questionar o rumo geral de abertura, ampliam ou reduzem a atratividade das captações de recursos no exterior conforme as condições externas se modificam. Assim, durante os anos de 1993 e 94, a forte entrada de recursos enseja a adoção de certos tipos de controle de capital – bastante presentes no debate analisado na seqüência, estes particularmente no capítulo III, seção 3.3.1. O objetivo de tais expedientes

---

<sup>5</sup> Resoluções 2266, de 29/03/96 e 2312, de 05/09/96.

era moderar o influxo e selecionar o tipo de recurso ingressante, e como exemplos podem ser citadas a suspensão da autorização automática para a emissão de papéis de renda fixa no exterior; a extensão do prazo mínimo (de 1 para 2 anos) para o pagamento antecipado de exportações, com posterior suspensão por tempo indeterminado; a ampliação de 90 para 540 dias no prazo mínimo de repasse dos recursos captados via Resolução 63; e a elevação das alíquotas do IOF de 3% para 7% nas entradas de empréstimos em moeda.<sup>6</sup>

A crise mexicana e a retração na oferta de recursos provocam, no início de 1995, uma série de medidas na direção contrária, procurando restabelecer melhores condições para a entrada de divisas. O prazo mínimo volta a ser de um ano para o pagamento antecipado de exportações e de 90 dias para o repasse das captações 63; é reduzido de 3 para 2 anos o prazo mínimo médio para amortização de empréstimos externos; para 6 meses esse prazo no caso de renovação ou prorrogação; e o IOF sobre empréstimos em moeda, que estava em 7%, é zerado.<sup>7</sup>

Em agosto de 1995, com os efeitos da crise mexicana se dissipando, o IOF é elevado de 0 para 5% em todos os empréstimos externos e em setembro é instituído um escalonamento para essas alíquotas, novamente alterado em fevereiro do ano seguinte, sempre favorecendo os de prazo mais longo.<sup>8</sup> Voltava-se, assim, à diretriz de tentar controlar e selecionar as entradas, para o que contribuem medidas tomadas no início de 1996: eleva-se o prazo mínimo de amortização (2 para 3 anos) para a contratação, renovação ou prorrogação de créditos externos e limita-se a aplicação em NTN-Ds dos recursos captados e não repassados – que passariam a ser alocados em depósitos não remunerados.

Mas, em meados de 1997, o início das dificuldades de tomada de empréstimos, por conta da crise asiática, suscita novas medidas de atração. As possibilidades de proteção cambial (aplicação em NTN-Ds) dos recursos captados para repasse (mas não repassados) são ampliadas, e passam a atingir aqueles destinados aos setores agropecuário, imobiliário e exportador.<sup>9</sup> Em novembro tal proteção se diversifica: as NBC-E e as NRN-I também poderiam ser utilizadas. E, para completar, o prazo médio mínimo de amortização para empréstimos é novamente reduzido. No ano de 1998 assiste-se a uma rápida ampliação das vantagens concedidas ao endividamento externo, na tentativa de atrair divisas para um país com crescentes dificuldades cambiais: diversificação das possibilidades de utilização dos

---

<sup>6</sup> Os instrumentos legais utilizados nessas 5 ações foram, respectivamente, a Circular BC 2410, de 02/03/94; a Circ. 2438, de 01/07/94; as circulares 2490; 2492; e por fim a Portaria 534, as três últimas de 19/10/94.

<sup>7</sup> Novamente os instrumentos, em ordem respectiva: Circular 2538, de 24/01/95; Circulares 2545, 46 e 47; e Portaria 95 – os quatro últimos em 10/03/95.

<sup>8</sup> Portaria 28, de 08/02/96. A alíquota variava então de 0% (prazo  $\geq$  6 anos) a 5% ( $<$  3 anos).

<sup>9</sup> Circular 2764 e Resolução 2395, ambas de 25/06/97.

recursos captados pela “63 caipira”,<sup>10</sup> e relaxamento das regras para a aplicação em títulos públicos do saldo remanescente dessas captações.<sup>11</sup> Nova redução nos prazos de amortização de empréstimos é determinada em agosto em estendida em novembro. E as instituições que captam recursos pela via da Resolução 63 são autorizadas a realizar operações de repasse interbancário (desde que esse outro banco repasse os recursos no mesmo dia para o tomador final).<sup>12</sup> Era o ápice da tentativa, no âmbito da “gestão conjuntural” das captações de recursos externos, de conter a crise do segundo semestre de 98.

Em janeiro de 1999, em meio à crise e seus efeitos sobre o regime cambial, a diretriz ainda é essa, com novas reduções de prazos (mínimo e médio mínimo) de amortização de empréstimos externos. Em abril retrocede-se parcialmente em uma das medidas tomadas no auge da escassez, restringindo as possibilidades de aplicação dos recursos captados por repasse interbancário e que não tivessem sido destinados ao tomador final.<sup>13</sup> Por fim, a conclusão do movimento estrutural de liberalização nesse nível ao longo de 1999 e 2000 preserva o IOF como principal instrumento de controle, com alíquota fixada (em agosto de 1999) no patamar de 5% para empréstimos com prazo de até 90 dias.

O outro lado das *inward transactions*, o da **entrada dos investidores estrangeiros no mercado financeiro local**,<sup>14</sup> apresenta um caminho parecido: passos sucessivos e estruturais na direção da liberalização, em meio a tentativas de manejo conjuntural dos fluxos.

As medidas iniciais e decisivas, nesse campo, também foram tomadas no governo Collor. Antes dele, porém, a legislação que regulava essa entrada de estrangeiros tinha na Resolução 1289, de 1987, o seu ponto principal. Tal instrumento havia regulamentado os canais para investimento estrangeiro no mercado local: as Sociedades de Investimento Capital Estrangeiro (SICE), os Fundos de Investimento Capital Estrangeiro (FICE) e as Carteiras de Títulos de Valores Mobiliários Capital Estrangeiro (CTVM), todos em anexo (respectivamente Anexos I, II e III) à lei 1401 de 1975 e à sua modificação na lei 1986, de 1982. Tanto a legislação original quanto a sua modificação, e ainda de certa forma os seus três primeiros anexos, resultaram em poucas entradas de investidores, dadas as condições macroeconômicas dos anos 80. É o Anexo IV, estabelecido pela Resolução 1832 (de 31/05/1991) que representa a grande adaptação da legislação às novas tendências das finanças internacionais, estabelecendo

---

<sup>10</sup> Pela Resolução 2500, de 28/05/1998, o dinheiro repassado poderia ser utilizado no recolhimento de margem, no ajuste em operações de *hedge* de preços agropecuários e na compra de opções referenciadas em *commodities*.

<sup>11</sup> Circ. 2833, de 24/08/1998, que permite a proteção de 100% dos recursos não repassados.

<sup>12</sup> Circ. 2848, de 11/11/1998.

<sup>13</sup> Circ. 2882, de 22/04/1999.

<sup>14</sup> Ressalte-se que não nos interessa mais de perto a questão da desnacionalização do sistema financeiro, no sentido de compra de instituições locais por estrangeiros. Desse tópico o que interessa é a presença de investidores externos no mercado de capitais.

as Carteiras de Investidores Institucionais Estrangeiros.<sup>15</sup> Ao contrário dos canais anteriores, o Anexo IV permitia a aplicação no mercado brasileiro a partir de carteiras próprias, eliminava as exigências de prazos de permanência e não continha critérios de diversificação das aplicações, além de ser isento de tributação sobre os ganhos de capital.<sup>16</sup>

A ampliação dos canais de ingresso de recursos prossegue em 1996, com a regulamentação dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes e Fundos de Investimento Imobiliário, e com a permissão para a aplicação dos recursos ingressantes pelos anexos I a IV em ações (sem direito a voto) de instituições financeiras brasileiras.<sup>17</sup>

Alguns anos à frente, consolidado o novo regime de flutuação cambial e a nova diretoria do Banco Central, são adotadas, à semelhança do ocorrido para os empréstimos externos, medidas que aprofundam e levam a um ponto final a liberalização da entrada dos investidores estrangeiros no mercado local. Em 06 de agosto de 1999, a Resolução 2628 liberaliza a aplicação dos recursos dos anexos I a IV em instrumentos de renda fixa. E a Resolução 2689, de 26 de janeiro de 2000, extingue as diferentes modalidades de aplicação, mantendo apenas as particularidades do Anexo III, de fundos fechados. Os investimentos no país passam a ser permitidos também para indivíduos (não mais apenas para investidores institucionais) e os estrangeiros passam a ter acesso às mesmas opções de aplicação disponíveis aos residentes.

Mas a presença de alterações conjunturais nas regras, objetivando ajustar a disponibilidade de recursos externos às necessidades do país, também se fez presente no caminho em direção à liberalização desse lado das *inward transactions*. Inicialmente, na fase de entrada excessiva, a preocupação era limitar as aplicações em renda fixa dos recursos ingressantes pelo Anexo IV. O amplo leque inicial de opções para os recursos não investidos em ações (moedas de privatização, instrumentos de renda fixa, debêntures e mercados de opções e futuros), possibilitava aos investidores estrangeiros tirarem proveito do diferencial de juros, fugindo assim aos objetivos principais desse canal de aplicação.<sup>18</sup> Numa seqüência de restrição das opções e descoberta de novas brechas pelos investidores, vão sendo fechadas as oportunidades: fundos de *commodities*, de títulos do Tesouro e do Banco Central, de debêntures e de derivativos que fugissem aos objetivos de *hedge*, passam a ser vetados para os

---

<sup>15</sup> Um outro instrumento, estabelecido previamente pelo governo Collor, foram os Fundos de Privatização Capital Estrangeiro (Resolução 1806, de 27/03/91) – que não tiveram grande relevância nesse movimento de entrada.

<sup>16</sup> Vale ressaltar também que houve um Anexo V, regulamentando a participação de companhias brasileiras em bolsas internacionais através dos DRs, já comentados como pertencentes ao campo das captações de recursos.

<sup>17</sup> Resoluções 2247 e 2248, de 08/02/1996, e Res. 2344, de 19/12/96.

<sup>18</sup> Sobre as “operações de *box*”, que transformavam aplicações de renda variável em renda fixa, driblando as limitações impostas pela legislação, ver Garcia & Barcinsky (1996, p. 15-6).

estrangeiros.<sup>19</sup> Com esse mesmo objetivo, em paralelo, é aberto em 1993 um novo canal para a internalização de recursos: os Fundos de Renda Fixa Capital Estrangeiro (Res. 2028, de 25/11) – que procuravam atrair justamente os aplicadores de mais curto prazo, interessados diretamente no diferencial de juros. A tributação elevada (IOF inicialmente de 5%, mas que passou a 9% em outubro de 94, mais Imposto de Renda) reduzia os ganhos especulativos e procurava ampliar as aplicações em renda variável.

Definido esse arcabouço institucional, os movimentos conjunturais destinados a ampliar ou reduzir a entrada de divisas de acordo com as condições internacionais se repete para os quatro anexos. Se ao longo de 1994 o movimento é de desincentivo às entradas (inclusive com a criação e ampliação do IOF para esses canais), no começo de 95 as alterações tributárias são na outra direção.<sup>20</sup> Em 1997, uma exceção à regra de não aplicação desses recursos em renda fixa é aberta para a aquisição de debêntures conversíveis em ações e para a operação com derivativos em suas carteiras, desde que para proteção das posições à vista. E, no caso dos Fundos de Renda Fixa Capital Estrangeiro, novas restrições a aplicações em derivativos são implementadas.<sup>21</sup> O ano de 1998 apresenta apenas mudanças marginais nos fundos de renda fixa e, em meio à crise e à mudança de regime cambial do início de 1999, as possibilidades de aplicação dos investidores disciplinados pelos anexos I a IV são ampliadas e passam a incluir títulos de emissão do Tesouro e do Banco Central. Tal movimento de maior abertura atinge posteriormente os fundos de renda fixa, que têm a alíquota do IOF reduzida e o percentual máximo de aplicação em títulos das instituições financeiras ampliado.<sup>22</sup>

No que se refere a esse plano dos instrumentos conjunturais de gestão dos fluxos, a consolidação da abertura em meados de 1999 – que liberaliza o que antes mais se tentava controlar: o direcionamento de recursos estrangeiros para aplicações em renda fixa – determina que estas operações passem a pagar também o Imposto de Renda sobre o ganho de capital; a redução a zero da alíquota do IOF dos fundos antes exclusivos dessas aplicações em renda fixa; e que todos os aplicadores estrangeiros se cadastrem junto ao Banco Central e à CVM mediante a constituição de um representante no país.

---

<sup>19</sup> Respectivamente, Res. 2013, de 19/08/93; Res. 2028, de 25/11/93 e Res. 2034, de 17/12/93. As resoluções 2079, de 15/06/94; 2115, de 19/10; 2188, de 10/08/95 e 2246, de 08/02/96 vão, progressivamente, proibindo as aplicações em moedas de privatização, debêntures, cotas de Fundos de Aplicação Financeira, e operações com futuros e opções.

<sup>20</sup> A Portaria 111, de 02/03/1994 cria esse imposto para o ingresso via anexos I a IV e a 534, de 19/10 eleva de 0% para 1% a sua alíquota nesses anexos (e de 5% para 9%, como já dito, nos fundos de renda fixa). Já no início de 1995, essas alíquotas voltam a seus respectivos valores de 0% e 5% pela Portaria 95, de 09/03.

<sup>21</sup> Res. 2384, de 22/05/97, e Circular 2785, de 27/11/97, respectivamente.

<sup>22</sup> Na ordem, Res. 2591, de 28/01/1999; Portaria 56, de 12/03; e Circular 2880, de 05/04.

Estava completa assim, a liberalização do primeiro nível de abertura financeira – no qual o país mais avançou. Chegava-se, em relação à captação de recursos no exterior e à entrada de investidores no mercado local, a uma situação de abertura consolidada, com a abolição de controles diretos, vinculações de aplicação e prazos mínimos, sendo preservado o espaço para manipulações conjunturais nos controles indiretos, principalmente pela via da tributação dos recursos ingressantes.<sup>23</sup>

### **1.1.2. A saída de recursos externos (*outward transactions*)<sup>24</sup>**

No que se refere à posse de ativos externos, à transferência de capital e ao endividamento interno de não residentes, o caminho da liberalização no Brasil é mais rápido e mais limitado em sua abrangência. E não sofre grandes efeitos da oscilação na disponibilidade de capitais estrangeiros para o país. Uma primeira frente de avanço nessa direção se dá no mercado de câmbio.

Tendo funcionado em grande parte do pós-guerra com dois segmentos (o oficial e o paralelo), esse mercado assiste a um primeiro experimento de liberalização ainda no governo Sarney, quando na passagem de 1988 para 89 é criado o mercado de taxas flutuantes, inicialmente para as transações relativas a viagens internacionais.<sup>25</sup> O objetivo deste segmento, cujas cotações eram determinadas pelo mercado, era competir com o segmento paralelo por parte das transações que escapavam do oficial, sem comprometer as escassas reservas internacionais do país. Ampliou-se, nos anos seguintes, o leque das operações autorizadas nesse segmento, englobando despesas com educação e saúde, uso ampliado do cartão de crédito internacional e transferências unilaterais, já no governo Collor. Passo adicional foi dado com a permissão para a venda de divisas nesse segmento sem a identificação do ofertante, o que contribuiu para o nivelamento com o câmbio paralelo por incentivar a repatriação de divisas obtidas por meios ilegais. Já em 1996, no contexto de forte entrada de recursos externos, nova desregulamentação no mercado flutuante eliminou a exigência de registros para diversas operações de remessa, permanecendo a notificação apenas para valores superiores a US\$ 10.000.

---

<sup>23</sup> No entanto, em termos de controle estatístico, o Brasil preserva uma estrutura relativamente rígida, com obrigatoriedade dos registros das operações de remessa ao exterior, facilitando um mapeamento das operações entre residentes e não-residentes.

<sup>24</sup> Aqui, além dos trabalhos de Prates (1997), Margarido (1997) e Gonçalves (1996), utilizou-se Pires de Souza (1993).

<sup>25</sup> Res. 1552 (22/12./1988), regulamentada pela Circ. 1402 (02/02/1989).

Essa segmentação, entre os mercados oficial e flutuante, resiste aos vários experimentos de determinação do valor das taxas desde então<sup>26</sup>. As operações de arbitragem entre os dois segmentos são atualmente livres, com as cotações unificadas a partir de fevereiro de 1999, mas ainda existe a separação formal. É na abolição desta separação, que eliminaria a possibilidade de restabelecimento de controles e vedações à remessa de divisas, que insistem os economistas defensores da “plena conversibilidade” do real, como será visto com mais detalhe no capítulo IV.

Mas a trajetória de liberalização das *outward transactions* também envolveu medidas em outras frentes. As remessas de divisas ao exterior através do mercado flutuante foram sendo incentivadas, primeiro pela redução de impostos e outras facilidades burocráticas sobre a remessa de lucros e dividendos entre matrizes e filiais. Ao mesmo tempo, procurou-se fomentar o investimento brasileiro no exterior: entre 1990 e 92, investimentos inferiores a US\$ 1 milhão foram sendo liberados da compensação cambial, até que esta fosse extinta. Em 1994, já numa conjuntura de ingresso excessivo de divisas, esse limite passou para US\$ 5 milhões, complementando as tentativas de moderar os efeitos das entradas com incentivos à saída.

Também com esse objetivo é que foram criados, pela Resolução 2111 (de 22/09/1994), os Fundos de Investimento no Exterior, através dos quais os residentes poderiam investir em títulos de dívida negociados no exterior – respeitado um limite mínimo de 60% de aplicação em papéis brasileiros. E a Resolução 2318 (de 26/09/1996) expande esse canal para as aplicações de renda variável, com a regulamentação dos investimentos em ações no exterior através dos BDRs.

Por fim, merecem destaque ainda nesse segundo nível as alterações referentes às contas de não residentes no sistema financeiro doméstico, em moeda nacional, criadas pela Carta Circular n. 5, de 1969, outro tema marcante no debate pesquisado. A Resolução 1946 (de 29/06/1992) permitiu que recursos dessas contas – que podem ter titulares brasileiros “domiciliados” em paraísos fiscais – fossem negociados no mercado flutuante, ampliando as possibilidades de ingresso e remessa para o exterior. Alterações “conjunturais” na regulamentação dessas contas de não-residentes são implementadas em agosto de 1995 (criação de um IOF de 7%), abril de 96 (apresentação obrigatória de documentos para

---

<sup>26</sup> Breve fase de livre flutuação no governo Collor, retorno à fixação do câmbio real, flutuação no início do Plano Real seguida por longo período de bandas estreitas, sendo substituídas pela flutuação em janeiro de 1999.

operações acima de R\$ 10.000 e outras regulamentações), e abril de 97 (IOF reduzido para 2%).<sup>27</sup>

### 1.1.3. Conversibilidade da moeda

De partida, é necessário alertar para o significado preciso desse terceiro nível de abertura. Trata-se da posse e das relações de débito e crédito em moeda estrangeira entre residentes no país. Outros significados para moeda conversível ou conversibilidade aparecem ao longo do presente trabalho, e serão explicitados oportunamente. Como visto acima, a unificação dos dois segmentos do mercado de câmbio tornaria a moeda brasileira plenamente conversível em divisas para efeitos de transações com o exterior – já que a possibilidade de reintrodução de limitações à conversão seria extinta – mas não alteraria a dimensão desse terceiro nível, referente ao uso das divisas em território nacional.

Sobre essa frente de liberalização, interessa anotar que os avanços no caso brasileiro foram muito menores do que nas outras, e ficaram bem aquém de algumas experiências recentes em países da região: o México permitiu depósitos em moeda estrangeira no sistema financeiro doméstico e a Argentina, indo além, também aceitava até 2001, o dólar nas transações internas.

No Brasil, a conversibilidade interna se ampliou consideravelmente para alguns setores específicos. Os bancos participantes do mercado de câmbio flutuante, diante das progressivas ampliações dos limites de posições compradas em moeda estrangeira, consolidaram uma componente de demanda por divisas antes ilegal: a retenção de moeda estrangeira enquanto ativo de reserva. A manipulação desses limites passou, desde então, a fazer parte do leque de instrumentos conjunturais com os quais as autoridades tentam controlar o influxo de capitais estrangeiros, sem alterar a configuração geral de desregulamentação. Mais recentemente, no intuito de ampliar a atratividade dos setores de energia, petróleo e gás (em processos de privatização), foi concedida a empresas desses setores a permissão para manterem depósitos em moeda estrangeira no sistema financeiro doméstico.

Mas, para os demais agentes, a grande alteração referente à conversibilidade foi a ampliação das opções de ativos indexados ao dólar, da qual a crescente parcela dolarizada no estoque da dívida pública é um dos sinais.

---

<sup>27</sup> É importante notar que esse amplo movimento de liberalização das *outward transactions* ocorre em grande parte sob uma situação de centralização cambial decretada em meados de 1989 e que só encontra uma solução definitiva com a renegociação da dívida externa no início de 1994.

Assim, o movimento de liberalização no segundo e terceiro níveis (*inward transactions* e conversibilidade, respectivamente) é mais tímido do que o no primeiro (*outward transactions*), e as ações de política econômica se utilizam menos de alterações nos seus parâmetros para tentar calibrar o movimento cambial nos momentos de escassez ou abundância. Também não há, nessas duas dimensões, o processo de consolidação das mudanças que ocorre no caso da entrada de investimentos estrangeiros. O que consolidaria as mudanças no segundo nível, mantendo a opção por uma maior prudência no terceiro, seria a adoção da “livre conversibilidade” para as transações externas, medida que chegou a ser anunciada pelas autoridades no segundo semestre de 1999, mas não foi levada a cabo – assunto retomado no capítulo final.

Resumindo o que até aqui foi apresentado, o movimento de liberalização das relações financeiras do Brasil com o exterior emerge como um processo contínuo ao longo da década de 90, que avançou muito mais no primeiro nível de abertura – ingresso de recursos externos, seja por captação ou entrada de estrangeiros no mercado local – do que nos outros dois, e atinge seus desdobramentos finais nos anos de 1999 e 2000. Processo cujo sentido geral não é alterado pelas medidas pontuais (tipicamente na forma tributária) de ampliação ou redução da atratividade das aplicações no país, de acordo com as oscilações na disponibilidade de financiamento externo e na necessidade do Brasil em relação a esses recursos. Uma das grandes questões em disputa no debate a ser retratado nos capítulos seguintes se refere justamente a esse tipo de medida, em uma discussão por vezes privilegiada em relação ao estado de abertura “estrutural” aos fluxos externos de capital.

Completa-se, na seqüência, a descrição do pano de fundo das discussões com uma exposição dos principais números relativos ao financiamento externo.

## **1.2. Dimensão e movimento dos fluxos**

Conforme já apontado anteriormente, o exame do debate levado a cabo nos capítulos seguintes segue uma divisão em três momentos, pautada principalmente por eventos cruciais da história econômica recente do país: a primeira fase vai de 1989 até o ano de implantação do Plano Real (1994); a segunda compreende o período do câmbio administrado com valorização da moeda (1995-98) e a última engloba os quatro anos de convivência com o câmbio flutuante a partir de 1999. Pretende-se, a seguir, apresentar alguns traços gerais das contas externas brasileiras ao longo desses três momentos. Traços que ajudam a entender as

inflexões de política econômica, as tentativas de “gestão conjuntural” dos fluxos citadas na seção anterior e o próprio movimento do debate retratado nos capítulos II, III e IV.<sup>28</sup>

A Tabela 1, apresentada na seqüência, fornece uma visão global do financiamento externo no período. A primeira linha representa os montantes a serem financiados com recursos do exterior – cujas mudanças funcionam como um dos parâmetros do debate estudado, como será visto, por exemplo, na discussão sobre a sustentabilidade dos déficits no capítulo III.

Um dos fenômenos a explicar as oscilações no resultado em transações correntes – caracterizado por um relativo equilíbrio antes de 1994, que passa a déficits explosivos no período do Plano Real (superando os US\$ 30 bilhões em 1997 e 98), e apresenta uma redução lenta nos resultados negativos após a desvalorização, caindo significativamente apenas no último ano – é o comportamento do câmbio real. O Gráfico 1, abaixo, ilustra o movimento desta variável e mostra três fases distintas. É nítida a tendência acentuada de apreciação entre 1992 e 95; a fase de correções controladas entre 1995 e 98 (na qual vigorou a âncora cambial do Plano Real); e as fortes oscilações – em torno de um patamar bem mais elevado, próximo ao do início da década – após a maxidesvalorização de janeiro de 1999.

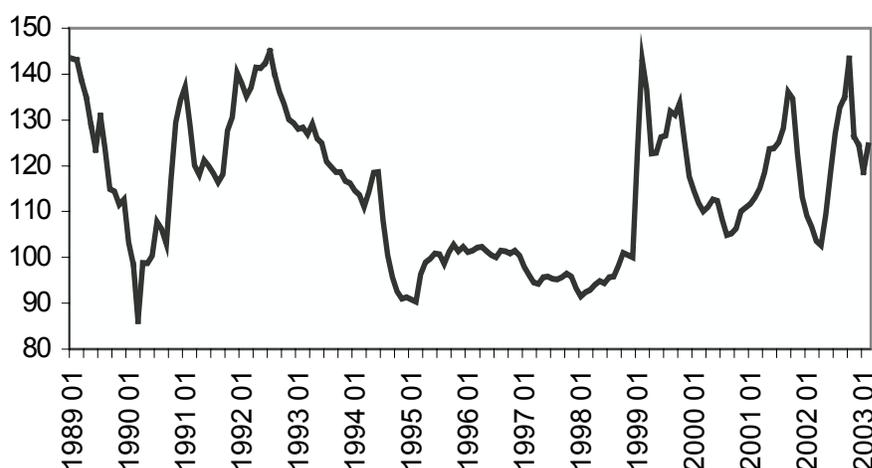


GRÁFICO 1: Taxa de câmbio - efetiva real - IPA-OG - exportações - índice (dez. 1998 = 100)  
Fonte: IPEA ([www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br))

<sup>28</sup> Os números dessa seção são apresentados seguindo a divisão atualmente utilizada pelo Banco Central, que desde janeiro de 2001 segue as recomendações da quinta edição do Manual de Balanço de Pagamentos do FMI. Das alterações que essa mudança implicou, importa aqui o desmembramento da antiga conta capital (que ficou destinada apenas às transferências unilaterais de patrimônio de migrantes e à aquisição/alienação de bens não financeiros não produzidos). Interessa mais de perto a este trabalho a “conta financeira”, que passa a registrar as transações relativas à formação de ativos e passivos externos: investimento direto, investimento em carteira, derivativos e outros investimentos. Dentro do segundo item dessa conta inserem-se os investimentos (brasileiros e estrangeiros) em ações de companhias brasileiras ou externas, e títulos de renda fixa de curto e longo prazos, de emissão de residentes ou não-residentes, negociados no Brasil ou no exterior. Ver, a respeito, Banco Central do Brasil, 2001.

**Tab. 1: Brasil – Balanço de Pagamentos, itens selecionados: 1989-2002 (US\$ milhões)**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Trans. Correntes</b>	1.031,9	-3.783,7	-1.407,5	6.108,8	-675,9	-1.811,2	-18.383,7
<b>Conta Capital</b>	-2,6	1,2	0,3	36,9	83,3	173,9	351,7
<b>Conta Financeira</b>	631,7	4.591,3	162,7	9.910,4	10.411,9	8.518,13	28.743,8
Inv. Direto Total	606,8	364,2	87,2	1.924,30	798,6	1.460,00	3.309,50
Inv. Cart. Total	-421,2	472,3	3.808,1	14.465,5	12.324,6	50.642,2	9.216,8
Inv. Est. Carteira	-391,4	578,9	3.808,0	14.465,6	12.929,1	54.046,8	10.372,2
Derivativos	0,5	1,8	2,7	2,5	5,3	-27,4	17,5
Outros Invest.	445,6	3.753,0	-3.735,3	-6.481,9	-2.716,6	-43.556,5	16.200,0
<b>Erros e omissões</b>	-774,9	-328,1	875,5	-1.386,0	-1.110,6	334,2	2.207,2
<b>Haveres A. Monet.</b>	-886,1	-480,7	369	-14.670,2	-8.708,8	-7.215,2	-12.918,9

**Tab. 1 (continuação)**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Trans. Correntes</b>	-23.502,1	-30.452,3	-33.415,9	-25.334,8	-24.224,5	-23.214,5	-7.696,0
<b>Conta Capital</b>	453,8	392,6	320,4	337,7	272,5	-36,0	433,0
<b>Conta Financeira</b>	33.514,2	25.407,7	29.381,2	16.981,4	19.053,3	27.088,1	8.378,0
Inv. Direto Total	11.260,8	17.877,4	26.001,6	26.888,0	30.497,7	24.714,9	14.084,1
Inv. Cart. Total	21.618,9	12.615,6	18.125,0	3.801,6	6.955,1	77,0	-5.118,6
Inv. Est. Carteira	22.021,7	10.907,9	18.582,2	3.542,4	8.650,8	872,1	-4.797,4
Derivativos	-38,3	-252,6	-459,8	-88,1	-197,4	-471	-356,2
Outros Invest.	673	-4.832,60	-14.285,5	-13.620,0	-18.202,0	2.767,2	-231,3
<b>Erros e Omissões</b>	-1.799,9	-3.255,2	-4.256,0	193,6	2.637,1	-531	-812,9
<b>Haveres A. Monet.</b>	-8.666,1	7.907,2	7.970,2	7.822,0	2.261,7	-3.306,6	-302,1

Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais – Setor Externo ([www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)).

Mas os resultados correntes só interessam a este trabalho sob a ótica do seu financiamento. E o câmbio real surge aqui como uma das manifestações da maior ou menor disponibilidade deste financiamento – que pode ser apreendido por vários caminhos complementares. Um deles seria a variação anual (com sinal negativo) no estoque de reservas internacionais, ou o resultado global do balanço de pagamentos, mostrado acima na última linha da Tabela 1. Em um movimento melhor visualizado no Gráfico 2 (construído a partir da posição mensal das reservas pelo conceito liquidez), assiste-se a um grande acúmulo de haveres entre 1992 e o primeiro semestre de 97 (com um breve solução no início de 1995 devido à crise mexicana); uma queda acentuada no período de crises (asiática, russa,

brasileira) de meados de 1997 à metade final de 99 – apesar da forte e efêmera elevação em 98 –; e uma relativa estabilidade desde o início de 2000. Estabilidade esta decorrente em grande parte de recursos dos empréstimos de regularização junto ao Fundo Monetário Internacional, na ausência dos quais persistiria o movimento de queda.<sup>29</sup>

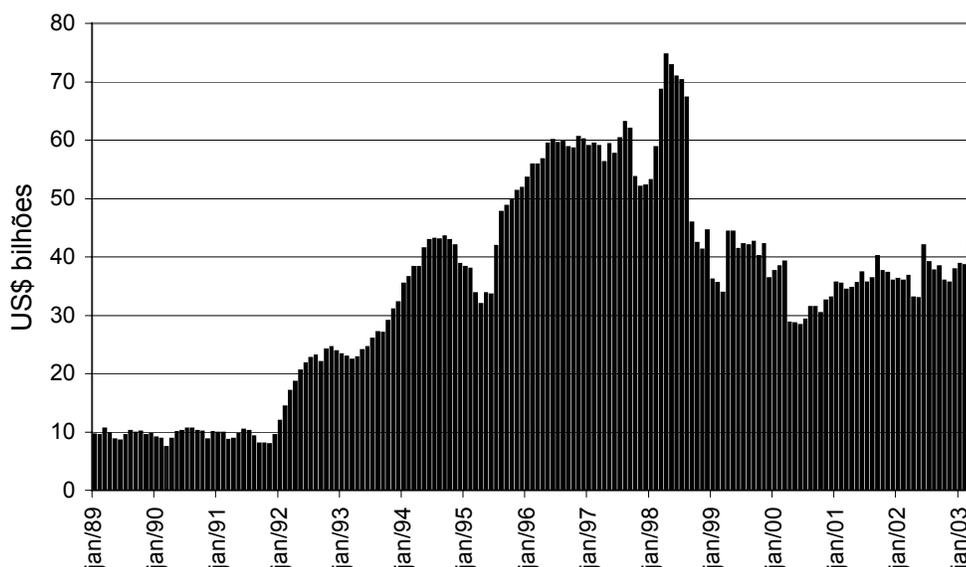


GRÁFICO 2: Reservas Internacionais (conceito liquidez)

Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais – Setor Externo ([www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)).

Uma outra forma de avaliar o financiamento externo é observar a conta financeira. Sua divisão nos três períodos mostra uma recuperação inicial, quatro anos de uma abundância entremeada por bruscas quedas, e a recente fase de diminuição na entrada de divisas. Mas trata-se de um somatório amplo, que inclui os investimentos diretos, em carteira, os negócios com derivativos e os outros investimentos.

Começando por esta última sub-conta, nela estão englobados, entre outras operações, o financiamento ao comércio internacional, os empréstimos de regularização, os pagamentos externos em atraso e as movimentações nas contas bancárias de não residentes.<sup>30</sup> Estas, as chamadas CC-5 explicadas no item anterior e um dos pontos presentes no debate aqui mapeado, merecem destaque. O Gráfico 3 mostra o movimento mensal das CC-5 desde

<sup>29</sup> O Brasil, no período analisado, assinou três grandes acordos de auxílio do Fundo Monetário Internacional: em dezembro de 1998; agosto de 2001 e agosto de 2002. Os valores totais a disposição do país, caso fossem cumpridas as metas acertadas, giravam em torno de, respectivamente, US\$ 40 bilhões; US\$ 15 bilhões e US\$ 30 bilhões.

<sup>30</sup> Dos números da Tabela 1, atenção especial deve ser dada ao ano de 1994, quando o déficit nessa conta (outros investimentos) é o maior de todo o período – fato explicado pela renegociação da dívida externa concluída naquele ano, que transformou créditos em atraso em novos bônus (uma operação contábil que não corresponde a financiamento adicional).

janeiro de 1993, explicitando a constante remessa de recursos por essa via, principalmente no segundo semestre de 1997 e ao longo de 98. O ápice do movimento se dá às vésperas da desvalorização de janeiro de 1999.

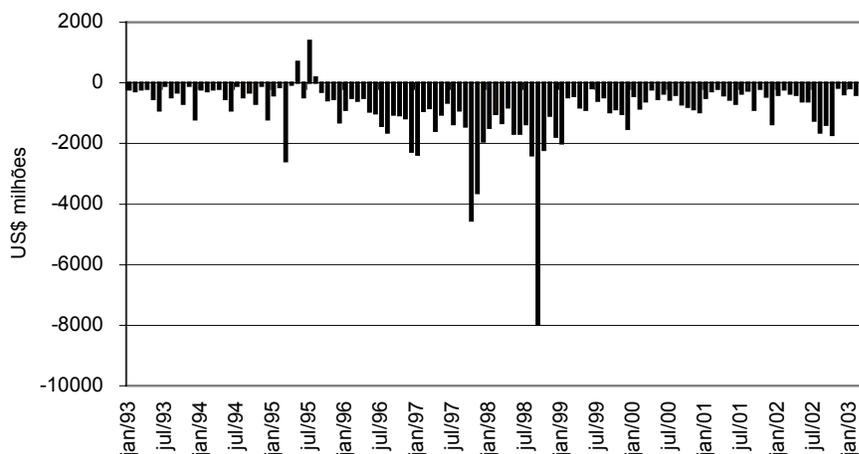


GRÁFICO 3: Contas CC-5 (líquido)

Fonte: Banco Central do Brasil – Boletim, vários números.

Passando para os outros componentes da conta financeira, o saldo de investimento direto, pequeno e oscilante durante os seis primeiros anos analisados, é crescente após a implantação do Plano Real e atinge valores bastante expressivos até 2000, quando parece iniciar um movimento de queda.<sup>31</sup>

Mas as discussões abordadas nos capítulos seguintes deste trabalho, em sua maioria, abordam aspectos relacionados ao outro grande componente da conta financeira: o investimento em carteira e, dentro deste, o investimento estrangeiro em carteira. O detalhamento deste componente é feito na Tabela 2 – que não caberia aqui ser descrita em todos os seus componentes.

Sobre o número global, é reforçada a caracterização da primeira fase (1989-94) como a passagem da restrição de financiamento para o excesso na entrada de divisas;<sup>32</sup> a segunda (1995-98) como um período de abundância pontuada por súbitas interrupções; e a terceira marcada por oscilações, mas em níveis bem inferiores, sendo o somatório negativo no ano de 2002. Observa-se também, ao longo da trajetória, uma ampliação das possibilidades de

<sup>31</sup> Não se poderia deixar de ressaltar, no entanto, a importância do processo de privatizações, assim como das operações de fusão e aquisição nesses montantes (que não se traduzem portanto em novos investimentos produtivos), como mostram, por exemplo, Laplane *et al.* (2000), entre outros.

<sup>32</sup> A especificidade do ano de 1994 (relativa à renegociação da dívida externa) pode ser notada pelo expressivo volume registrado como entrada através de bônus negociados no exterior (US\$ 42.196 milhões), pouco inferior ao déficit visto em outros investimentos para o mesmo ano.

investimento em carteira, com a série sobre os negócios com títulos de curto prazo emitidos no exterior se iniciando em 1993, e os dados sobre títulos de renda fixa negociados no país e ADRs sendo computados a partir de 1995.

São, portanto, dados referentes a quatorze anos, nos quais o Brasil ampliou seus canais de acesso aos recursos no exterior, e foi vítima de distintas manifestações das finanças liberalizadas: entrada excessiva de recursos, saídas em massa, contágio de crises em outros países. A rápida descrição apresentada permitiu ilustrar quantitativamente essas fases entre 1989 e 2002 e, além disso, explicitou os principais canais pelos quais tais movimentos se efetivaram. Foram apresentadas também duas formas de manifestação direta das oscilações no financiamento internacional: as variações no câmbio real e no estoque de reservas internacionais. Mas, além destas, outras ordens de impacto dos fluxos de capital sobre a economia brasileira também fazem parte das discussões abordadas pelo trabalho. Por esse motivo, apenas como subsídio adicional e sem entrar na complexidade das relações entre as variáveis, encerra-se este capítulo inicial com a Tabela 3, que fornece alguns dos principais indicadores macroeconômicos do período estudado.

Definido o pano de fundo, tanto em relação ao marco regulatório quanto às tendências do financiamento internacional para o Brasil, passa-se agora à tarefa principal: mapear o debate sobre esses assuntos, seguindo a divisão já adiantada entre os três momentos: 1989-94; 1995-98; e 1999-2002.

**Tab. 2: Investimento Estrangeiro em Carteira: 1989-2002 (US\$ milhões)**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Total	<b>-391</b>	<b>579</b>	<b>3.808</b>	<b>14.466</b>	<b>12.929</b>	<b>54.047</b>	<b>10.372</b>	<b>22.022</b>	<b>10.908</b>	<b>18.582</b>	<b>3.542</b>	<b>8.651</b>	<b>872</b>	<b>-4.797</b>
Investimentos em Ações	<b>-58</b>	<b>104</b>	<b>578</b>	<b>1.704</b>	<b>6.651</b>	<b>7.280</b>	<b>3.243</b>	<b>6.145</b>	<b>6.871</b>	<b>995</b>	<b>2.572</b>	<b>3.076</b>	<b>2.481</b>	<b>1.981</b>
Negociadas no país	-58	104	578	1.704	6.651	7.280	2.444	4.900	2.636	-2.785	1.490	-3.262	-545	-723
Receitas	149	171	778	3.863	15.352	25.142	22.774	22.776	31.298	21.989	12.580	10.425	7.015	7.103
Despesas	206	67	200	2.159	8.702	17.862	20.330	17.876	28.662	24.774	11.090	13.687	7.560	7.826
Negoc. no ext. (ADRs)	-	-	-	-	-	-	799	1.246	4.234	3.780	1.081	6.338	3.026	2.704
Receitas	-	-	-	-	-	-	1.843	2.973	7.719	5.797	2.953	7.921	3.478	2.952
Despesas	-	-	-	-	-	-	1.044	1.727	3.485	2.017	1.872	1.583	452	248
Títulos de renda fixa	<b>-334</b>	<b>475</b>	<b>3.230</b>	<b>12.762</b>	<b>6.279</b>	<b>46.767</b>	<b>7.129</b>	<b>15.876</b>	<b>4.037</b>	<b>17.587</b>	<b>971</b>	<b>5.575</b>	<b>-1.609</b>	<b>-6.778</b>
Negociados no país	-	-	-	-	-	-	-915	-65	-1.613	-2.932	-1.378	-199	-274	-223
Médio e longo prazos	-	-	-	-	-	-	-982	-111	-1.627	-3.017	-1.223	-258	-246	-218
Receitas	-	-	-	-	-	-	209	333	522	3.986	2.760	980	532	538
Despesas	-	-	-	-	-	-	1.191	444	2.149	7.004	3.983	1.238	778	756
Curto prazo	-	-	-	-	-	-	66	46	14	85	-155	59	-28	-5
Receitas	-	-	-	-	-	-	256	80	16	91	104	469	356	383
Despesas	-	-	-	-	-	-	190	34	3	6	259	410	384	388
Negociados no exterior	-334	475	3.230	12.762	6.279	46.767	8.045	15.941	5.650	20.520	2.349	5.774	-1.335	-6.556
Bonus	-334	-156	1.030	7.880	102	42.196	1.501	941	-2.588	-169	3.300	3.707	1.160	1.597
Desembolsos	0	22	1.105	8.080	501	42.676	2.130	1.512	4.995	2.698	7.708	12.222	9.699	4.101
Amortizações	334	178	75	200	399	480	629	571	7.584	2.867	4.408	8.515	8.539	2.504
Notes e comm. papers	-	631	2.200	4.882	6.201	4.576	6.456	14.930	8.439	20.629	-1.388	1.886	-3.118	-7.338
Desembolsos	-	631	2.303	5.117	7.702	7.279	9.104	17.744	15.632	24.940	11.976	6.496	7.350	2.093
Amortizações	-	0	103	235	1.501	2.704	2.648	2.815	7.193	4.311	13.364	4.610	10.468	9.432
Títulos de curto prazo	-	-	-	-	-24	-4	88	71	-200	60	437	181	623	-815
Desembolsos	-	-	-	-	7	75	167	111	1	240	794	304	1.066	1.182
Amortizações	-	-	-	-	31	79	80	40	201	180	357	123	442	1.996

Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais – Setor Externo ([www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)).

**Tab. 3: Brasil – indicadores selecionados: 1989-2002**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Crescimento</b> <sup>(a)</sup>	3,16	-4,35	1,03	-0,54	4,92	5,85	4,22
<b>Investimento</b> <sup>(b)</sup>	26,86	20,66	18,11	18,42	19,28	20,75	20,54
<b>Juros reais</b> <sup>(c)</sup>							39,09
<b>Inflação</b> <sup>(d)</sup>	1972,91	1620,97	472,70	1119,10	2477,15	916,46	22,41

**Tab. 3 (continuação)**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Crescimento</b> <sup>(a)</sup>	2,66	3,27	0,13	0,81	4,36	1,42	1,52
<b>Investimento</b> <sup>(b)</sup>	19,26	19,86	19,69	18,90	19,29	19,45	18,71
<b>Juros reais</b> <sup>(c)</sup>	20,51	21,72	25,34	19,18	11,08	9,72	4,17
<b>Inflação</b> <sup>(d)</sup>	9,56	5,22	1,65	8,94	5,97	7,67	12,53

Fonte: Elaboração do autor, a partir de informações do Banco Central, IPEA e IBGE.

- (a) Variação anual real do Produto Interno Bruto, em %.
- (b) Formação Bruta de Capital Fixo como percentual do PIB (em reais correntes).
- (c) Média dos valores mensais anualizados da Selic, descontada a variação acumulada do IPCA nos doze meses futuros. Para a metade final de 2002, utilizou-se a mediana das projeções do mercado para o IPCA a partir de julho de 2003, coletadas pelo Banco Central em meados de junho. Em %
- (d) Variação acumulada do IPCA nos 12 meses encerrados em dezembro de cada ano, em %.

## **Capítulo II: Da idade da dívida à idade do capital**

Um dos primeiros economistas brasileiros a tratar, na literatura selecionada, do processo de liberalização financeira então em curso (Pires de Souza, 1993, p. 7), enxergava uma “revolução” nas relações econômicas do Brasil com o exterior, que estaria “...em sintonia com as tendências internacionais mas à margem do debate nacional...”. Num primeiro momento (entre 1989 e 94), quando as principais alterações institucionais neste campo são efetivadas e o país passa rapidamente da escassez à abundância de financiamento externo, a ausência de discussão é ainda mais patente, principalmente em contraste com outros aspectos das reformas liberalizantes, como a abertura comercial ou o processo de privatizações. A busca das posições dos economistas brasileiros sobre o tema, principalmente neste início, exige então uma ampliação da temática em foco.

Com este espírito, o capítulo II se divide em quatro seções. A primeira aparece como uma espécie de prólogo, no qual são extraídos, da complexa questão da dívida externa e sua renegociação, alguns elementos importantes para o tema da abertura financeira. Em seguida, já inseridos em uma nova realidade do setor externo da economia brasileira, os posicionamentos quanto ao novo tipo de financiamento e suas conseqüências, bem como sobre as medidas de liberalização, são analisados. Um desses efeitos do novo quadro – relativo ao regime cambial e às possibilidades de utilizá-lo no combate à inflação – é destacado como objeto privilegiado do debate, e configura o tema da terceira seção. Conclusões preliminares encerram o capítulo.

Cabe ainda ressaltar que, na ampla bibliografia consultada, pouco foi encontrado como produção acadêmica prévia ao início do processo de liberalização – que, como visto no capítulo anterior, se inicia ainda no final do governo Sarney. Nesta época, como se verá a seguir, a discussão era outra.

### **2.1. Dívida, renegociação e financiamento externo**

Como centro do debate econômico na passagem da década de 80 para a de 90, a questão da renegociação da dívida externa surge como um ponto de partida, a partir do qual aparecem as primeiras faces do tema específico do trabalho. Obviamente não se pretende abordar aqui a problemática em toda a sua complexidade. O que interessa são os elementos que, naquela discussão, se ligam mais diretamente ao novo e abundante fluxo de financiamento externo que

se apresentou ao Brasil no início dos anos 90, bem como os eventuais apontamentos na direção ou não da abertura a eles.

Adiantando, tal ligação gira em torno de duas grandes questões: o posicionamento frente às relações com a chamada “comunidade financeira internacional” e frente às perspectivas de volta do crédito voluntário para a economia brasileira. São estas as primeiras disjuntivas que balizam a divisão das idéias presentes neste trabalho em duas grandes visões. Mas, para penetrar nos detalhes da discussão, o mais apropriado talvez seja iniciar pelos pontos de convergência.

Após a moratória brasileira de 1987<sup>33</sup> e o fracasso do “Plano Baker” – que pretendeu conciliar ajustamento externo e crescimento –, parecia bastante difundido um forte questionamento à transferência de recursos ao exterior para o pagamento dos serviços da dívida, na forma como vinha sendo feita. Além disso, o próprio enfoque das renegociações, chamado de *muddling through approach* (“empurrar o problema com a barriga”) convencia autores de diversas correntes de pensamento da sua exaustão e falência. As palavras de Cardoso & Dornbusch (1988, p. 212) ilustram a percepção generalizada:

“... o reescalonamento não altera o fato de que, nos últimos cinco anos, o processo foi altamente indesejável, sob qualquer perspectiva de longo prazo, muito embora tenha servido aos interesses de curto prazo dos credores”.

A partir de tal compreensão, surgem várias idéias para uma nova estratégia. A iniciativa do então ministro Bresser Pereira em 1987, que se auto-intitulava “a primeira proposta de uma solução global da dívida, aproveitando o desconto no mercado secundário, feita por uma autoridade de um país devedor ou credor”, englobava na realidade vários dos aspectos em discussão na esfera internacional: a transformação da dívida em novos títulos de longo prazo, com a captação do deságio existente no mercado secundário, a recompra pelo país devedor e as diferentes formas de conversão do estoque de dívida externa em investimento de risco.<sup>34</sup> Ressalte-se, sobre a proposta de Bresser Pereira, que ela continha um elemento adicional importante: a intenção de flexibilizar seletivamente a moratória com os credores privados de

<sup>33</sup> Não se pretende aqui rediscutir todas as etapas das negociações da dívida durante a “Nova República”, mas os pontos principais desta trajetória podem assim ser definidos: negociações convencionais sob a gestão Dornelles; tentativa de melhores condições negociadoras após o Plano Cruzado sob o ministro Funaro – postura que em meio às dificuldades do Plano e desentendimentos no interior da equipe evolui para a moratória unilateral dos serviços dos empréstimos de médio e longo prazos em fevereiro de 1987 –; tentativa de novos rumos na gestão Bresser Pereira (que suspende a moratória em novembro, mas não avança muito); e retomada dos acordos convencionais (que atendiam mais aos interesses dos credores do que à capacidade de pagamento) na gestão de Mailson da Nóbrega a partir de janeiro de 1988.

<sup>34</sup> Meyer & Marques (1989a) resenham as propostas de diferentes governos (Japão, França, etc.) e outros atores relevantes na discussão. A frase entre aspas está na nota de rodapé à página 241 de Bresser Pereira (1989b), onde a proposta é explicitada tal como apresentada no *US Congressional Summit on the Economic Agenda for the Nineties*, Viena, 04/09/1987. Ver também Bresser Pereira (1989a).

acordo com a adesão de cada um ao mecanismo de redução – o que aumentaria o controle do processo pelo país devedor.

Essas proposições – oriundas de quem sucedeu no governo a uma equipe econômica desgastada pela moratória de 1987 e foi sucedido por outra que retomou o padrão convencional de negociação – abrem espaço para a apresentação de um conjunto de idéias que atribuem à dívida grande parte do peso explicativo da crise brasileira dos anos 80. São trabalhos que, iniciando pelo próprio tema da moratória de 87, defendem o seu potencial renegociador (Batista Jr., 1988), negam as possibilidades de retaliação dos credores (Meyer & Batista Jr., 1990), criticam os termos em que ela foi abandonada na gestão Mailson da Nóbrega (Portella Filho, 1991), e chegam a uma linha comum de contestação do *status quo* das negociações a partir de atitudes próprias do devedor. Entende-se que, sem uma mudança nas condições e no jogo de poder, pouco se avançaria na superação dos problemas causados pela crise da dívida. Nas palavras de Batista Jr. (1988, p. 22):

“Se o objetivo for esse (transformar a dívida em títulos, com a apropriação parcial do deságio) é melhor não alimentar certo tipo de ilusão. (...) a solução do problema da dívida externa brasileira depende fundamentalmente da iniciativa do Brasil”.

Analisando as propostas de redução, Meyer & Batista Jr. (1990) enfatizam mais o caráter de “choque” da iniciativa necessária e defendem a “reestruturação unilateral da dívida” com os bancos credores como forma de alterar as posições de força na negociação e encaminhar uma solução duradoura. Um aspecto adicional do problema, a criação de uma nova institucionalidade multilateral destinada a financiar a recompra e a securitização, tendia a ser visto com bons olhos, mas sem muitas esperanças. Sampaio Jr. (1989), por exemplo, analisando detalhadamente os instrumentos e as implicações das propostas de redução em debate, entendia (p. 135) que os países devedores,

“...ainda que não devam subestimar a importância de participar ativamente da definição de um novo padrão de reciclagem da dívida (...) também não devem ignorar que, no curto prazo, a única alternativa que lhes resta é o apelo a atitudes unilaterais de defesa das reservas cambiais e dos interesses nacionais”.

Permeando as reflexões desses autores há também uma rejeição aos mecanismos de conversão de dívida em investimentos de risco (*debt-equity swap*), por conta dos impactos sobre o estoque de liquidez interna, da substituição de investimento direto estrangeiro e por futuros impactos no balanço de pagamentos, além de se revelarem inibidores das outras formas de securitização (Meyer & Marques, 1989b). Esta mesma questão já havia sido objeto das discussões de um grupo de economistas no âmbito do CEBRAP, com conclusões que não anteviam muitas possibilidades de retomada do financiamento externo (Baer, 1987).

Outros economistas têm uma agenda bastante distinta: a redução da dívida também é defendida, mas com outros pressupostos e proposições.<sup>35</sup>

Iniciando pelos que dão pouca importância ao tema, trabalhos como os de Pastore (1990) e Giambiagi & Ardee (1990), advogam muito mais atenção a elementos de desequilíbrio interno – principalmente um ajuste fiscal drástico e estrutural – do que aos mecanismos de redução da dívida, apesar de serem um passo importante. Barbosa & de la Cal (1992), tratando mais diretamente da questão, subordinam a redução ao direcionamento prioritário dos recursos da economia aos setores produtores de bens transacionáveis e, na proposta concreta para renegociação, enumeram medidas como a separação de atribuições entre o Banco Central e uma agência para cuidar da dívida, o fim dos incentivos fiscais e a liberação do câmbio.

Cardoso & Dornbusch (1989), por sua vez, além de também atribuírem grande parte da falência do *muddling through* aos erros internos de política econômica e à falta de vontade política do governo brasileiro, fazem a defesa de um programa de conversão da dívida em certificados cotados na moeda nacional, que seriam emprestados ao setor público ou usados para investimentos/aquisição de ativos produtivos. A defesa da conversão, e as primeiras idéias sobre os benefícios de um novo tipo de financiamento externo também já apareciam (p. 147):

“Os credores estão prontos para obter lucros de uma macroeconomia brasileira melhorada; e, portanto, se deveria fazer com que eles participassem do esforço de reconstrução.”

Outro elemento – talvez o principal – que liga esses e outros autores e que os distingue dos inicialmente apresentados é a recusa à busca de novas relações com a “comunidade financeira internacional”. Todos eles, a começar do “cenário irrealista de confronto e crescimento desejado” modelado por Giambiagi & Ardee (1990), entendem que o endurecimento nas negociações com os credores traria muito mais prejuízos do que benefícios. Através das retaliações dos bancos e países credores, ou pelos efeitos de longo prazo sobre a credibilidade e as possibilidades de novos empréstimos.<sup>36</sup>

---

<sup>35</sup> Há algumas poucas exceções, como por exemplo as palavras de Galvêas (1990, p.114) :“...temos realmente é que fazer a negociação convencional. É a que existe. É a que nós fizemos.”

<sup>36</sup> Ampliando as fronteiras do debate, podem ser encontradas posições sintonizadas com esse rumo geral, como as de Bracher (1990), que via com preocupação a ausência de uma solução concertada internacionalmente para o problema da dívida e a crescente simpatia na sociedade brasileira por uma solução unilateral. Tal visão, evidentemente, avaliava de forma negativa a experiência da moratória de 1987 e saudava a renegociação a qualquer custo seguida por Mailson da Nóbrega.

Mas a postura de conciliação e aceitação das regras do jogo não interessa aqui abstratamente, e sim em sua relação com as novas formas de financiamento. E é Reis Velloso (1990, p. 107) quem faz essa ligação de modo mais claro:

“O confronto aberto com o sistema financeiro internacional tem um preço, que não devemos e não precisamos pagar. Tal preço é tornar-se o Brasil um país marginal, não diante da comunidade bancária, mas diante da comunidade econômica mundial. E o preço dessa marginalização não é, como às vezes se diz, perder os fluxos voluntários de créditos financeiros, porque estes não voltarão tão cedo. Mas existem outros fluxos voluntários em que estamos grandemente interessados e que poderão ser afetados por tal marginalização: os fluxos de comércio, de tecnologia, de investimentos diretos, de capitais de portfólio, etc.”

A descrença na volta voluntária do crédito bancário privado era de fato bastante generalizada, após as idas e vindas infrutíferas das negociações convencionais. O que diferencia as visões aqui apresentadas, nesse aspecto, é que entre os defensores da postura de maior protagonismo e atitudes unilaterais, as referências às possibilidades de substituição desses créditos praticamente não existem na discussão sobre a dívida. Uma das poucas exceções é o texto de Baer (1987), que analisa a entrada de investidores estrangeiros nas bolsas de valores, bem como a transformação da dívida nos novos instrumentos financeiros. Ainda que de maneira preliminar, aquele trabalho alertava para a não equivalência entre o crédito bancário e os novos tipos de instrumentos financeiros, com um horizonte além do alívio momentâneo do balanço de pagamentos.<sup>37</sup>

Da parte dos defensores do enquadramento às regras vigentes, as referências são mais abundantes e, ainda que não tão explícitas como a passagem de Reis Velloso, atentam para a necessidade de um novo fluxo de financiamento para os países em desenvolvimento, mesmo sem identificar precisamente qual seria a sua origem.

Toda essa discussão tem uma espécie de ponto de chegada, ainda que a sucessão temporal de textos e eventos não seja perfeita, nas reações ao lançamento do “Plano Brady” em março de 1989. Essa iniciativa marcava a introdução, no rol das intenções do governo dos Estados Unidos, dos elementos mais presentes na discussão internacional: securitização, deságio, recompra e redução da dívida. Apesar de ter sido saudado por alguns como um reconhecimento americano da necessidade de revisão de suas posturas (Barbosa & de la Cal, 1992), e por outros como um reforço dos mecanismos do Plano Baker para manter o *status*

---

<sup>37</sup> “Em suma, a conversão (...) em novos instrumentos financeiros é, sem lugar a dúvida, diante das mudanças no mercado financeiro internacional, (...) a alternativa mais provável de financiamento externo. No entanto, não se deve subestimar o fato de que o mercado de títulos é ainda mais seletivo que o de crédito e os riscos de mudanças no cenário internacional não são minimizados. Ou seja, são soluções de mercado, cujo impacto não deve ser desprezado, mas que continuam a ser limitadas do ponto de vista do problema do estoque de dívida acumulado.” (Baer, 1987, p. 76)

*quo* (Sampaio Jr., 1989), o Plano Brady não parece ter sido objeto, de início, das mais importantes divergências.

Decorridas algumas experiências de renegociação sob os seus moldes, as análises passam a trazer mais luz às ligações entre a renegociação, a abertura financeira e os novos fluxos de financiamento externo. Bacha (1991), apesar de ainda apontar dificuldades de implementação da estratégia e de entender que para o tratamento de países como o Brasil o enfoque precisaria ser aprimorado, revela que os resultados do Plano haviam sido melhores do que os prognosticados quando do lançamento. E, principalmente, aponta o que teria se mostrado, mais do que os descontos obtidos, o grande atrativo do esquema (p.11-12):

“...Restoration of confidence is one of the main potential benefits of an agreement with the creditors. If founded on a solid domestic fiscal instance, a normalization of the relations with the banks should encourage private investors (including domestic investors managing their flight capital) and official creditors to finance the debtor countries' investment needs. An index of investors' confidence is the secondary market price of foreign debt: the higher it is, the more confident investors must be on a country's solvency. Judged by this yardstick, the Brady plan has been quite successful...”

Na defesa da redução da dívida comandada pelos credores em bases voluntárias, o foco se volta principalmente aos fluxos de capital privado que, guiados pelas avaliações de risco, se dirigiriam (ou retornariam) ao país. O eixo do debate brasileiro começava a ser deslocado.

No caminho, textos como o de Portella Filho (1994), que encaravam o Plano Brady de um ponto de vista bastante crítico, cada vez mais pareciam afastados desse eixo. A caracterização da iniciativa como uma estratégia americana para retomar o controle da redução das dívidas e a constatação de um abatimento nos serviços externos muito aquém do prometido, pareciam se transformar em questões menores diante da volta maciça dos fluxos privados e da suposta restauração da credibilidade externa. Sobre isto, aliás, o autor discorda da visão de Bacha, recusando a ligação causal entre o Plano Brady e a volta dos fluxos de capitais e fornecendo explicações de outra natureza. Por essa trilha, o debate vai se tornando mais específico, como será visto na seção seguinte.

## **2.2. O financiamento externo em novas bases**

Mesmo tendo passado ao largo de parte das discussões brasileiras do final dos anos 80, as alterações no mercado financeiro internacional, e também as primeiras e decisivas mudanças “estruturais” no marco regulatório brasileiro sobre o capital estrangeiro, já eram uma realidade concreta nos primeiros anos da década de 90. Com elas, o Brasil adentra, nos anos de 1991 e 92, em uma fase de abundância na disponibilidade de financiamento externo, como

visto no capítulo I. O tema passa então a ser tratado, pelos economistas brasileiros, sob outros ângulos, que orientam o mapeamento do debate: as características da nova inserção externa, as causas e conseqüências dos fluxos de capital privados, os seus impactos mais gerais (riscos e oportunidades, crescimento e desenvolvimento, condicionamento da política econômica), e os aspectos específicos (controles e fugas de recursos externos, dinamização do mercado de capitais, e possibilidades de colocação de títulos no mercado internacional).<sup>38</sup> A apresentação que se faz a seguir começa por um breve panorama das discussões sobre a nova inserção externa, passa pela descrição de alguns pontos importantes do debate internacional e chega no detalhamento inicial das duas grandes visões sobre a abertura financeira.

### 2.2.1. A reinserção externa da economia brasileira

Um primeiro plano do debate, bastante amplo, refere-se às características da inserção externa da economia brasileira na passagem para a década de 90 – momento que marcava uma mudança de rumo, depois do esgotamento do modelo anterior de desenvolvimento.<sup>39</sup>

Alguns círculos acadêmicos domésticos se mostravam bastante afinados com a tendência de reformas liberalizantes que, impulsionada pelo diagnóstico e recomendações do chamado “Consenso de Washington”, parecia se instalar no Brasil do governo Collor. Uma coletânea do Centro de Economia Mundial da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro (Bergsten *et al.*, 1991) pode ser tomada como um entre os vários exemplos do clima intelectual favorável à abertura. Em sua maioria tendo como foco a liberalização comercial – entendida como uma das principais vias de modernização e dinamização do país –, os textos desse volume abordam também outros aspectos. As opiniões de dois destacados economistas brasileiros são ilustrativas. Simonsen (1991, p. 45) entendia que

“...a atitude em relação a capitais estrangeiros deve ser a internacionalmente adotada na década de 1980, e não a da década de 1950, que ainda parece dominar o pensamento de boa parte de nossas elites políticas e culturais.”, sendo que a abertura da economia, “...para ser eficiente, tem que abranger simultaneamente o comércio e os movimentos de capitais”.

Já Langoni (1991, p. 145) insistia na mesma tese, e decretava o início de uma nova era:

“Para recuperar o atraso relativo acumulado especialmente nos últimos dez anos, a abertura brasileira não poderá ser apenas comercial. É essencial eliminar as barreiras também para o capital de risco externo (...) A desregulamentação dos mercados financeiros e de capitais e a minimização dos custos de transação com a transferência eletrônica de dinheiro em escala mundial, decretou o fim da geografia, forçando países como o Brasil a queimar etapas e pensar em formas ambiciosas de integração. (...) saímos da idade da dívida e caminhamos para a idade do capital”.

<sup>38</sup> Como já adiantado, a relação desse financiamento com a estabilização e o regime cambial será feita na seção seguinte.

<sup>39</sup> Este plano será objeto aqui de uma abordagem sabidamente resumida e focalizada, que tem como objetivo apenas situar as discussões específicas no cenário mais geral.

Diante da nova configuração do sistema financeiro internacional, e das mudanças regulatórias que já ocorriam no Brasil (na direção advogada por esses autores), a agenda de abertura às novas possibilidades de financiamento aos poucos se tornava hegemônica. O que acabava por garantir um pano de fundo bastante fértil para discussões mais aprofundadas sobre o aspecto financeiro das reformas estruturais.

Outros autores, que não comungavam do ideário dominante, não puderam ou não foram capazes de contrapor suas alternativas ao predomínio das idéias liberalizantes. Protegendo-se da onda reformista com a busca de uma estratégia “organizada-defensiva”, ou iniciando um caminho de ampla reflexão teórica e histórica para entender a “modernização conservadora” que conduzia a América Latina de volta ao liberalismo,<sup>40</sup> vivia-se um momento de reavaliações e de pouca clareza em termos de desdobramentos práticos. Outro exemplo, Gonçalves (1994) – que propunha uma postura distante do que seria um equivocado dilema entre “abrir ou não abrir” –, no que se refere aos aspectos financeiros, permanecia com o foco sobre as insuficiências da renegociação do estoque da dívida externa e a permanência da vulnerabilidade diante da oscilação dos juros internacionais.

Ou seja, a nova era pregada por Langoni ou não era vista com a mesma esperança, ou nem fazia parte da agenda de reflexões dos economistas discordantes da agenda que pautava a nova inserção externa. E portanto, apesar de alguns esforços mais amplos de sistematização – como o realizado, por exemplo, no âmbito do “Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira” (Coutinho & Ferraz, orgs., 1994) – faltava àqueles que se debruçavam sobre a abertura financeira e os fluxos de capital com uma perspectiva mais cética, um arcabouço teórico mais amplo e articulado, equivalente ao programa de liberalização.<sup>41</sup>

Surge assim uma primeira diferença de fundo, que ajuda a explicar em parte as características do debate mais específico. No entanto, antes de apresentar os detalhes das duas grandes visões, vale a pena voltar a atenção, ainda que rapidamente, a pontos importantes das discussões internacionais nesse momento inicial.

---

<sup>40</sup> Os exemplos são, respectivamente, Cano (1995, cap. 1) e Tavares & Fiori (1993).

<sup>41</sup> Presser (1999, p. 284-5), sugere que, a partir das conclusões do ECIB e das contribuições anteriores de Maria da Conceição Tavares sobre a “retomada da hegemonia americana” e a “modernização conservadora”, deveria ter sido introduzido o conceito de “fragilidade externa” nas análises da economia brasileira. Conceito que, entre outros aspectos, englobasse a hierarquia entre moedas que caracteriza a globalização financeira e a perda de autonomia política e vulnerabilidade dos países como o Brasil, dependentes de fluxos de capitais de curto prazo, *habitats* não-preferenciais destes mesmos fluxos e sujeitos a fugas repentinas gerando crise cambial. Parece tratar-se, no entanto, da consolidação posterior de idéias que, naquele momento inicial de abertura financeira, ainda estavam dispersas.

### 2.2.2. Alguns aspectos do debate internacional

A controvérsia antes apresentada sobre o Plano Brady, em que se contrapunham, por exemplo, as posições de Bacha (1991) e Portella Filho (1994) a respeito da volta dos fluxos de capital privado à América Latina, é um reflexo interno de uma discussão mais ampla. Simplificadamente, enquanto o primeiro vinculava aquele retorno a uma suposta recuperação da credibilidade junto aos investidores internacionais, decorrente dos acordos de renegociação da dívida, o segundo elencava outras explicações, notadamente a redução nas principais taxas de juros e o baixo dinamismo dos países centrais. São basicamente essas as grandes teses em disputa no plano internacional: a controvérsia girava em torno da predominância de fatores internos ou externos aos países receptores como determinantes da volta do financiamento voluntário no início dos anos 90.

De um lado, o mais aceito nos organismos financeiros internacionais, a ênfase explicativa é colocada nos movimentos internos de política econômica e reformas estruturais dos países receptores.<sup>42</sup> Autores como El-Erian (1992), Kuczynski (1993), Schadler *et al.* (1993), entre outros, comungam de um mesmo arcabouço explicativo mais amplo: a liberalização financeira nos países centrais havia ampliado a mobilidade internacional dos fluxos de capital, multiplicando as possibilidades de diversificação das aplicações e elevando a eficiência na alocação dos recursos financeiros. A participação dos países em desenvolvimento – particularmente os latino-americanos – neste processo teria sido motivada pela mudança no ambiente econômico em cada nação, conduzida por políticas fiscais e monetárias austeras, pelo processo de reformas liberalizantes na linha preconizada pelo “Consenso de Washington” e, numa espécie de “acerto de contas” com o passado recente da região, pela renegociação dos estoques de dívida externa nos moldes do Plano Brady. Trata-se, assim, de uma visão que parte da eficiência alocativa dos mercados financeiros em nível internacional para explicar a volta dos fluxos voluntários para a América Latina pela construção das condições adequadas de atração.

Porém, mesmo dentro do *mainstream* acadêmico-financeiro internacional há contestações dessa explicação, e os exemplos mais citados são os trabalhos de Calvo, Leiderman & Reinhart (1992 e 1993). Mais do que os movimentos de política econômica e de reformas, importantes na construção de um ambiente propício, esta linha busca os determinantes no comportamento das economias centrais. Assim, o baixo crescimento e principalmente as

---

<sup>42</sup> Estas breves referências ao debate internacional sobre os determinantes estão baseadas em Margarido (1997, 1.3) e Prates (1997, 1.1 e 1.2), o que não dispensou a consulta aos textos originais.

baixas taxas de juros nos principais países industrializados no início dos anos 90 teriam incentivado a busca por novas oportunidades de aplicação, que compensassem um risco maior com uma elevada rentabilidade.

Um comentário adicional sobre essa controvérsia se faz oportuno. Os autores que privilegiam a predominância de fatores internos tenderiam a crer na sustentabilidade dos fluxos, e portanto, a confiar naquele novo tipo de financiamento externo – ou, invertendo, a idéia é a de que eventuais reversões no fluxo de financiamento seriam motivadas por erros de condução macroeconômica internos aos países receptores. Na perspectiva oposta, a colocação do peso explicativo em fatores conjunturais das economias centrais tenderia a se desdobrar em uma postura mais cautelosa, que procurasse se precaver de reversões e não apostasse na absorção daquele tipo de recurso como eixo de uma estratégia de desenvolvimento.

Uma outra questão relevante na agenda internacional da liberalização financeira e seus efeitos, esta de interesse mais específico dos alinhados à agenda de abertura, é a da seqüência das reformas. Na codificação original do chamado “Consenso de Washington”, a liberalização da conta de capitais<sup>43</sup> aparece como uma das últimas etapas a serem implementadas, após terem sido garantidas a abertura comercial, a estabilidade monetária, o ajuste fiscal e, mais especificamente, o saneamento do sistema financeiro doméstico (Williamson, 1990).<sup>44</sup> Porém, como mostra Prates (1997, p. 16-25), apesar de predominante, esta não era a visão única. A temática da “seqüência ótima”, após as crises financeiras na América Latina no final dos anos 70, tornou-se uma das questões menos resolvidas do programa de liberalização contido no “Consenso de Washington”. Persistia o debate entre o gradualismo na abertura (defendido por autores como Edwards, 1987; e McKinnon, 1991; preocupados com a valorização cambial decorrente da entrada de capitais de curto prazo, com os efeitos sobre o sistema financeiro doméstico e com a credibilidade das políticas) e a liberalização simultânea, preconizada por exemplo por Mathienson & Rojas-Suarez (1992), com base na ineficácia crescente dos controles de capitais inviabilizando o gradualismo desejado, ou Lal (1990), que advogava a livre flutuação do câmbio e a plena conversibilidade como formas de evitar os problemas acima mencionados durante a fase de transição.

---

<sup>43</sup> Aqui, como em vários outros pontos do trabalho, o termo “conta de capitais” tem o significado antigo, equivalente ao que hoje se chama de “conta financeira”. Ver nota n. 28, cap. I.

<sup>44</sup> Num texto publicado no Brasil (Williamson, 1992, p. 46), o mesmo autor, tendo como referência a experiência de alguns países vizinhos no final dos anos 70, explicita as razões da “seqüência ótima”: “Existe hoje um consenso de que a conta de capitais é o último fator a ser liberado. O fato de não terem considerado esse conselho em uma época onde os fundos estavam prontamente disponíveis no mercado de capitais internacional levou a uma sobrevalorização das moedas, erosão da capacidade produtiva do setor de bens comerciáveis e um crescimento excessivo da dívida externa (grande parte para financiar a fuga de capitais).”

Por um outro lado, as referências internacionais para uma postura mais cautelosa na abertura financeira também existiam, ainda que menos consolidadas. De certa forma surpreendidos com o retorno dos fluxos voluntários de capital, que o desenrolar da crise da dívida não autorizava prever, autores trabalhando no âmbito de instituições como a CEPAL e a UNCTAD desenvolvem uma incipiente literatura sobre o tema.

Trabalhos como os de Akyüz (1992 e 1993), West (1991), Griffith-Jones *et al.* (1993), CEPAL (1992), Devlin *et al.* (1994), além do *UNCTAD Trade and Development Report* ainda de 1990, seguem esse caminho. Combinam a identificação de um novo horizonte de financiamento externo com o alerta para os riscos de uma liberalização precipitada e/ou exagerada, que resultasse em reversão abrupta dos fluxos. Mais ou menos enfatizadas segundo cada autor, marcam presença a necessidade de não se repetirem os excessos da rodada anterior de endividamento, de se atentar para o caráter potencialmente mais volátil dos novos instrumentos, aliado à imperfeição dos mercados financeiros internacionais, e para os riscos de sobrevalorização cambial embutidos no influxo. E, nesse arcabouço, surgia espaço para defesas esparsas do disciplinamento do movimento de capitais.

Mapeados minimamente, tanto o contexto intelectual mais amplo em que se dá o debate sobre a abertura financeira quanto algumas das suas principais tendências em nível internacional, pode-se passar à apresentação da discussão especificamente brasileira sobre o tema, seguindo a divisão esboçada nas seções anteriores.

### **2.2.3. A visão “liberal” e as promessas do novo financiamento externo**

Na análise que se fez sobre as posturas diante da dívida externa e da nova inserção internacional, já estava claro que uma parte dos economistas brasileiros exibia uma argumentação bastante afinada com o rumo das mudanças financeiras internacionais em curso no final da década de 80 e início da de 90. O texto de Bacha (1993) fornece uma espécie de roteiro para mapear as idéias, referentes à liberalização e aos fluxos de capital, coerentes com essa visão.

Iniciando pelo primeiro dos temas apontados no debate internacional – a questão dos determinantes da volta dos fluxos –, adiante-se que as fronteiras no caso brasileiro não se apresentam muito rígidas nessa questão. Esse mesmo autor, que em texto anterior (Bacha, 1991) havia insinuado a preponderância de um fator interno (negociação sob o Plano Brady) na volta dos fluxos privados, trata aqui dos grandes temas da abertura financeira sob uma

perspectiva mais próxima da predominância de fatores externos.<sup>45</sup> Mas isso não se desdobrava em maiores precauções: apesar de apontar a reversibilidade dos fluxos como fator importante, o norte do artigo é a identificação das possibilidades abertas pelos desenvolvimentos recentes no cenário financeiro internacional, sinalizando também a percepção da passagem “da idade da dívida à idade do capital”. (p. 1):

“As a result of these developments, the key external financing issues for an important group of Latin American countries now concern the management of the new spontaneous capital flows, rather than dealing with the existing debt.”

Por “manejo dos novos fluxos espontâneos”, entenda-se o amplo espaço aberto para intervenção estatal diante das características adversas das novas correntes, que eram majoritariamente de curto prazo: indesejável apreciação cambial, riscos de má alocação dos recursos na ausência de intermediação financeira adequada e de reversões gerando crises financeiras. Na resenha dos possíveis instrumentos de ação (controle por taxação das importações de capital, proteção comercial, rigidez fiscal, esterilização ou não da entrada de divisas e maior aperto nos requisitos de regulação bancária), o autor questiona a eficácia dos controles na entrada de capital, recusa os instrumentos de defesa comercial, mira-se no exemplo das bandas mexicanas para atenuar os efeitos monetários do influxo de capital e aposta na evolução gradual do sistema financeiro doméstico. A concepção, acima de tudo, era a de que (p. 9)

“...a country has to start somewhere in his entry process, and the short-term end of the market may be the only part available to it.”

Assim, a interferência na entrada de recursos de curto prazo deveria ser evitada ao máximo, tendo em vista a construção da confiança para a atração de fluxos de prazo mais longo.

Essas posturas não podem ser encaradas sem a consideração da especificidade do caso brasileiro no processo de abertura e atração dos fluxos. Sabe-se que aqui a liberalização financeira se deu no mínimo em paralelo com a comercial, e foi bastante anterior ao ajuste fiscal, à estabilização e à reforma financeira doméstica. Isto não só dificulta a defesa da predominância dos fatores internos determinando o movimento de entrada, como leva a uma atitude pragmática quanto ao andamento das reformas.

Sintonizado com a percepção de que o crucial naquele momento era construir as condições mais imediatas de atração do capital externo disponível (leia-se: elevado diferencial

---

<sup>45</sup> Utilizando-se do referencial maior de Calvo, Leiderman & Reinhart (1993), ele inclusive cita o exemplo brasileiro em que a volta precedeu os ajustes, e o chileno, onde estes foram muito anteriores à queda.

de rentabilidade e garantia de liberdade na entrada e saída), Bacha dá pouca ênfase aos aspectos de reforma e regulação do sistema financeiro interno, resolvendo sem maiores divagações a questão da seqüência ótima. Sobre o ajuste fiscal prévio (ou concomitante com a entrada), é reconhecida sua importância, mas ainda mais a falta de vontade política de se implementá-lo em conjunturas favoráveis como aquelas. Refere-se aqui o autor à questão da influência dos fluxos de capital sobre a política econômica, numa perspectiva bastante precisa: o problema não seria a limitação, mas a liberdade conferida pela abundância de capitais, levando ao adiamento dos ajustes necessários, que no entanto seriam mais problemáticos ainda no momento de reversão.

Dois outros economistas da mesma linha de pensamento também analisam os efeitos dos influxos de capital sobre a política econômica, centrados num aspecto específico: o controle da oferta de moeda num regime de substituição monetária por ativos indexados domésticos (Dias Carneiro & Garcia, 1993). Entre outras conclusões, entendem que os impactos sobre a reduzida base monetária brasileira dos influxos de recursos externos dificultariam em muito o controle das taxas de juros (e também da taxa de câmbio) pelo Banco Central, tornando ainda mais complexa a operacionalidade do regime no quadro de megainflação e “domestic currency substitution”. Porém, tais considerações não conduzem a nenhum tipo de sugestão sobre controlar ou disciplinar as entradas, concentrando as recomendações (voltadas ao combate à inflação) na necessidade de medidas fiscais e nas dificuldades de aplicação de uma estratégia similar à da Argentina.

Afinados com a percepção das novas possibilidades de financiamento externo, apesar de mais atentos aos riscos, Barros & Mendes (1994) enxergam a liberalização financeira como uma “aventura obrigada”, de caráter imperativo para os países em desenvolvimento endividados, mas cuja passagem abrupta “da hiperinflação à globalização” poderia ser fonte de novos problemas. São autores para quem, apesar da importância de serem criadas novas oportunidades de negócios para manter aqueles recursos, existiam (p. 198-9)

“... sinais claros de que países como o Brasil já se conectaram de forma inédita aos circuitos de financiamento internacional, os quais precisam voltar a ser seriamente considerados nas estratégias nacionais de financiamento do desenvolvimento.”

Ainda na questão das implicações gerais sobre a política econômica, outro economista (Pires de Souza, 1993) tem uma concepção clara: num mundo de grande mobilidade internacional dos capitais, medidas “politicamente incorretas” provocam fuga em direção à moeda estrangeira, possivelmente obrigando o governo a sancionar as expectativas do mercado. Essa seria a grande consequência sobre a política econômica, mais do que a

“liberdade” que preocupava Bacha. Em determinado momento deste texto, o tema é relacionado aos controles cambiais e o autor, pensando num regime de câmbio fixo, entende (p. 13) que a sua introdução

“...aumenta, para o bem e para o mal, a autonomia do governo para praticar política econômica – tanto a macroeconômica quanto a industrial.” Em seguida, porém, levanta as ressalvas: “...em primeiro lugar, em países com inflação alta e governos desacreditados, as restrições à conversibilidade reduzem a confiança na moeda e na política antiinflacionária; e, em segundo, com a globalização dos mercados financeiros, a proliferação de paraísos fiscais e o próprio aprendizado dos caminhos para a fuga de capitais ocorrido ao longo dos anos 80, as restrições cambiais vêm se tornando crescentemente ineficientes.”

Delineados os traços gerais da visão que ressaltava as virtudes e as potencialidades da abertura e dos novos fluxos de capital, cabe agora tratar de aspectos mais específicos dessa visão. Como está implícito na passagem citada acima, a questão dos controles/fuga de capitais é um desses aspectos.

No final da década de 80, este tema começa a aparecer, como uma novidade, nas discussões sobre o setor externo da economia brasileira. Inserida nessas idéias mais amplas, a forma de tratamento da questão é bastante uniforme: as fugas decorreriam da falta de confiança na economia brasileira – fruto não apenas da crise da dívida mas também das recorrentes mudanças nas regras e quebras de contrato<sup>46</sup> –, e os controles de capital teriam se revelado ineficientes para evitar a saída de divisas. Ou seja, não seria com intervenções que se estancaria aquele movimento de fuga, sendo preferível trabalhar na direção de uma maior liberdade de movimento para o capital e na construção das condições mais propícias para a sua atração.

Outro dos aspectos específicos é o interesse em desenvolver o mercado de capitais interno com o impulso dos investidores estrangeiros. Sustentando sua posição a favor do mínimo de intervenção ou regras de disciplinamento, Bacha (1993) entende que não há substituto para o investidor estrangeiro em ações – e este, para ser atraído, exigiria uma ampla liberdade de saída. Franco (1990), indo além do investimento de portfólio em bolsas de valores, sugere várias alterações na legislação de modo a ampliar e facilitar o investimento estrangeiro no Brasil. E Barros & Mendes (1994) chamam a atenção para o potencial de atração de recursos externos, dada a relação favorável entre os preços das ações e o valor patrimonial das empresas – podendo ser repetido no Brasil o fenômeno de valorização observado na Argentina e no México. Ressaltam (p. 183), no entanto, a volatilidade desses fluxos e a

---

<sup>46</sup> Simonsen (1991, p. 29-30), por exemplo, afirma categórico: “...a suspeita de que os direitos de propriedade não serão respeitados, de que atos jurídicos perfeitos serão violentados, ou de que o governo não honrará seus compromissos. (...) Não é preciso ser um Sherlock Holmes para descobrir que essa é a única razão pela qual os capitais estão fugindo do Brasil desde os primórdios da nova República. (...) Restaure-se a confiança, o respeito aos compromissos e direitos adquiridos, e acabará a fuga de capitais do Brasil”

submissão do país a “potenciais turbulências inerentes a todas as economias com mercados de valores globalizados”.<sup>47</sup>

Mas este último texto se dedica mais à outra forma importante de investimento estrangeiro de carteira: a emissão de papéis brasileiros no mercado internacional. Em meio a uma detalhada descrição da volta do Brasil no período 1991-93 ao mercado internacional de crédito – agora predominantemente securitizado –, é formulada uma questão que remete novamente à questão dos determinantes e, portanto, à sustentabilidade daqueles fluxos (p. 181):

“...caberia aqui a seguinte indagação: reduzidas as taxas de juros domésticas e majoradas as externas, estaria preservada a morfologia geral do padrão de financiamento externo, ainda que com magnitudes nos fluxos mais modestas, ou estaríamos simplesmente experimentando uma efêmera circunstância, após a qual o país enfrentaria um estrangulamento de suas fontes de financiamento externo?”<sup>48</sup>

A resposta é uma amostra do clima de esperanças e promessas que dominava aquele momento de alívio da restrição externa. Depois de constatarem grande seletividade do mercado internacional quanto à propriedade e o setor da empresa emissora, de observarem as condições adversas em termos de *spreads*, *yields* e prazos, e diante do perfil dos tomadores – baixa participação de investidores institucionais e indícios de repatriação de capitais como fonte principal da volta –; os autores apontam a abertura de melhores oportunidades de negócios e progressos no tocante à estabilização, como providências para melhorar esse perfil e garantir um fluxo mais estável de financiamento. No entanto, a conclusão refuta uma hipótese que as próprias evidências apresentadas poderiam sugerir (p. 199):

---

<sup>47</sup> Em debates menos rigorosos e mais diretamente envolvidos na questão, também são enfatizadas as amplas oportunidades abertas pelos mercados financeiros internacionalizados. Na coletânea coordenada por Reis Velloso (1991), fruto das discussões dedicadas ao tema no “Fórum Nacional” de 1988, há uma grande dose de otimismo: a internacionalização era um dos pontos pacíficos na lista de providências necessárias para dinamizar o mercado acionário. As possibilidades abertas pela integração dos mercados financeiros, o processo de diversificação das aplicações dos grandes investidores institucionais (principalmente americanos), os promissores lançamentos recentes de fundos específicos para investimento no país ou na região, a avaliação favorável que se fazia dos fundos de conversão de dívida externa, o potencial de atração de eventuais privatizações, os efeitos grandiosos que mesmo uma parcela ínfima dos recursos globalmente movimentados trariam para o insignificante mercado brasileiro, as promessas trazidas pelo lançamento de certificados de grandes empresas brasileiras nas bolsas estrangeiras e a expectativa da disseminação de técnicas e padrões superiores nos diversos aspectos dos mercados de capitais internacionais – todos estes elementos repetem-se, sem divergência, ao longo dos textos. Arnoldo Wald (1991, p. 123), presidente da CVM à época, resume: “Na realidade, devemos passar da ‘era da dívida’ para a participação acionária e, aos poucos, transferir para o mercado de capitais recursos externos e internos hoje investidos em papéis de renda fixa. (...) O investimento externo em ações brasileiras pode, pois, ser um dos meios de solução da dívida externa, além de constituir importante instrumento para novos investimentos no país”.

<sup>48</sup> É nítido que a indagação tem caráter mais amplo que o aspecto específico que os autores analisam para respondê-la. No entanto, as considerações deles sobre a outra grande forma de investimento de portfólio já foram apresentadas anteriormente, e a opinião explícita no texto é a de que a emissão de papéis é um tipo de financiamento menos volátil, e portanto o mais indicado para responder à indagação.

“Torna-se, portanto, redutora a tese que, aprioristicamente, interpreta o ingresso de capitais como um fenômeno que se dissipará tão logo as condições de juros internacionais se modifiquem ou quando as brechas para a arbitragem com títulos do Tesouro se reduzam.”

#### **2.2.4. O ceticismo e a visão “crítica”**

Da caracterização do grupo de autores que defendiam, na questão da dívida externa, a postura do endurecimento nas negociações, emerge um traço importante: a descrença na capacidade dos mecanismos puros de mercado garantirem o financiamento adequado do desenvolvimento em países periféricos como o Brasil. Assim, o que valia para a renegociação do passivo externo com um grupo limitado de grandes credores, deveria valer, até de forma mais enfática, para um tipo de passivo contraído a partir de financiamento mais seletivo e baseado na securitização. Esta é a linha que orienta análises e recomendações, relativas à liberalização e aos fluxos de capital, distintas das apresentadas acima. Linha que, inclusive, levou até a uma certa incompreensão ou subestimação dos efeitos do ingresso de capitais observado no início da década.

Começando novamente pelas referências ao debate internacional sobre os determinantes, há aqui uma certa dubiedade. Como escreve num momento de já adiantada presença dos novos fluxos de capital, Portella Filho (1994) é quem melhor faz a ligação entre a predominância de fatores explicativos externos e um risco maior de reversão brusca no financiamento. Um autor como Meyer (1992), entretanto, num momento em que ainda não estava clara aquela disponibilidade, sustenta seu ceticismo mais pelas peculiaridades dos casos até então exitosos na volta ao mercado internacional (México, Chile e Venezuela). Entendia ele que o Brasil não cumpriria os requisitos para participar daquela nova fase de disponibilidade, aproximando-se portanto do privilegiamento de fatores internos. Mas num outro trabalho, publicado no ano seguinte (Meyer, 1993a), a perspectiva já era distinta (p. 41):

“Estes fatores específicos não são, no entanto, suficientes para explicar o impulso que a entrada de capitais alcançou em uma região já altamente endividada depois de um período de agudas dificuldades financeiras externas; e de forma alguma são suficientes para explicar o caso do Brasil – um país em moratória parcial sobre suas obrigações externas e sem indícios de avanços na estabilização econômica.”

Trajetória semelhante percorre Baer (1992), que após fazer um mapeamento das alterações no mercado financeiro internacional e dos casos de sucesso mexicano, chileno e venezuelano, chega a conclusões que colocam a nova ordem muito mais como um desafio do que como um novo horizonte de possibilidades para a endividada economia brasileira. Considerando que as duas restrições cruciais para a retomada do desenvolvimento – a cambial

e a fiscal – não seriam resolvidas naquele ambiente financeiro muito mais seletivo, a autora conclui (p. 186):

“...fica evidente que agentes econômicos altamente qualificados podem ter capacidade de atrair novos fluxos financeiros para a região e que aspectos conjunturais internacionais também podem favorecer transitoriamente a entrada de capitais. No entanto, até o momento não se vislumbram aspectos permanentes de superação do problema da restrição financeira externa que, sem lugar à dúvida, é uma das condições indispensáveis para a retomada do desenvolvimento.”

Às vésperas da crise mexicana, ela já se revelava preocupada com as novas questões (Baer, 1995). A descrença na disseminação do crédito externo pela economia dá lugar a maiores preocupações com a reversibilidade dos fluxos. Agora era a abundância (duradoura ou não), e não mais a escassez de recursos externos, que dominava a discussão destes autores.

Independente de uma certa subestimação inicial das dimensões que o movimento poderia tomar, o que importa é notar que a concepção sobre a natureza daqueles fluxos era muito distinta da que informava as prescrições de abertura acelerada. Ou seja, os aparentes erros de avaliação inicial se confundem com uma maneira distinta de encarar aquilo que para outros economistas seria uma nova era. O Brasil continuava sendo um país periférico, e isso não seria alterado por uma onda de maior propensão ao risco de um mercado de crédito pulverizado e volátil. Nesse sentido, a ausência de créditos oficiais e, conseqüentemente (dado que o crédito privado era dirigido a grandes tomadores privados), a falta de financiamento para o setor público era motivo de preocupação e indicava as limitações daquele movimento em seu potencial de solução da crise brasileira (Baer, 1992 e 1995; Meyer, 1992 e 1993a e b; Portella Filho, 1994).

Se não era mais verdade que somente uma solução definitiva, conquistada por atitudes unilaterais, do problema da dívida externa livraria o país da crise cambial permanente, uma das principais manifestações da “década perdida” ainda se fazia muito presente: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro. Se uma das restrições – a cambial – parecia superada, a outra – fiscal – estava longe de uma solução, e portanto os problemas de financiamento não haviam sido e nem seriam resolvidos com as novas oportunidades abertas pelo sistema financeiro internacional.<sup>49</sup>

Outra fonte comum de preocupações eram os efeitos macroeconômicos e sobre os instrumentos de política da entrada excessiva de capitais externos. E nesse ponto o contraste com os argumentos de Bacha (1993) é bastante nítido. Baer (1995) chama a atenção para os

---

<sup>49</sup> Ressalte-se que para essa visão há uma clara precedência das dificuldades cambiais em relação às demais dimensões (fiscal, monetária) da crise dos anos 80. Portanto, mesmo o alívio na situação do balanço de pagamentos deveria ser visto com a perspectiva crítica de quem vislumbra uma solução global dos problemas econômicos, de olho na retomada de um “rumo perdido”. Uma das referências gerais a respeito é Baer (1993).

efeitos da reversibilidade dos fluxos sobre as perspectivas de crescimento, alertando para o possível direcionamento de recursos de portfólio para gastos com consumo. Além disso, Meyer (1993a) aponta uma indesejada valorização cambial como consequência da acumulação de reservas além de um certo limite. E, contrastando a necessidade de aplicação produtiva daqueles capitais com a inexistência de qualquer ciclo de investimentos na economia brasileira, o autor chega ao seu veredicto (p. 53), fazendo referência a medidas adotadas pelo Chile:<sup>50</sup>

“A possibilidade de absorção de recursos externos tem se revelado, assim, muito aquém da entrada líquida de capitais externos. Nestas circunstâncias, caso não se queira sacrificar objetivos de política econômica, não há outra alternativa senão restringir o ingresso de recursos externos.”

O “Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira” (Coutinho & Ferraz, orgs., 1994), bem como algumas das notas técnicas que o embasaram, fornecem uma visão semelhante – já adaptada à nova realidade do setor externo e dentro de uma concepção mais ampla e articulada das medidas necessárias para a retomada do desenvolvimento. Em linhas gerais, entendem seus autores que a mudança de direção nos fluxos de capital, apesar de relacionada às oscilações conjunturais das economias centrais, era uma mudança permanente (Presser, 1993, p. 44). A globalização financeira era vista como um movimento diante do qual o isolamento se tornaria praticamente impossível e que sinalizava com novos horizontes de financiamento de grandes projetos indutores do desenvolvimento, mas que exigiria grande cautela por parte de países como o Brasil. A própria idéia-chave de “finanças industrializantes”, um dos eixos do estudo, aparentemente não passa pela consideração das inovações financeiras em nível internacional nem pelo seu potencial dinamizador dos mercados de crédito e capitais no Brasil.

---

<sup>50</sup> O caso chileno, aqui citado pela primeira vez, constituiu uma referência para os autores desta visão “crítica”, e exige um mínimo de detalhamento. O governo daquele país, diante das lições do período anterior de influxo excessivo de divisas e de suas consequências desastrosas, agiu em várias frentes para evitar a repetição dos erros: a regulamentação preventiva dos mercados financeiros; a esterilização das entradas de moeda estrangeira; uma flutuação cambial suja ao redor de um valor referenciado a uma cesta de moedas ponderadas por sua participação no comércio exterior chileno; e principalmente os impostos e exigências de reservas para a entrada de capitais. Além da flexibilização das saídas de capital a partir de 1991. As reservas compulsórias não remuneradas – que constituem a grande especificidade chilena – foram instituídas em junho de 1991 com alíquota de 20%. Tanto as alíquotas quanto os prazos de retenção foram objetos de manipulações – semelhantes ao que se chamou de “gestão conjuntural dos fluxos” no capítulo I – de acordo com a maior ou menor disponibilidade de recursos externos. O auge das tentativas de limitação da entrada de capitais de curto prazo se deu em 1995 e 96. A partir de 1997 e 98, inicia-se (por conta das dificuldades decorrentes das crises em países “emergentes”) um processo de flexibilização das exigências, que são totalmente extintas em meados de 2001. A análise de Ffrench-Davis, Agosin & Uthoff (1997) atribui a esses mecanismos uma maior estabilidade econômica e menores efeitos negativos do influxo excessivo de capitais, em comparação implícita com os demais latino-americanos e explícita com o período 1978-81 no próprio Chile. A descrição mais detalhada dos instrumentos de Baldini Jr. (2001) é menos entusiasta e questiona a ligação da performance macroeconômica superior com a existência das reservas compulsórias.

E, enfatizando sempre os riscos de reversibilidade que poderiam até reeditar a crise do endividamento, o ECIB contrapõe-se à linha da “única porta de entrada disponível”, entendendo (p. 77) que para aproveitar o novo potencial de captação de recursos no mercado internacional,

“...o país deve manter os controles sobre os fluxos cambiais, com o objetivo de captar poupanças estáveis de médio e longo prazos, compatíveis com condições equilibradas de serviço (i. e. de remuneração e retorno desses capitais). De outro lado, a convivência com a globalização financeira deve evitar a entrada não-regulada de capitais de curto prazo, eminentemente especulativos, cuja volatilidade pode comprometer no futuro a solidez do nosso balanço de pagamentos.”<sup>51</sup>

Ancorados nessa visão geral situam-se os argumentos relativos aos aspectos específicos da abertura financeira, em contraste com as idéias vistas inicialmente.

Meyer & Marques (1990), em trabalho dedicado ao tema da fuga de capitais, enfatizam mais as dificuldades de mensuração do movimento do que a certeza de suas causas. O primeiro autor, em outro trabalho (Meyer, 1992) anota explicitamente que o estoque de capital fugido, uma possível fonte de recursos “externos”, dificilmente seria repatriado antes de atingida a estabilização e provavelmente não se anteciparia ao retorno dos fluxos realmente estrangeiros. Baer (1992), depois de apontar os desajustes macroeconômicos causados pela crise da dívida e a falta de perspectivas de crescimento como causas da fuga, vai além e coloca nas novas características do capital financeiro internacional uma possível acentuação daquele movimento. A maior diversidade de taxas de juros internacionais – ou seja, a facilidade de encontrar refúgio atraente em mercados externos – e a elevada liquidez dos instrumentos financeiros facilitava a saída dos capitais. Assim, além de ser insuficiente restaurar a credibilidade, as mudanças em curso na legislação ampliariam as possibilidades de saída em massa de capitais do país.

Com relação aos investimentos estrangeiros nas bolsas de valores, a postura era distante da louvação à ampla liberdade de movimento. O texto de Meyer (1992), quando analisa o caso chileno (no qual a importância dos investimentos em ações foi maior do que a do lançamento de títulos), chama a atenção de forma oposta para os mesmos elementos levantados pelos que previam a “modernização do mercado de capitais”.<sup>52</sup> Os fundos regionais de investimento eram objeto de grande cautela, já que estariam muitas vezes ligados à conversão da dívida externa, quando não estivessem também atraídos pelos processos de privatização – caso em que além de não serem recursos novos, nem investimentos novos

---

<sup>51</sup> Grande parte da análise do ECIB sobre os fluxos de capital no início dos anos 90 e suas conseqüências se refere ao tema do regime cambial e às alternativas de estabilização, como será visto na seção 1.3.

<sup>52</sup> Ver nota n. 47, acima.

seriam, além de possivelmente representarem bolhas facilmente reversíveis. Sobre a emissão de ADRs para captação direta nas bolsas americanas, é ressaltada a grande seletividade daqueles mercados. Na realidade, a perspectiva aqui, distante da visão compartimentalizada dos autores reunidos por Reis Velloso (1991), é a da busca por novos canais de financiamento externo sustentável, mais do que o desenvolvimento do mercado de capitais em si. Mercado que, diga-se de passagem, na proposta já citada de “finanças industrializantes” do ECIB, ocupava papel secundário diante da integração banco-indústria.

Por fim, no que se refere às emissões no mercado de crédito internacional, um aspecto praticamente ausente das análises mais otimistas sobre a liberalização, mas de razoável importância no que se refere à volatilidade deste canal, é a questão das cláusulas de *put* e *call option*, que permitem a liquidação antecipada da obrigação, por iniciativa do devedor ou do credor. Este é um dos pontos levantados por Meyer (1992) quando relativiza o sucesso mexicano na emissão de bônus, ao lado dos prazos reduzidos, dos custos altíssimos e das garantias exigidas como colaterais (receitas futuras de exportação, por exemplo). Raciocínio semelhante, já com um leque maior de exemplos regionais a ilustrá-lo, faz Portella Filho (1994) ao questionar as vantagens e as promessas do financiamento securitizado para a América Latina pós-Plano Brady. O que acaba questionando também o status conferido por Barros & Mendes (1994) ao lançamento de títulos como forma de financiamento estável e de prazo mais longo.

Delineados esses dois grandes campos, a comparação de posturas se completa na próxima seção, tendo como tema uma das principais conseqüências da nova configuração do setor externo. Recorrendo novamente a Pires de Souza (1993, p. 38), a questão era a seguinte:

“A abundância de recursos cambiais sugere que o país terá que adotar uma decisão de grande importância para o futuro, dado que dificilmente o balanço de pagamentos continuará gerando, por muito tempo, saldos elevadíssimos na conta de capitais em conjunto com superávits nas transações correntes. Ou bem se vai limitar o ingresso de capitais ou então deixar abrir um déficit em transações correntes a ser financiado com parte (pelo menos) dos aportes de capitais. Na raiz dessa decisão encontram-se duas opções com as quais se defronta hoje a nação: o formato do programa de estabilização e a estratégia de crescimento de longo prazo da economia.”

### **2.3. Câmbio, estabilização e apoio financeiro externo**

As relações entre a taxa de câmbio, o regime cambial e a abertura financeira, num contexto de forte entrada de fluxos de capitais, foi um dos temas em que a abordagem de diferentes autores mais se aproximou. Praticamente todo o espectro do debate nacional – espelhando nesse ponto uma característica das discussões internacionais – alertava inicialmente para o

risco de uma sobrevalorização cambial indesejada decorrente do influxo repentino de divisas. Obviamente sustentam essa preocupação, com maior ou menor ênfase, as considerações sobre a necessidade de se preservar a competitividade das exportações brasileiras e o próprio equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos.

Mas como a passagem acima citada de Pires de Souza mostra bem, outros aspectos vão se inserindo na discussão conforme se consolida o acesso ao novo financiamento internacional. A análise que se faz aqui se inicia pelas considerações mais gerais sobre o regime cambial naquele contexto e chega nas propostas concretas que, de alguma forma, procuram envolver a taxa de câmbio na estabilização dos preços internos.

Como já foi apontado, o texto de Bacha (1993), diante dos dilemas da valorização indesejada que poderiam acompanhar a liberalização financeira, cita o regime de bandas cambiais mexicano como forma de administrar a oscilação nas cotações. Outros autores (Barbosa & de la Cal, 1992, p. 42) inserem a idéia da liberação da flutuação cambial ainda no contexto da renegociação da dívida externa:

“A proposta da taxa de câmbio livre significa dizer que nos próximos anos haverá equilíbrio automático no balanço de pagamentos, cujos déficits não será preciso financiar. Os banqueiros internacionais estarão assegurados de que esta renegociação não fará com que o Brasil volte novamente a bater nas suas portas atrás de recursos para fechar déficits no balanço de pagamentos. Adicionalmente, com esse sistema cambial, o Banco Central do Brasil terá sob seu comando a política monetária e poderá controlar efetivamente, no longo prazo, a taxa de inflação”.

Menos confiante nos automatismos prometidos pela flutuação e diante das experimentações com o sistema durante o governo Collor, Zini Jr. (1993, p. 39-41) entende que o melhor caminho seria prosseguir na “transição cautelosa” rumo a uma maior liberdade cambial, procurando evitar um desalinhamento da taxa real que afetasse a competitividade externa do país. Mas o tamanho relativo do Banco Central no mercado de divisas, direcionando a cotação com suas intervenções, aproximava muito aquela flutuação de um regime de indexação. O imperativo da competitividade dificultava, assim, a utilização da taxa de câmbio no combate à inflação.

Pires de Souza (1993, p. 34), por sua vez, defende a manutenção das intervenções oficiais com o objetivo de manter estável a taxa real de câmbio, para que seu uso como indexador único e geral da economia pudesse progredir. Está este autor, explicitamente, defendendo um maior atrelamento dos preços internos ao dólar, tendo em vista uma possível estratégia de combate à inflação.

Esta estratégia – que por alguns autores é chamada de “dolarização”<sup>53</sup> – era objeto de destaque crescente na discussão macroeconômica daquele momento no Brasil. Resenhando a obra “Dolarização”, de Pierre Salama, Barros (1990) parecia colocar algumas questões-chave para a discussão deste trabalho. Relacionando a liberalização cambial e a dolarização na América Latina ao múltiplo processo de crise dos anos 80, ele se pergunta (p. 156):

“...em que medida economias como a brasileira e a argentina, em processos de profunda instabilidade financeira, devem sucumbir aos argumentos neoliberais e abrir mão, no atual estágio de desenvolvimento em que se encontram, do poderoso instrumento de política econômica que é a política cambial? Além disso, se em tese a liberalização cambial facilita a captação de recursos externos, ela não chega propriamente a promovê-la, ainda mais em se tratando de economias desorganizadas e estagnadas. (...) se esta abertura não se der estrategicamente, pode-se colocar a perder, em nome da racionalidade fria dos mecanismos do câmbio livre, (...) parte do que foi construído, ainda que em ‘marcha forçada’.”

Vários aspectos da conjuntura favoreciam o debate. Em primeiro lugar, no terreno das estratégias de estabilização, o esgotamento prático e político dos choques heterodoxos, ao lado da ineficiência reiterada do gradualismo ortodoxo, se deparavam com a experiência argentina do *currency board*, imposto pelo Plano Cavallo, então nos seus anos iniciais de sucesso. Por outro lado, é inegável que o novo contexto financeiro internacional – e as promessas para países em desenvolvimento como o Brasil – traziam à tona possibilidades que as dificuldades cambiais dos anos 80 haviam excluído. Como afirma Presser (1993, p. 43), a grande novidade seria

“... a preocupação com o papel dual do regime cambial: além da competitividade internacional, necessária para manter um balanço de pagamentos sustentável, surge a ênfase no papel da taxa de câmbio como âncora para os preços domésticos nos países, como o Brasil, que enfrentam elevada instabilidade macroeconômica. (...) há um relativo predomínio recente da estabilização como o objetivo principal da política cambial, dentro do novo ambiente financeiro criado na AL com os processos de liberalização comercial e financeira, renegociações das dívidas externas no contexto do Plano Brady e renovado acesso aos mercados financeiros internacionais. Vale dizer, as mudanças nos fluxos de capital, embora sejam majoritariamente capitais de curto prazo, têm predominado como o fator causal principal na escolha dos regimes cambiais em diversos países da América Latina.”

Esse predomínio, entre os autores brasileiros reunidos em torno da visão “liberal” sobre a abertura financeira, apresenta certas particularidades importantes, pelo menos nos momentos iniciais da década. Franco (1995)<sup>54</sup>, por exemplo, analisando o “poder da âncora cambial”, chama a atenção para os riscos representados pelo resíduo inflacionário e pela conseqüente valorização do câmbio em uma economia grande e fechada, cujo principal indexador não seja a moeda americana. Em relação ao “abrasileiramento” do Plano Cavallo, suas preocupações giram em torno do volume de reservas internacionais (em suas dimensões relativas ao

<sup>53</sup> Não se pretende entrar na discussão sobre os diferentes significados para este termo. Tomemos aqui a estratégia num sentido amplo, o da ampliação da indexação cambial dos preços internos e do posterior uso da fixação/apreciação da taxa de câmbio para o combate à inflação. Isso independente da aceitação ou não da moeda americana em transações internas.

<sup>54</sup> Trata-se de um dos capítulos de seu livro de ensaios sobre o Plano Real, escrito em 1993 e publicado anteriormente na *Revista de Economia Política* vol. 13, n. 2, abril-junho de 1993.

tamanho da economia e ao montante de ativos financeiros líquidos) necessário para manter o atrelamento cambial, concluindo pelas enormes dificuldades de se sustentar um programa como aquele no Brasil sem o acesso renovado ao financiamento internacional (p. 91):

“De um modo ou de outro, é essencial que se note que, sem equilíbrio externo é temerário pensar em qualquer forma de dolarização, ou conversibilidade, mesmo de forma parcial”.

Numa resenha que fazem da literatura sobre os programas de estabilização em países em desenvolvimento, Bacha & Dias Carneiro (1992) parecem se aproximar da trajetória apontada acima na citação de Presser. Apesar de dividirem espaço com outros “novos elementos”, e apesar dos autores se declararem contrários a qualquer controle que implicasse distorções no livre funcionamento dos preços, as âncoras nominais são apontadas como um caminho promissor para uma desinflação rápida, tendo em vista sucessos recentes como o mexicano. Fixar a taxa nominal de câmbio seria uma opção atrativa, dado que estabeleceria um referencial imediato para a coordenação de expectativas e a fixação de preços. E a vinculação das possibilidades da estratégia com o apoio financeiro externo também é explícita (p. 19):

“Although some previous overvaluation (...) is obviously helpful at the onset of the stabilization attempt, there seems to be no substitute for strong external support from either bilateral or multilateral lending agencies. When local money cannot credibly be anchored in firm precommitments of local policy makers to disinflation at all costs, the best confidence building alternative to ensure the inward mobility of flight capital may come from the existence of stand-by external finance.”

Mas o passo maior na direção de adaptar as propostas de estabilização ao novo cenário externo foi dado por Lara Resende (1992). Preocupado com a ineficácia do gradualismo ortodoxo em derrubar a inflação – que inclusive ameaçava o andamento das reformas liberalizantes –, advoga uma solução nova e drástica, impossível de ser compreendida sem a ligação com os processos gerais aqui analisados. Depois de descartar a substituição da moeda nacional pelo dólar em razão das dificuldades políticas e perda de *seignorage* e de considerar insuficiente (em termos de recuperação da credibilidade da moeda nacional) a mera fixação da taxa de câmbio, o autor propõe o que seria “um aprimoramento do programa argentino”, que evitasse os dois grandes problemas identificados naquela experiência: a velocidade do ajuste fiscal e a capacidade de sustentar a conversibilidade diante da sobrevalorização induzida pelo resíduo inflacionário. Propõe então o “Conselho da Moeda” – um órgão independente a emitir uma nova moeda, totalmente lastreada em dólares, que circulasse em paralelo com o cruzeiro –, que seria uma forma de restringir o raio de manobra das autoridades monetárias, elevando drasticamente a credibilidade do compromisso com a ortodoxia e com as reformas.

Os aspectos estritamente monetários que a ousada proposta envolve (a circulação simultânea de duas moedas, o risco de hiperinflação na moeda velha, etc.)<sup>55</sup> e a questão do ajuste fiscal automaticamente imposto pelo esquema são menos relevantes aqui. Interessa apontar que a taxa de câmbio entre as duas moedas nacionais seria livre, para evitar a sobrevalorização inicial, até que se ajustasse estritamente a emissão à demanda; e quando o ajuste fiscal se consolidasse como permanente, poderia então ser fixada a paridade. Entendia o formulador que, pelo caráter independente do novo órgão, não seria crítica a questão do volume de reservas internacionais à disposição do Banco Central. Os dólares que circulassem internamente tenderiam a fluir para o Conselho em troca da nova moeda conversível, e o raciocínio que embasa o funcionamento do esquema revela todo o seu caráter (p. 119):

“Se os juros internos na moeda conversível fossem muito superiores aos juros externos em dólares, haveria um influxo de dólares para o Conselho e um conseqüente aumento do volume de moeda conversível em circulação. A expansão da oferta de moeda conversível reduziria os juros até que cessasse o influxo de recursos. Estaria estabilizada a oferta de moeda conversível segundo o clássico mecanismo de arbitragem da conta de capital, num regime de padrão ouro.”

É esse o ponto que importa destacar: a crença na movimentação internacional de capitais estimulada pelos diferenciais de rendimento que, numa clara idealização do funcionamento do padrão ouro, gerasse automatismos no ajuste do balanço de pagamentos. Vincular a essa concepção não apenas uma estratégia temporária de administração da taxa de câmbio, como seria o caso de uma ancoragem tradicional, mas um novo arcabouço institucional rígido para a emissão de moeda, era um sinal não apenas da gravidade do quadro inflacionário e da busca por saídas drásticas. Era também um exemplo extremado de como as esperanças trazidas pela “idade do capital” haviam tido influência sobre o raciocínio de alguns economistas brasileiros.

Mudando o foco, agora, para os autores contrários à estratégia mais ampla e à proposta do Conselho da Moeda, o que se sobressai é uma visão bastante distinta sobre o funcionamento do sistema financeiro internacional e suas implicações sobre o câmbio. Belluzzo & Almeida (1991), por exemplo, ao rejeitarem a dolarização como mecanismo de disciplina monetária, além de adiantarem algumas das suas conseqüências (contração do estoque de ativos líquidos na economia, determinação da liquidez e do crédito interno pela variação das reservas

---

<sup>55</sup> Elementos constitutivos da evolução da interpretação “inercialista” da inflação brasileira, cujos fundamentos haviam sido lançados na “proposta Larida” em meados dos anos 80. As origens da idéia da circulação paralela de duas moedas com o objetivo de, sem o uso do “choque heterodoxo” do congelamento de preços, derrotar a inércia inflacionária, se relacionavam mais ao contexto daquela década. Mas o que interessa aqui, e possivelmente explica a sua não utilização nos planos de estabilização da segunda metade dos anos 80, é a dependência de um contexto de financiamento externo favorável, a dar suporte (lastro) à nova moeda. Essa dimensão, muitas vezes implícita nos textos iniciais, aparece de modo muito claro na proposta do Conselho da Moeda – que surge, não por acaso, num momento de abundância da entrada de divisas no início dos anos 90.

cambiais, com perda de autonomia na utilização das taxas de juros), fornecem (p. 57) um contraponto ao automatismo que fundamenta o raciocínio de Lara Resende:

“Tal mecanismo de ajustamento supõe que exista uma alta elasticidade de substituição entre ativos financeiros domésticos e ativos líquidos emitidos por entidades de outros países. É duvidoso que essa condição possa ser observada em países submetidos a um severo racionamento de crédito externo, em razão da crise da dívida.”

Independente da crise da dívida ter sido ou não superada pelos novos fluxos de capital, essa dúvida permanece válida. Ferrari Filho (1991, p. 64), na mesma direção, acrescenta que

“...a dolarização impõe dificuldades para qualquer projeto autônomo de longo prazo da economia brasileira, na medida em que submete a mesma à dinâmica cíclica da economia mundial.”

Batista Jr. (1993) adiciona novos elementos para rejeitar propostas daquele tipo. Entre eles, a difícil reversão de processos de dolarização, que historicamente só ocorreu de forma forçada e traumática, mostrando que a queda da inflação não implica por si só o retorno ao uso da moeda nacional; o ciclo expansão-recessão-crise no balanço de pagamentos formulado por Kiguel & Liviatan (1992), que acompanha as ancoragens com valorização do câmbio real; e as dificuldades particulares do caso brasileiro (menor indexação de preços ao dólar, provável resposta mais rápida das exportações à valorização e pequena dimensão das reservas internacionais em comparação com os ativos financeiros líquidos). E, sobre as variantes da idéia, entende que as peculiaridades do Conselho da Moeda não o descaracterizam como um esquema análogo ao padrão ouro, que implica perder a soberania monetária, e assim (p. 17):

“...sujeitar-se à interferência estrangeira e tornar-se ainda mais vulnerável à flutuação de variáveis exógenas, como as taxas de juros externas, as condições de liquidez nos mercados internacionais e a incerta disponibilidade de apoio financeiro do exterior.”

Mas quando transitam da crítica à formulação de propostas para a estabilização, a quantidade de certezas, e mesmo de propostas, se reduz bastante neste lado do debate. Alguns sustentam a mesma descrença já vista, que seria desmentida (ao menos inicialmente) pelo Plano Real. Meyer (1993b, p. 143) por exemplo, afirmava:

“...vale lembrar que os movimentos de capitais privados, nos termos e condições observados neste início dos anos 90, não constituem base adequada para o financiamento de programas de estabilização. (...) A volta sustentável de recursos privados, com termos e condições mais aceitáveis, inclusive para financiar o setor público, requer resultados positivos prévios da política de estabilização.”

Outros, como Mantega (1994), não iam além de declarações genéricas de princípios e iniciativas pouco factíveis de negociações sociais para o combate à inflação. O que mais se aproxima de uma proposta de estabilização, oriunda de círculos acadêmicos não alinhados com o predomínio liberal, são as idéias presentes no “Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira”. Mesmo aqui, o enfoque é bastante genérico e parte da idéia de uma “âncora múltipla”, que envolvesse a solução mais ou menos simultânea e negociada das várias frentes

de dificuldades macroeconômicas (monetária, financeira, fiscal e cambial), numa ampla concertação social em torno da estabilidade e do desenvolvimento competitivo (Miranda, 1993). Em relação à esfera cambial, a compreensão é a de que (idem, p. 39)

“O elevado volume atual das reservas de divisas é extremamente benfazejo para a estabilização à medida que permite ao Banco Central esfriar qualquer movimento especulativo sobre a taxa de câmbio. Este fato constitui um pólo de estabilização de expectativas, na vertente cambial – e representa um trunfo importante para um programa de estabilização.”

A intenção é então a de utilizar a ancoragem cambial como arma auxiliar na estabilização, podendo esta política ser passiva no curto prazo, mas sem referendar qualquer trajetória de sobrevalorização que comprometesse a competitividade. Vale notar que a nota técnica dedicada ao regime cambial e à estabilidade macroeconômica (Presser, 1993) é mais favorável e precisa na utilização do câmbio para controle de preços, mas a redação final do estudo não economiza ênfase na cautela com o instrumento (Coutinho & Ferraz, orgs., 1994, p. 404):

“Qualquer tentativa de estabilização baseada numa taxa fixa ou rígida de câmbio tende a ampliar tendencialmente o nível de sobrevalorização, sinalizando de forma contraproducente à competitividade, induzindo à extroversão financeira, ao aumento exagerado das importações e à desindustrialização de atividades e etapas. Os resultados indesejáveis dessa rota já são conhecidos: levam à deterioração do balanço de pagamentos, à dependência do influxo de capitais especulativos, à vulnerabilidade frente a reversões dos fluxos de capitais, diante da possibilidade de subida da taxa de juros nos países desenvolvidos.”

Este é o pano de fundo para que, no bojo das idéias gerais sobre estabilização, seja inserida a defesa dos controles de capitais como mecanismo de prevenção dos riscos citados e garantia dos propósitos maiores da iniciativa: a retomada do desenvolvimento com estabilidade e competitividade internacional.

## **2.4. Observações Finais**

O principal resultado do mapeamento desse primeiro momento de debate é a definição de dois campos, que tratam de modo diverso a mudança drástica no acesso do Brasil aos fluxos internacionais de capital e o caminho de liberalização desse acesso.

De um lado se configura uma visão “liberal”, no sentido em que aposta no livre funcionamento dos mercados e na liberdade de movimento do capital para financiar o desenvolvimento. Seus traços aparecem já na questão da dívida externa: a defesa de uma nova forma de negociação sempre foi mesclada com a ênfase no ajustamento interno (encarado de forma razoavelmente independente do externo) e no respeito às regras vigentes, evitando o confronto com os credores. Mais do que isso, diante dos novos instrumentos de financiamento

externo que se colocavam à disposição do país, questões como as posições de poder na negociação, as contradições entre os credores a serem exploradas e, no limite, as próprias bases mais favoráveis para o pagamento da dívida externa, se tornavam marginais. O foco deveria ser cada vez mais a recuperação da credibilidade junto à “comunidade financeira internacional”.

Tendo como pano de fundo um projeto amplo de liberalização das economias em desenvolvimento, tal visão se encaixa perfeitamente nas mudanças observadas no início dos anos 90, que trazem de volta à América Latina o acesso ao crédito internacional. Mesmo que se concordasse que o determinante em última instância dessa volta não era interno, a opção do Brasil deveria ser por aproveitar as oportunidades. A crise da dívida estava sendo rápida e definitivamente superada pela enxurrada de divisas nas novas modalidades de investimento estrangeiro e captação de empréstimos; e se descortinava uma promissora “idade do capital” que permitiria, além da retomada do investimento, a dinamização do mercado de capitais e uma inserção competitiva na economia internacional. Os novos fluxos de capital, tomados como ainda voláteis e de curto prazo, tenderiam a se transformar em financiamento sustentável e base de uma nova estratégia de desenvolvimento. Para tanto, deveriam ser tratados com o mínimo de regulação e controle, além do cuidado em garantir as condições mais propícias à sua atração.

Entre essas condições estava o fim da inflação, cujo encaminhamento poderia ser em muito auxiliado pela abundância de divisas. Nesse sentido é que surgem propostas (mais ou menos drásticas) de estabilização baseadas em supostos clássicos sobre a movimentação de capitais – que responderiam basicamente à liberdade de entrada e saída e ao diferencial de juros. Nada muito distante das experiências regionais que se utilizaram de alguma forma de dolarização para vencer a inflação, e que supunham financiamento externo permanente.

Do outro lado se agrupava a visão “crítica”, com algumas idéias contrárias a essa confiança no mercado financeiro internacional. Uma delas era a de que a resolução definitiva da questão da dívida externa era a principal (e inevitável) forma de encaminhar o tratamento dos problemas econômicos do país e, para tal, defendia o endurecimento na relação com os credores internacionais. Só dessa maneira se vislumbraria um cenário de retomada do desenvolvimento – que, diga-se de passagem, era encarado sem grandes esperanças de apoio financeiro externo. Mas que, pelo menos, deveria pôr fim a uma fase de excessiva transferência de recursos ao exterior.

Confrontada com uma realidade distinta, tal visão tratou com certa dificuldade das questões colocadas pela abundância repentina de divisas. O eixo das análises, no entanto, era

claro, e não via no acesso a um mercado financeiro pulverizado e mais seletivo a saída para os problemas da década anterior. A preocupação com a volatilidade dos fluxos, a ausência de financiamento público e as limitações impostas à política econômica, bem como os efeitos macroeconômicos da absorção excessiva de capitais, justificam as proposições (não especificadas) de controles sobre a entrada de capital. Nada se afirmava, no entanto, sobre as medidas de “gestão conjuntural” adotadas nessa fase de abundância (vistas no capítulo I), que também tinham o intuito de selecionar o tipo de fluxo e limitar as entradas, tentando evitar os problemas decorrentes.

Provavelmente o mais enfatizado desses problemas era a valorização cambial. Buscando fugir das dificuldades a ela relacionadas, as difusas e genéricas idéias sobre o combate à inflação com esses pressupostos, mesmo quando admite o uso ativo da taxa de câmbio, se cerca de cautela quanto às conseqüências na balança comercial e na estrutura produtiva. Indo além, postula que o mercado financeiro internacional, longe de idealizações ou paralelos com o padrão-ouro, apresentava instabilidades às quais não se deveria atrelar as possibilidades da economia brasileira.

São, assim os primeiros traços de duas linhas paralelas de pensamento, entre as quais emergem diferenças de fundo, relativas não só aos determinantes dos fluxos e às possíveis conseqüências da liberalização, mas também quanto à negociação da dívida, à estratégia mais ampla de inserção externa e aos elementos centrais de um plano de estabilização. Diferenças que, transportadas para uma realidade com vários dos parâmetros alterados – que incluem a dívida renegociada sob o Plano Brady e a inflação controlada com a âncora cambial – se transformam no segundo momento do debate. Acompanhar essa evolução é a tarefa do próximo capítulo.

### **Capítulo III: Convergências e divergências**

Como já apresentado no capítulo inicial, esse segundo momento (entre 1995 e 98) é marcado pela abundância de financiamento externo para o Brasil, interrompida em alguns episódios por reversões súbitas nesta disponibilidade. Ao mesmo tempo, mais do que em qualquer outro período, as tentativas conjunturais de restringir ou ampliar a entrada de divisas se sucederam rapidamente, ao sabor dessas alternâncias bruscas entre abundância e escassez. Mas a diretriz principal de liberalização financeira não sofre reversões, sendo inclusive aprofundada. Além disso, o fato de o regime cambial adotado, apesar de controlar a inflação, transferir ao comportamento da economia doméstica as variações no cenário externo – impondo taxas reais de juros muito elevadas e limitando o crescimento – faz com que as discussões desse segundo momento sejam pautadas pela questão da âncora cambial ameaçada.<sup>56</sup> Ameaças que se agravam a partir dos desdobramentos da crise asiática em 1997, e com a prolongada fuga de divisas que culmina na desvalorização e mudança do regime cambial em janeiro de 99.

Dentro dessa realidade, o terceiro capítulo parte de um panorama conciso das discussões sobre inserção externa, num cenário em que a questão da “globalização” se torna moeda corrente nas discussões econômicas. Passa na seqüência por um breve apanhado das principais mudanças no debate internacional durante esse período de crises. Em seguida, mapeia-se o centro do debate macroeconômico no período – a política cambial no Plano Real e a sustentabilidade das contas externas. A quarta seção apresenta as discussões sobre aspectos específicos da liberalização financeira, seguindo a divisão entre as visões “liberal” e “crítica”. E, por fim, resume-se as conclusões do capítulo.

#### **3.1. Globalização e inserção externa**

A mal definida questão da “globalização” parece ser um ponto de partida incontornável para a abordagem do tema deste trabalho no Brasil após o Plano Real. As vinculações, cada vez mais claras, entre o comportamento das variáveis macroeconômicas internas e o movimento das

---

<sup>56</sup> Sabe-se que o Plano Real foi uma estratégia de estabilização que utilizou-se de um expediente inovador – a URV – para proceder à reforma monetária e à desindexação da economia e que, no *front* externo, se utilizou de um elevado estoque de reservas internacionais para sustentar uma cotação administrada da taxa de câmbio (após um curto período de livre flutuação no qual o movimento foi de forte apreciação da moeda nacional), sem a qual não se compreende seu sucesso no combate à inflação. Mantendo assim o preço da moeda estrangeira dentro de limites estreitos, as autoridades perdem o controle sobre o volume da oferta monetária, e a necessidade de atrair divisas para a manutenção daquela cotação cambial faz com que a taxa interna de juros seja utilizada com objetivos externos – através de “choques” nos momentos de maior fuga de capitais. A limitação às políticas internas e a transmissão de choques internacionais são, obviamente, maiores em versões mais extremas da ancoragem cambial, como o *currency board* adotado na Argentina.

finanças internacionais, direcionam uma atenção maior ao conjunto de transformações que parecia ocorrer na economia mundial. Atenção aqui abordada seletivamente, buscando suas vinculações com os fluxos de capital e a abertura financeira.

Zini Jr. (1997) fornece uma primeira definição do fenômeno: a globalização seria a “ampliação das trocas econômicas e culturais entre os habitantes da terra, em uma fase de extravasamento da ordem capitalista”, cuja velocidade é que seria definidora de uma nova etapa histórica. Cinco seriam as frentes de avanço nessa direção: a mudança tecnológica acelerada; a comunicação via satélites e a redução nos custos de transmissão de informações; o barateamento e aumento na oferta de transporte internacional; o transbordamento das instituições capitalistas; e a desregulamentação dos mercados financeiros domésticos nos países industrializados. Baumann (1996) concorda com essa linha geral, enfatizando mais as novas características do processo produtivo e as novas formas de competição, e chama a atenção para a limitação imposta às políticas nacionais pelo processo de integração, particularmente na área financeira. O acesso aos recursos internacionais possibilitado pela globalização exigiria disciplina macroeconômica e não eximiria o país de formular um projeto nacional que atendesse às necessidades de sua população. Em suma, tais autores enxergam os novos tempos como um período de ampliação das oportunidades e também dos desafios.

As idéias liberalizantes para o mundo em desenvolvimento, esboçadas no capítulo anterior, também encontram fina sintonia com a ordem internacional marcada pela globalização. Franco (1999, cap. 5), é exemplo, talvez o mais extremo no debate brasileiro, de uma visão basicamente positiva do processo. A nova etapa seria um desdobramento das tendências de integração verificadas ao longo do após-guerra, sendo um de seus elementos centrais a atuação das empresas transnacionais, cuja atuação global dava um formidável impulso ao comércio internacional. A outra face do processo – “o mundo dos capitais voláteis” – seria produto da falência da ordem financeira de Bretton Woods, e seu principal sintoma seria a ampliação da conversibilidade da conta de capitais, espontânea pela fuga de divisas ou deliberada por decisões de política. Teria sido um processo de difícil adaptação nos países centrais ao longo dos anos 70, trazendo constrangimentos para os “políticos voluntaristas contaminados pela atmosfera keynesiana do após-guerra”. A “trindade impossível” entre mobilidade de capitais, política monetária e política cambial aos poucos se impunha e, no final das contas, teria se restabelecido a ordem, na qual tenderiam a prevalecer a Lei do Preço Único, a “eficiência” dos mercados, e a ausência das possibilidades de arbitragem.

Não seria outro o processo pelo qual passavam os mercados emergentes nas décadas de 80 e 90: ampliação da conversibilidade (pela fuga de capitais nos momentos de crise e por iniciativas nacionais nos momentos de disponibilidade), grande influxo de recursos no início dos anos 90, desafios para conter as pressões de valorização, e etc. O fato de o movimento ter atingido economias com fundamentos macroeconômicos ainda frágeis repetia os “trilemas” enfrentados pela Europa nos anos 70, assim como se repetiam as crises e a busca de explicações em elementos estranhos aos verdadeiros problemas. Para o autor, a questão era bem mais simples (p. 173):

“...a fria e irretorquível realidade é que a mobilidade de capitais terminou com o desenvolvimentismo inflacionista. (...) A ‘dependência’ a que se referem existe em toda parte, e consiste em aceitar alguns princípios básicos de gestão macroeconômica e certas formas institucionais consagradas na organização do sistema monetário e bancário. Nada mais. (...) Há um preço a pagar pela participação em uma economia internacional que oferece infinitas possibilidades de crescimento (...). A novidade da economia globalizada é que não há mais o direito de manter-se à margem”.

Independente de certo exagero quanto aos benefícios da ordem financeira desregulada (num período que é também de crises “globais”), é importante a noção das “infinitas possibilidades de crescimento” representadas pela globalização. O próprio Franco (1999, cap. 1),<sup>57</sup> em artigo que gera uma certa polêmica, apresenta desdobramentos internos dessa visão benéfica e consolida as opções governamentais para o setor externo neste período. As suas idéias principais são conhecidas: os principais agentes das transformações sem paralelo na economia internacional – as empresas transnacionais – ofereciam uma nova janela de inserção para países em desenvolvimento. O Brasil, no entanto, havia ficado de fora, durante os anos 80, da grande expansão do investimento direto estrangeiro (em suas novas formas) por conta da inadequação das políticas internas. Esse erro não deveria ser repetido: a abertura econômica trazia consigo a chance da retomada do desenvolvimento, sendo que o instrumento incontornável para o crescimento competitivo e socialmente justo seria o crescimento acelerado da produtividade, solidamente relacionado à abertura. Reforçada pela constatação de que a busca pela auto-suficiência amplia (e não reduz) a vulnerabilidade externa, a opção de abrir a economia emerge como eixo de uma nova estratégia de crescimento e melhoria da qualidade de vida da população.

Trata-se de um exemplo extremo, mas vale notar que outras justificativas oficiais do rumo seguido, como as de Barros e Goldenstein (1997), caminham na mesma direção e enxergam

---

<sup>57</sup> O artigo “A inserção externa e o desenvolvimento” foi escrito em junho de 1996, no âmbito do Banco Central para consumo interno, depois publicado na *Revista de Economia Política* vol. 18, n. 3, jul/set. 1998, e republicado como capítulo inicial da coletânea de ensaios do autor, de 1999. É essa última versão que se utiliza aqui. Sobre a polêmica despertada pelo trabalho, ver, por exemplo, “Os parnasianos alternativos”, *Folha de S. Paulo*, 24/11/1996, p. 5-3, republicado como capítulo 7 de Franco, 1999.

no investimento direto estrangeiro o propulsor de um “círculo virtuoso” que estaria dinamizando a economia brasileira e seria responsável por uma reinserção externa num nível mais elevado de competitividade, passada a fase do acúmulo de déficits em conta corrente. Porém, para os fins deste trabalho, o que importa é notar que as linhas gerais desta visão sobre o processo de globalização (e a inserção brasileira nele) não apresenta grande contraste com a expressa pelo ideário de abertura e ajuste estrutural, já exibido no início da década. Novidades aparecem, sim, da parte dos críticos a essa inserção, de duas formas distintas.

Um lado concentra-se em negar a relevância da globalização, e Batista Jr. (2000, parte I) é um dos principais representantes dessa linha no debate brasileiro. A integração entre as economias seria uma falsa novidade, sendo comparável aos níveis de comércio internacional e de movimentação de capitais existentes antes da Primeira Guerra Mundial, na fase do padrão-ouro. O contraste com o mundo do após-guerra é que daria a impressão de um fenômeno sem precedentes. Mesmo no que se refere à internacionalização dos mercados financeiros, a abrangência do termo seria questionável, já que as aplicações financeiras domésticas ainda seriam preponderantes por larga margem e, apesar de eliminada grande parte dos controles de capital, as aplicações transfronteiras permaneciam marginais dentro da carteira dos grandes aplicadores. No entanto, admite-se que a ampliação da movimentação de capitais acrescenta alguns graus de limitação ao exercício das políticas nacionais.

Essa realidade, aliada à verificação de que a receita liberal não era aplicada nos países centrais, conduzia ao aspecto de fundo do problema: a globalização seria um “círculo de giz”, ou uma “cortina de fumaça”, atrás da qual se escondiam governos incapazes ou sem vontade política de tomar as decisões favoráveis aos interesses do país, levando ao imobilismo ou ao fatalismo típicos do caso brasileiro:

“As percepções sobre a evolução do contexto internacional sempre condicionam (...) o debate sobre as opções de um país.” (p. 41). “A idéia de que existe um processo ‘globalizante’ em curso – idéia que ao mesmo tempo fascina e assusta – tem o efeito prático de paralisar as iniciativas nacionais e desmobilizar as resistências aos grandes interesses econômico-financeiros que operam em escala internacional” (p. 45). Em suma: “A ‘globalização’ virou pau para toda obra. É desculpa para tudo e desfruta, além disso, da imortal popularidade de explicações que economizam esforço de reflexão.” (p. 61)<sup>58</sup>

Trajetória diferente é percorrida por outros autores que, nesse período, aprofundam suas reflexões na tentativa de construção de uma “economia política da globalização” – cujos

---

<sup>58</sup> Os que valorizavam a globalização enquanto fenômeno histórico relevante também não economizavam ênfase (Zini Jr. 1997, p.118) : “Uma das posturas menos inteligentes diante da globalização é insistir que (...) é comparável à que ocorreu no final do século XIX. Esta reflexão pouco acrescenta e assume o direito de praticar preguiça intelectual para não buscar entender os processos diferenciadores da etapa atual de desenvolvimento do capitalismo e as inúmeras implicações que as rápidas transformações tecnológicas estão causando.”

resultados podem ser encontrados, por exemplo, na coletânea organizada por Tavares & Fiori (1997). E o que desenham fica muito distante de um círculo de giz.<sup>59</sup>

Ao definir a globalização, Coutinho (1995) arrola uma série de características do fenômeno pouco distinta da presente na primeira visão apresentada: aceleração da mudança tecnológica; reorganização dos padrões de gestão e de produção; fragilização do dólar vis-à-vis o fortalecimento do iene e do marco; aumento do número de oligopólios globais, dos fluxos de capitais e da interpenetração patrimonial; e ausência de um padrão monetário mundial estável, o que magnificaria a especulação.

É nesse último aspecto que se situam as peculiaridades mais relevantes dessa visão. De partida, há um esforço de reflexão sobre as origens históricas da desordem monetária, buscando o caráter político das mudanças que encaminham o processo de ruptura da ordem de Bretton Woods e desembocam na globalização. A nova ordem internacional corresponderia, na sua desordem monetária característica, a uma reversão da correlação de forças anterior e, de forma não inédita na história, apresentava uma tendência recorrente a crises.<sup>60</sup> A descrição da “financeirização” como o padrão sistêmico da riqueza no capitalismo contemporâneo, em que a predominância da órbita financeira se expressava no papel crucial das taxas de juros nas decisões dos principais agentes do sistema (Braga, 1997), complementa o enfoque.

Partindo disso, Coutinho & Belluzzo (1998) esboçam elementos de uma dinâmica econômica comandada pelo ciclo de ativos financeiros e Miranda (1997) enriquece a visão com a descrição das dificuldades ampliadas para o exercício das políticas macroeconômicas (cambial e monetária) num contexto de interdependência dos mercados de moedas e de finanças e securitização do crédito internacional – dificuldades particularmente mais graves para países de moeda não conversível.<sup>61</sup> E, se a ordem monetária era instável e adversa, não eram melhores, do ponto de vista dos países em desenvolvimento, as propostas de reforma do sistema em discussão na esfera internacional, como se apreende na resenha de Baer *et. al.* (1995) – que também julga improvável a implementação de fato de qualquer reforma.

---

<sup>59</sup> Sobre as principais referências internacionais dessa visão, ver o início da seção 3.2, na seqüência.

<sup>60</sup> Nas palavras de Belluzzo (1995, p. 12): “A concepção de um desenvolvimento nacional, no marco de uma ordem internacional estável e regulada não era uma fantasia idiossincrática, mas decorria do ‘espírito do tempo’, forjado na reminiscência da experiência terrível das primeiras quatro décadas deste século. (...) Os acontecimentos que vêm se manifestando no último quarto de século parecem indicar que a era keynesiana – os anos dourados do crescimento capitalista – foi sucedida, desde o começo dos 70, por turbulências e instabilidades que a história poderá revelar tão formidáveis quanto as que irromperam nas décadas de 20 e 30.”

<sup>61</sup> Esse termo, aqui e em outros trechos, tem o sentido de moeda não aceita nas transações comerciais e financeiras internacionais. Não confundir com a noção de conversibilidade utilizada na descrição da legislação no capítulo I, nem com a defesa da “plena conversibilidade”, tratada em detalhe no item 4.2.2.1.

Dentro dessa visão sobre a globalização, cabem também considerações sobre o passado recente muito distintas daquelas oriundas de uma leitura liberal da crise dos anos 80. Coutinho & Belluzzo (1996), ao contrário de Franco, enxergavam na ruptura do padrão de financiamento externo a origem última do esgotamento do modelo anterior de crescimento: teria sido a restrição externa, muito mais do que uma mentalidade autárquica, a responsável pelo fechamento da economia e a redução no coeficiente de importações. Logo, argumentar a favor da abertura com base nos fracassos anteriores, seria pouco válido. Mais do que isso (p. 140),

“Se alguma lição pode ser extraída da chamada ‘década perdida’, ela tem a ver com as conseqüências funestas de se tornar a economia excessivamente dependente do financiamento externo.”

Algumas das palavras iniciais de Tavares & Fiori (orgs., 1997, p. 13) resumem o tom crítico à inserção externa em curso, por parte de autores que viam na globalização uma realidade concreta de limites e desafios, muito mais do que oportunidades de desenvolvimento:

“...os autores dessa coletânea compartilham uma crítica comum não apenas à visão ingênua, apologética ou ignorante do processo de globalização, mas também uma militância crítica contra as políticas neoliberais de abertura comercial e financeira indiscriminada e desmonte do Estado a pretexto de uma fictícia ‘inserção’ no processo de globalização. Em primeiro lugar, porque não existe tal coisa como a globalização em sentido genérico. Em segundo lugar, porque, onde ocorre, tal processo tem sido assimétrico do ponto de vista do capital, do trabalho, e dos espaços econômicos regionais. E em terceiro lugar, porque só têm tido ‘vez’ neste processo os países dotados de capacidade de imposição internacional de sua vontade política de preservação de suas identidades e de conquista de participação crescente na riqueza mundial.”

São, portanto, duas (ou três) visões distintas sobre o processo de globalização que, em adição às idéias sobre a inserção externa da economia brasileira expostas na seção 2.2.1, compõem panos de fundo bastante distintos para se pensar o relacionamento financeiro com o exterior. Além dessa dimensão mais ampla, o debate internacional também é elemento importante na configuração das posturas internas. Na seqüência, é apresentada uma breve visão panorâmica sobre a sua situação no período iniciado em 1994-95.

### **3.2. As mudanças no debate internacional**

A crise mexicana do final de 1995 e início de 94, como já apresentado, foi uma espécie de prévia de vários outros episódios semelhantes que atingiriam as chamadas “economias emergentes, principalmente a partir de meados de 1997 com a crise asiática. A crise brasileira, cujo desfecho ocorre no início de 1999, representa a passagem para uma terceira etapa do debate nacional aqui acompanhado, numa divisão pautada pela mudança no funcionamento da

política econômica. No plano internacional, porém, este não é um divisor de águas – afinal o caso brasileiro foi apenas mais um dos episódios iniciados no México e que ainda se repetiriam (pelo menos na Turquia e Argentina). Ou seja, nesta seção sobre o debate internacional não é seguida perfeitamente a divisão em três momentos estabelecida no trabalho, e a situação descrita aqui avança no período posterior a 1999.

O contraste que se procura fazer, ainda que simplificado, é então entre a realidade do início da década (descrita na seção 2.2.2) e a desse período marcado principalmente pelas crises repetidas, que não se encerra em 1999.<sup>62</sup> Ao mesmo tempo, dada a falta de consolidação desse debate mais recente em nível internacional – o que não caberia aqui tentar realizar – optou-se por um recorte na literatura que privilegia autores de maior visibilidade e/ou que tiveram maior repercussão no Brasil. De qualquer forma, o importante é notar que é um período de mudanças importantes para os desdobramentos do debate brasileiro.

De um lado da discussão, assiste-se ao aprimoramento de uma visão heterodoxa, de vários matizes, influenciada não apenas por esses acontecimentos nas “economias emergentes”, mas também pela crise no sistema monetário europeu do início dos anos 90. Em termos da influência sobre o debate brasileiro, alguns artigos publicados na revista *Economia e Sociedade* no período de 1994 a 98 (especialmente nos números 4 e 11), podem ser tomados como exemplos<sup>63</sup>. Num conjunto amplo de análises que partem da necessidade de um novo sistema internacional de pagamentos em substituição à desordem monetária após o colapso de Bretton Woods, entram em cena a hipótese “instabilidade financeira” (Minsky, 1994); a necessidade de coordenação internacional nessa reconstrução (Aglietta, 1995); a idéia da “mundialização do capital” (Chesnais, 1995) ou da ascensão das finanças especulativas (Plihon, 1995). Em comum a essas e outras referências, a análise dos sistema financeiro internacional desregulado como inerentemente instável e gerador de crises recorrentes, iniciadas na esfera financeira e que contaminavam os setores produtivos. Esse estado de coisas, além disso, comprometeria fortemente o exercício das políticas nacionais, particularmente nos países periféricos (Kregel, 1996). À medida que as crises se sucedem, as explicações vão se tornando mais robustas e reforçam a necessidade de regulação internacional dos fluxos de capital que marcam a fase da globalização financeira.

---

<sup>62</sup> Este é o motivo pelo qual, no capítulo IV, não se acrescentou uma seção sobre o debate internacional: as tendências após 1999 são parte do movimento tratado aqui.

<sup>63</sup> Ver a “Apresentação” de José Carlos Miranda ao número 4, de junho de 1995 dessa revista, fruto das discussões de um seminário promovido pelo CEBRAP e pela Fundação Alexandre Gusmão para refletir sobre os 50 anos da conferência de Bretton Woods.

Independente das particularidades de cada uma das visões, o que as une e as coloca como fontes de influência para uma parte do debate brasileiro, é essa compreensão mais ampla do sistema financeiro internacional, suas motivações e modos de funcionamento, e os riscos e limitações impostos aos países. Em contraste com o que se vai apresentar na seqüência, aqui a dimensão crítica em relação aos processos de liberalização financeira não se dá por conta de “falhas de mercado” que por ventura tenham ficado claras em um ou outro episódio de crise. E a defesa de mecanismos de controle dos fluxos de capital é uma decorrência natural do diagnóstico – mesmo quando se tem a concepção de que, no nível nacional tal esforço seria inútil para lidar com a verdadeira dimensão dos problemas. Obviamente, esse conjunto de grandes idéias encontra respaldo em apenas um lado dos autores brasileiros que se debruçaram sobre o tema da liberalização financeira neste segundo e no terceiro momentos aqui acompanhados.

Por outro lado, partindo de um referencial bastante distinto, assiste-se dentro do *mainstream* acadêmico-financeiro internacional a um movimento de dissidência em relação à visão pró-liberalização do início da década de 90. E essa é a principal mudança no debate internacional – mesmo que suas influências no Brasil tenham sido limitadas, lentas ou subordinadas a outra ordem de determinantes e interesses. A edição n. 207, de maio de 1998, do *Essays in International Finance* (fruto de discussões lançadas no encontro anual do FMI realizado em Hong Kong em setembro de 1997), traz alguns exemplos desse movimento. O tema desta coletânea de breves artigos é a proposta de mudança nos “Artigos do Acordo” do Fundo Monetário Internacional, para a inclusão, entre as suas atribuições expressas, a tarefa de ampliar a conversibilidade da conta de capital dos países membros.

O artigo de Fischer (1998) é explicitamente favorável à idéia, apesar de também trazer algumas marcas das experiências recentes de crises. Os argumentos para se ampliar a conversibilidade permaneciam os mesmos (seria um passo inevitável no caminho do desenvolvimento, com alocação internacional de poupanças mais eficiente, permitindo diversificação dos riscos, etc.); mas é dada maior ênfase na preparação prévia necessária para a liberalização. Concretamente, isso significava adaptar as políticas e instituições (notadamente os sistemas financeiros domésticos) para a convivência com os fluxos livres de capital internacional, além de exigir um certo gradualismo na abertura e um aprimoramento no sistema de informações disponíveis para o melhor funcionamento do mercado. Na mesma linha segue a argumentação de Dornbusch (1998), para quem as “respostas ultrapassadas” (controles de capital, principalmente os *ex-post*, na saída) aos riscos trazidos pela liberalização financeira, poderiam levar ao pior dos mundos, com o fim do papel estabilizador

dos movimentos especulativos e a disseminação dos controles por outros países. Controles preventivos, na entrada, seriam preferíveis, mas as dificuldades práticas de implementá-los tenderiam a inviabilizar sua utilização. A sugestão é a então a de seguir as “*better answers*” para lidar com os riscos, assentadas no papel positivo (de supervisão) que os fluxos de capitais exerceriam sobre a política econômica. O cuidado permanente imposto à condução da economia (na forma do monitoramento dos níveis, prazos e *hedge* do endividamento externo, do equilíbrio fiscal, no nível de reservas, etc.), sempre no sentido de reduzir ao máximo as classificações internacionais de risco, encaminhariam uma convivência virtuosa com os mercados abertos de capital e a alta mobilidade dos fluxos, permitindo o aproveitamento das vantagens inerentes a ela.

Porém, mesmo dentro desse círculo dominante, surgem vozes que discordam dessa receita (sintetizada nas proposições de *sound macro policies*, aprimoramento e supervisão do sistema financeiro doméstico e melhor acesso a informações), e enxergam outras lições nos episódios mexicano e asiático. No caso desta discussão sobre a ampliação das atribuições do FMI em relação à liberalização financeira, a visão crítica (interna) aparece mais forte no texto de Rodrik (1998). O trabalho começa se opondo frontalmente à proposta por entender que os principais problemas do mercado financeiro internacional (escassez de recursos em regiões como a África, efeitos da entrada excessiva sobre a política econômica de países emergentes, riscos de reversões súbitas e contágio, necessidade de melhora qualitativa dos investimentos) não seriam em nada resolvidos pela medida – que poderia ter inclusive efeitos contrários. Sobre os controles de capital, apesar de não serem possivelmente a melhor resposta (seus custos alocativos são ressaltados), teriam um papel a desempenhar, aparecendo como uma solução do tipo *second best* – no caso muito mais adequada que a proposta defendida no parágrafo acima<sup>64</sup>. Até porque os episódios de crises recentes não cabiam todos na explicação de “fundamentos fora do lugar”, tendo papel decisivo o comportamento irracional do mercado e o contágio – levando a uma necessidade recorrente de se reformular as explicações estilizadas para as crises com aqueles pressupostos. Mais do que isso, apresenta evidências de uma série de países para refutar a idéia de que os países sem controles sobre a conta de capitais tivessem crescido mais rápido, investido mais ou sofrido uma menor taxa de inflação.

Nos anos que se seguem, essa postura se aprimora, seja na explicação das crises internacionais (por exemplo, Rodrik & Velasco, 1999), seja na defesa de saídas heterodoxas,

---

<sup>64</sup> Contraopondo-se ao texto de Dornbusch (cujo título é “Capital controls: an idea whose time is past”), ele afirma: “Enshrining capital-account convertibility in the IMF Articles of Agreement is an idea whose time has not yet come.” (p. 57)

como a tentada pela Malásia em 1998 (Kaplan & Rodrik, 2001). Outro notório economista, Joseph Stiglitz – muito bem posicionado nos órgãos que compõem esse círculo acadêmico-financeiro dominante – também desenvolve, aos poucos, um raciocínio na mesma direção. Um texto que parece trazer um balanço de suas posições (Stiglitz, 2000), pode servir aqui de guia.

Nele, são vinculados os seguidos episódios de crises e uma liberalização apressada e sem as providências necessárias; o contágio e a predominância de fatores externos aos países atingidos pelas turbulências são ressaltados; e é feita uma análise crítica sobre cada um dos principais argumentos a favor da abertura financeira (que em geral partiam de modelos neoclássicos e, ignorando as diferenças em relação aos mercados de bens e serviços, previam aumento do produto e da eficiência alocativa). Baseando-se então nas mesmas evidências coletadas por Rodrik (1998), encontra uma vinculação muito maior da liberalização com a instabilidade (não com o crescimento), buscando elementos explicativos na forma de operação dos mercados financeiros internacionais, no comportamento pró-cíclico dos fluxos, na falta de ligação entre fluxos de curto prazo e investimentos diretos (que além disso não pareciam ser prejudicados por barreiras aos capitais especulativos), e na possibilidade da abertura se tornar muito mais um canal de saída do que de entrada de recursos. Munido de todos esses elementos, a recusa do impulso à liberalização se transforma na defesa de formas de intervenção, configurando uma importante mudança de perspectiva no debate<sup>65</sup>.

Sempre com o objetivo de equalizar os custos sociais e privados e estabilizar os fluxos de curto prazo, tais intervenções não precisariam ser perfeitas (eliminar todos os fluxos que se propusessem a controlar) para terem um papel importante. Sobre os controles na entrada de capitais, identifica uma maior atenção às possibilidades de sua aplicação (inclusive pelo FMI), seja na forma já tentada pelo Chile com sucesso, seja na busca de novas alternativas. E advoga certa cautela na avaliação de experiências extremas como a dos controles na saída implementados pela Malásia – que pareciam apresentar resultados muito distantes da catástrofe prevista. Por fim, dos três grandes temas em discussão sobre a reforma na arquitetura financeira internacional ao longo desse período de crises, identifica que a ênfase na transparência para o melhor funcionamento do mercado vinha perdendo força explicativa à medida que sistemas menos “opacos” também eram objetos de turbulência; e da mesma forma relativiza a importância dada ao fortalecimento das instituições e mecanismos financeiros na

---

<sup>65</sup> “Hence, while 24 months ago there were calls for full capital account liberalization, today the debate has shifted. Its no longer whether some form of intervention may be desirable in principle, but whether there exist interventions that are effective and that do not have ancillary effects.” (p. 1082)

prevenção de crises. O terceiro tema, o dos fluxos de capital de curto prazo, seria o mais promissor, aonde estaria em formação um novo consenso, surgido a partir do reconhecimento da magnitude dos riscos e da dificuldade de obtenção dos benefícios..

Assim, o estado do debate internacional dentro dos círculos dominantes, sofre mudanças importantes em relação ao quadro do início da década – quando as divergências principais giravam em torno da ordem da liberalização e dos motivos principais para a volta dos fluxos à América Latina. Agora se confrontam a defesa dos benefícios da liberalização com questionamentos aos seus supostos efeitos benéficos e maior ênfase sobre os riscos, abrindo espaço para defesas explícitas de controles. Como pode ser observado na seqüência deste trabalho, a visão “liberal” no debate brasileiro parece caminhar apenas por um dos lados dessa dicotomia aberta dentro dos círculos dominantes, incorporando marginalmente os questionamentos mais profundos – que, por sua vez, passam a pontuar a argumentação de alguns dos “críticos”.

Ou seja, as visões identificadas no debate nacional vão sofrer a influência deste conjunto de mudanças no plano externo, ao longo do segundo e do terceiro momentos, mas também se subordinam a fatores internos, alguns dos quais intimamente ligados a questões da política econômica. Por conta disso, a compreensão de tais posturas passa, no período entre 1994 e 98, primeiramente pelas discussões sobre a principal característica da macroeconomia brasileira no período, abordadas na seção seguinte.

### **3.3. Plano Real e sustentabilidade externa: o centro do debate**

A preocupação com o regime cambial pautou praticamente todas as discussões sobre o setor externo da economia brasileira no período 1995-98, influenciando fortemente o debate sobre a abertura financeira e os fluxos de capital. Nessa segunda seção serão abordados, separadamente, dois aspectos da questão: a sobrevalorização do câmbio e a progressiva deterioração do balanço de pagamentos brasileiro.

#### **3.3.1. Câmbio no Plano Real**

A controvérsia sobre a política cambial no Plano Real parte de divergências sobre as próprias características originais da estratégia de estabilização, para depois se desdobrar num debate sobre a defasagem cambial e a necessidade de correções.

Um dos principais formuladores do programa, Bacha (1998) dá pouco destaque ao papel do câmbio, atribuindo o seu sucesso basicamente à estratégia de desindexação, à coragem

política e ao respeito às regras de mercado. A política cambial é definida como flexível; e a apreciação, decorrente das altas taxas de juros, teria sido controlada pelos “rigorosos impedimentos para limitar a entrada de capitais estrangeiros a curto prazo” – dando portanto grande importância aos instrumentos descritos no capítulo I como de “gestão conjuntural”, que não interferem no rumo da liberalização estrutural. Outro dos envolvidos na elaboração do plano (Franco, 1995, cap. 2, item 2.8) coloca a política cambial inicial num patamar mais elevado, mas não deixa de caracterizá-la como flexível, identificando as providências que teriam sido tomadas para enfrentar a excessiva “bonança”: saída do Banco Central do mercado, deixando de adquirir o excesso de divisas, por um lado; e tributação seletiva na entrada de capitais junto com retirada de restrições à remessas ao exterior de natureza comercial e financeira, por outro. Com as duas últimas procuraria-se limitar a apreciação inevitável, mantendo sempre a flexibilidade – necessária para correções de rumo indolores em caso de alterações no cenário externo.

Dias Carneiro & Garcia (1996) não atribuem tais poderes aos controles de entrada (ou à facilitação das saídas). Explicam o recurso à valorização cambial pelas falhas no *front* interno (principalmente quanto ao ajuste fiscal), que conduziam ao uso massivo das altas taxas de juros e portanto à apreciação – num cenário de perspectivas otimistas quanto ao equilíbrio externo mas não quanto ao interno. Pastore & Pinotti (1999) seguem pela mesma trilha dos efeitos rápidos sobre a inflação que a combinação entre câmbio flutuante e juros altos produziriam, elevando a credibilidade do programa – numa opção que seria reforçada pelo não encaminhamento da questão fiscal.

Não faltaram, porém, críticos a essas explicações. Na visão de Batista Jr. (1996), por exemplo, a flexibilidade cambial, a apreciação conduzida pelas forças de mercado e mesmo a abrangência das tentativas de selecionar o influxo eram falácias, já que a abertura financeira e o uso da taxa de câmbio no combate à inflação faziam parte de um “modelo geral de estabilização” seguido pelo Real. A manutenção do elevado diferencial de juros (sustentada pelo aceno retórico ao pensamento convencional na forma das metas monetárias) e dos traços gerais da liberdade de movimento do capital de curto prazo (não afetada pelos instrumentos pontuais adotados), adicionados a uma apreciação do câmbio real prévia à adoção da nova moeda, seriam ingredientes daquele que seria um dos equívocos fundamentais da estratégia. Erro não desvinculado dos aspectos psicológicos e político-eleitorais de uma estabilização rápida e com “moeda forte”. Delfim Netto, outro personagem desse debate, sempre criticava a opção pelo congelamento inicial do câmbio e sua manutenção em baixos patamares, numa argumentação retomada abaixo.

A discussão sobre a apreciação da moeda nacional se desdobra numa disputa sobre a mensuração da defasagem. Em texto já citado, Franco (1999, cap. 1) rebate o suposto afastamento do nível de equilíbrio recorrendo à alteração drástica das condições macroeconômicas do país, decorrente da abertura e da estabilização. Usa uma imagem tornada caricata por seus críticos,<sup>66</sup> mas o que importa é a essência do raciocínio: as condições do setor externo da economia brasileira apontavam para um nível mais apreciado da taxa de câmbio. Haveria financiamento – oferta de moeda estrangeira no mercado cambial – para que a economia brasileira se adaptasse às exigências competitivas daquele novo patamar de equilíbrio. Dias Carneiro (1997a) entende, além disso, que havia superestimação da posição do câmbio real antes de adotada a nova moeda.

Como exemplo da argumentação contrária, Delfim Netto (1998, cap. 15, entre outros) ressalta que o lado da oferta nesse mercado não é independente da ação do governo.<sup>67</sup> Por um outro lado, Batista Jr. (1996, pp. 147-149), além de mostrar a valorização acumulada no período anterior ao início do Plano, defende a mensuração da defasagem cambial pelo uso de índices de preços ao consumidor e que a relação câmbio-salário seria o melhor indicador de competitividade internacional.

### 3.3.2. Vulnerabilidade e déficits externos

Se a existência e o tamanho da sobrevalorização do real eram motivo de alguma controvérsia, os seus efeitos sobre a conta corrente do balanço de pagamentos eram uma realidade indisputável, que ganha importância diante das dúvidas sobre o cenário futuro de financiamento externo.

Já foram apontadas no item 3.1 as linhas gerais de defesa da política então implementada: os déficits em conta corrente seriam esperados, temporários e indutores da elevação da competitividade da economia brasileira. Esta, a partir de um patamar mais alto, seria então reinserida na economia globalizada. Implícita nesse raciocínio estava a confiança na sustentação dos fluxos de IDE ou investimento de carteira. A ampliação contínua dos déficits, junto com a problematização do seu financiamento – as súbitas interrupções nos fluxos

---

<sup>66</sup>“O fato de ter havido ‘apreciação’ significa necessariamente que se observe ‘sobrevalorização’ ou alguma forma de artificialismo? Ou o fato de os preços dos produtos da cesta básica terem caído por força das leis da oferta e da procura significa que estão ‘abaixo do equilíbrio’? O fato de o preço da banana, por exemplo, cair em função de uma safra quer dizer necessariamente que há uma ‘defasagem bananal’?” (p. 46)

<sup>67</sup>Analogias culinárias também são utilizadas aqui: “Se a oferta de feijão supera a demanda de feijão num período de tempo, o ajuste se faz pela queda dos preços. Mas o que acontece se a oferta de feijão dependesse de outra variável que não o seu preço fixado pelo mercado como, por exemplo, da colocação de estoques acumulados pelo governo? O ‘preço’ seria outro e outra a dinâmica do ajuste. Aqui haveria dúvida sobre a ‘justiça’ dos preços, porque todos vêm a oferta arbitrariamente manipulada.” (p. 238).

mostradas no capítulo I, principalmente após a crise asiática – fomentou críticas crescentes à estratégia.

Por um lado, há uma proliferação de trabalhos que envolvem um esforço de mensuração e previsão das contas externas brasileiras, quase sempre com a construção de índices de sustentabilidade do endividamento (Ponta, 1996; Maka, 1997; Samy de Castro et. al., 1998; Giambiagi, 1997; Almonacid, 1998; Almonacid & Scrimini, 1999; entre outros). O raciocínio de todos é parecido: usando diferentes medidas de vulnerabilidade da conta corrente e de competitividade, advoga-se que a política de desvalorização cambial muito lenta (que foi adotada entre 1995 e 98) levaria o país a uma situação de insolvência externa. Além disso, a maioria desses autores critica a absorção da poupança externa para financiamento do consumo, longe do seu uso ideal – que seria o investimento nos setores de bens comercializáveis internacionalmente.

A recuperação da atividade econômica, com aquele patamar de câmbio, era limitada pelos efeitos que geraria sobre o volume de importações, e a necessária ampliação agressiva das exportações também exigiria uma aceleração da desvalorização cambial ou a mudança de regime. Mudança cada vez mais problemática no contexto de crescente aversão ao risco. Assim, as conclusões sobre os números apontam, além da discordância mais ou menos enfática em relação à política cambial, os riscos diante de mudanças no mercado financeiro internacional. Nas palavras de Samy de Castro *et. al.* (1997, p. 29),

“A questão-chave para viabilizar a sustentabilidade da estratégia macroeconômica corrente refere-se, assim, à existência de condições externas favoráveis que viabilizem o financiamento dos déficits em conta corrente durante o período de ajustamento.”

Uma das características mais marcantes do debate nesse segundo momento é a convergência com essa linha de argumentação por parte de vários outros autores, que em outros momentos se situam em posições distintas. Por exemplo, Delfim Netto entendia haver um debate interdito pelo governo com relação à política cambial,<sup>68</sup> enfatizando sempre a necessidade da elevação das exportações na sua crítica à estratégia cambial e aos danos por ela causados sobre a conta corrente. Coutinho & Belluzzo (1996) apontam os problemas de “inconsistência dinâmica” da estratégia, também enfocando os seus pressupostos em relação

---

<sup>68</sup> Referência ao título de sua coletânea de ensaios (1998) e de seu capítulo 8. Ver também sua intervenção no debate sobre “a bola da vez” em *Economia Aplicada* vol. 2, n. 4, out-dez. 1998. Neste último, o tom sobre bastante: “(os economistas do governo) descobriram que num mundo onde há plena liberdade de movimento de capitais sempre existirá lá fora um número suficiente de idiotas dispostos a financiar qualquer déficit em conta corrente. Mas o que é a crise brasileira? É a descoberta surpreendente de que há mais idiotas aqui dentro do que lá fora.” (p. 738).

ao financiamento internacional.<sup>69</sup> Batista Jr. (1996) sustenta grande parte de suas críticas ao programa nesses pressupostos, alertando para os riscos sinalizados pela crise mexicana.<sup>70</sup> Crise que foi rapidamente contornada pela ajuda americana e das organizações multilaterais, recolocando, para esse autor, o Brasil na “crônica de uma crise anunciada”, tendo desperdiçado oportunidades favoráveis a uma desvalorização controlada (2000, pp. 158-166). Pequenas variações na argumentação aparecem em Sayad (1999), que critica a ineficácia crescente e custosa dos aumentos de juros para enfrentar o desequilíbrio externo; Gonçalves (1998), que chama os mesmos limites impostos pelo regime cambial de “bombas de efeito retardado”; e De Paula & Alves Jr. (1999), que chegam em conclusões parecidas a partir de um “índice de fragilidade externa” que constroem.

De fora dessa concordância em relação aos erros do regime cambial, seus efeitos sobre a economia e a exposição às oscilações do mercado financeiro internacional, mantiveram-se poucas vozes. Cirne de Toledo (1999) atribuía a responsabilidade por todas as inconsistências (valorização do câmbio, insustentabilidade dos déficits externos e endividamento público excessivo) às políticas fiscal e monetária inadequadas; mesmo raciocínio seguido por Pastore & Pinotti (1999). Além deles, restava, isolada, a argumentação do presidente do Banco Central, mantida mesmo após a queda que encaminhou a desvalorização do Real.<sup>71</sup>

Mas a preocupação generalizada com as condições financeiras internacionais nesse segundo período não vai muito além dos riscos sobre a “estratégia macroeconômica” seguida até janeiro de 1999. A discussão sobre a liberalização financeira é bem mais restrita e sujeita a profundas discordâncias, como será visto na seqüência. No debate sobre a “sustentabilidade dos déficits externos” ou sobre o regime cambial, grande parte dos autores havia se mantido dentro de limites próximos aos definidos assim por Dias Carneiro (1997b, p. 16):

“O perigo destas crises é que elas podem gerar mais instituições de atraso do que de controle, na medida em que submetem as instituições de mercado ao teste de convicção dos políticos. A falta de confiança generalizada nos mercados, o que é natural durante crises, não torna o momento de hoje favorável.”

---

<sup>69</sup> “Talvez (os defensores do plano) pretendam afirmar que a estabilização teria provocado um tal aumento de confiança nos mercados financeiros, a ponto de assegurar um fluxo permanente de financiamento externo de boa qualidade (...) Esta suposição ignora três questões importantes: a possibilidade de mudanças nas condições financeiras internacionais; a sensibilidade dos mercados em relação à situação dos países deficitários e devedores, particularmente àqueles chamados de ‘mercados emergentes’; o risco latente de uma fuga do real, diante da desproporção entre a massa de ativos domésticos líquidos e as reservas em divisas do país.” (p. 144).

<sup>70</sup> “Foi preciso um terremoto financeiro de proporções hemisféricas, ou até globais, para que se propagasse no Brasil a lição – afinal bastante trivial – de que não é recomendável acumular déficits elevados em conta corrente financiados por *hot money*.” (p. 150)

<sup>71</sup> Em seu discurso de despedida (Franco, 1999, cap. 11), afirma (sobre o “erro original” do Plano na política cambial): “Se algum ‘erro’ houve, foi o de ter dado certo de uma maneira muito clara aos olhos da população, e rápido o suficiente para desarmar uma série de projetos pessoais de poder...” (p. 275). E sobre o ataque final à âncora: “A defesa da moeda não falhou, nem caiu vítima de um irresistível ataque especulativo: foi abandonada porque muitas vozes influentes acreditavam que havia uma maneira de fazer as coisas mais fáceis.” (p. 293).

### 3.4. Controle e liberdade para os capitais: velhas e novas divergências

Na iminência do ataque ao real, durante o segundo semestre de 1998, o debate econômico conjuntural se confrontou com opções bastante heterodoxas, no campo da liberalização financeira. No quadro de deterioração rápida do setor externo, sem que necessariamente tenha se reproduzido nas publicações acadêmicas, surge uma discussão entre economistas brasileiros sobre centralização do câmbio e controles na saída dos capitais, diante da perda acelerada de reservas.<sup>72</sup> Eram pensadas como medidas de emergência, diretamente vinculadas às ameaças ao regime cambial. Esta controvérsia reproduz, como seria de se esperar, a divisão seguida neste trabalho entre “liberais” e “críticos”. Mas a melhor forma de captar as diferenças entre essas duas visões é analisar o debate mais amplo sobre a liberdade aos fluxos, que ocorre durante todo esse segundo momento, e envolve mais os possíveis controles na entrada dos capitais.

#### 3.4.1. Ineficácia dos controles, reformas e melhoria progressiva: a visão “liberal”

O último autor citado, no mesmo trabalho (Dias Carneiro, 1997b, p. 5), adianta suas idéias sobre a interferência na movimentação dos capitais:

“Um problema de regulação hoje é se devemos criar obstáculos aos fluxos de capital, como sugerido pelos defensores da *Tobin tax* ou das barreiras, quarentenas e outras restrições aos fluxos. Mas isso é ignorar o fato de que saber administrar a abundância não significa saber administrar a escassez.”

Aparentemente sem respeitar essa distinção, o texto de Freitas (1996) rejeita enfaticamente os controles cambiais diretos ou burocráticos, pregando as vantagens da conversibilidade da conta de capitais e ressaltando o espaço que deveria ser preservado para a eventual utilização de expedientes disciplinadores indiretos – como a alteração nas alíquotas do IOF. Sua análise nega a capacidade dos controles de deter a fuga de capitais nos anos 80, refuta possíveis ligações com o período de alto crescimento e industrialização e, mais do que isso, insere a crítica a esses mecanismos na contestação geral ao modelo anterior de crescimento (p. 91):

---

<sup>72</sup> Apenas a título de exemplo, uma rápida pesquisa nos arquivos da *Folha de S. Paulo* revela alguns artigos que consideram essas medidas, seja para defendê-las (Paul Singer em 18/09/98; Jorge Mattoso em 03/10/98), seja para rejeitá-las (Cláudio Haddad em 04/09/98; Mailson da Nóbrega em 11/09/98). A coluna de Celso Pinto de 03/09/98 (“Controle cambial na berlinda”) traz as discussões sobre o assunto, no âmbito da candidatura de oposição nas eleições presidenciais de então, e mesmo na voz de alguns economistas do governo – como o então ministro Luis Carlos Mendonça de Barros. A *Revista de Economia Política* vol. 19, n. 1, jan-mar 1999 (que tem como tema especial a “crise financeira”) publica como documentos alguns desses artigos, além de dois de Paul Krugmann que parecem ter instigado esse debate, e um de Ibrahim Eris defendendo a adoção do câmbio flutuante com ajuste fiscal.

“A administração da política cambial com o recurso forte aos controles cambiais reflete uma filosofia de introversão econômica, a qual produziu um tipo de industrialização, não apenas dependente de insumos e combustíveis importados (...) mas possivelmente incoerente com a constelação de recursos naturais do país.”

Mas a argumentação contra os controles em geral se utilizava de análises mais rigorosas, que procuravam avaliar as tentativas recentes de administração da abundância. O mais citado desses estudos (Garcia & Barcinsky, 1996), partindo da diferença entre controles na saída e na entrada, considera que o problema (antes da crise do México e depois dela ter sido superada), seria limitar e selecionar o influxo. E quanto a isso, a conclusão, sustentada pelos dados então examinados, era categórica: os controles de capital seriam ineficientes, não permitindo disciplinar o movimento. Ou, dito de outra forma, tentar restringir a entrada e relaxar a saída – medidas adotadas pelo Brasil, como visto no capítulo I – não eliminava os problemas trazidos pelo excesso de divisas.

Interessa notar que as afirmações enfáticas de ineficiência dos controles são suavizadas num texto (Garcia & Valpassos, 1998) que apenas atualiza esse primeiro com os dados dos anos seguintes. Passa-se a caminhar na mesma direção das conclusões de “endogeneidade dos controles de capital”, oriundas do trabalho de Cardoso & Goldfajn (1997), segundo as quais o relaxamento ou aperto nestes controles se dariam segundo uma função de reação do governo brasileiro, de acordo com as variações de direção nos fluxos de capital. Mas ficaria a lição de que, apesar de importantes no curto prazo, os controles não teriam efeitos de longa duração. As razões para isso eram simples (Garcia & Valpassos, 1998, p. 31):

“The ways that are being found by the financial markets to circumvent the restrictions are the responsible for its long run ineffectiveness.”

O tratamento, por parte de tais autores, da eficácia ou não dos controles somente da ótica da entrada, denota o repúdio a qualquer tentativa de limitar a saída de recursos que foram investidos com a garantia da liberdade de movimentação. Daí a idéia de que administrar a abundância era muito diferente de administrar a escassez. Mas o que se assistiu no período analisado foram justamente episódios de passagem brusca entre o primeiro e o segundo estados.<sup>73</sup> Para lidar com essa outra face da livre movimentação, e com os efeitos nocivos dos prazos curtos dos capitais, a argumentação destes autores segue outro caminho, que passa longe de reavaliar a abertura financeira.

---

<sup>73</sup> Um desses trabalhos faz referência explícita à primeira dessas inversões (Dias Carneiro & Garcia, 1996, p. 36): “... whereas fears of excessive inflows have been at the centre of evaluations of the future prospects for the stabilization program up to the end of 1994, fear of capital flight in the wake of the Mexican crisis has been the rule in the beginning of 1995.”

Em primeiro lugar, é reforçada a percepção de que os riscos do influxo exagerado não se relacionavam apenas com a apreciação cambial, mas também com o desestímulo ao processo de reformas liberalizantes.<sup>74</sup> Nesse tipo de risco é que deveriam ser buscados os grandes ensinamentos da crise mexicana, explícitos na longa passagem de Garcia & Barcinsky (1996, p. 27-8):

“The capital flows to Brazil represent (...) a blessing and a curse. They are a blessing because without them the Real Plan would not have subsisted so far. They are a curse because (...) structural reforms are usually a result of crises, not good times. By making available foreign savings, the capital flows reduce the sense of urgency of the structural reforms, thereby jeopardizing the ultimate success of the stabilization plan. (...) As shown in the Mexican case of December 1994, investors may change their minds extremely fast as to the likelihood of success of the stabilization policy once the structural reforms are not being carried on. (...). The capital flows that served so far as a backbone of the stabilization plan may very well turn into a very hard punishment if the notoriously volatile investors’ confidence is threatened.”

A tentativa de transformação dessa ameaça em impulso reformista continuou sendo uma tônica nos outros momentos de retração. No entanto, o caráter de curto prazo do financiamento que sustentou a fase inicial do Real não deixava de ser preocupante, e para isso também se recorria ao progresso das reformas. Dias Carneiro (1997a), por exemplo, procura modelar a relação entre a opinião de possíveis investidores sobre a evolução das taxas de retorno numa economia arriscada e o prêmio que demandariam para investir imediatamente, ao invés de esperar e adquirir mais informação. O resultado da combinação de incerteza e *cost of waiting*, aplicada aos dados sobre os fluxos de capital para o Brasil, adicionava argumentos para as idéias do governo sobre os fluxos de capital (p. 18):

“Quality of inflows should improve with the decrease in the probability of bad scenarios. This means that higher confidence in the progress of economic reforms should increase the share of FDI in total capital inflows.”

Em outra frente, Zini Jr. (1996) trata especificamente do mercado de câmbio, baseando-se em automatismos (na linha da equalização das taxas de juros na presença de mobilidade internacional de capitais). Indo além do que já tinha sido implementado, defende o caminho da plena conversibilidade da moeda<sup>75</sup> – entendendo que assim diminuiriam as instabilidades no mercado cambial – junto com a adoção de um regime de bandas de flutuação amplas. Ligando essa argumentação às idéias acima expostas sobre a causa das turbulências, o autor sintetiza (p. 129):

<sup>74</sup> É o mesmo raciocínio já visto com Bacha (1993) no capítulo II, relativo à “liberdade” conferida à política econômica pelo abundância de financiamento externo.

<sup>75</sup> “Quando o risco de não se poder converter uma moeda em outra fica eliminado, ou minimizado, ele deixa de ser um fator de perturbação em si.” (p. 110). Freitas (1996, p. 98) também tem a mesma demanda, que reaparecerá no capítulo IV: “Na verdade, assistimos até agora a um processo de *flexibilização cambial*. O que se propõe é uma liberalização do câmbio, uma *descriminalização* total das operações de compra e venda de moeda estrangeira, enfim, uma *mudança do paradigma*.”

“...os mercados cambiais operam bem com liberdade cambial. A instabilidade no mercado cambial nunca deve ser interpretada como inerente ao livre funcionamento deste mercado, mas como um sintoma de que falta consistência às políticas governamentais, o que causa incerteza. E a incerteza é que leva este mercado a ondas especulativas.”

### 3.4.2. Promessas frustradas, erros repetidos e caminhos prudentes: a visão “crítica”

Os trabalhos que encaram a liberalização financeira, os fluxos de capital e seus efeitos sobre a economia brasileira com uma perspectiva crítica, apresentam formas distintas de tratamento dos problemas nesse segundo momento. Misturam-se diagnósticos sobre o movimento, avaliações dos efeitos da abertura e proposições genéricas sobre rumos distintos a se tomar.

Coutinho & Belluzzo (1996), por exemplo, retomam as convicções difusas do momento anterior sobre os determinantes dos fluxos e sobre os riscos de se atrelar a eles (p. 140-1):

“Apesar da retórica ‘reformista’ que escoltou e ainda acompanha o retorno dos capitais privados às praças latino-americanas, a verdade é que se tratou apenas, pelo menos no primeiro momento, do tradicional e conhecido *money chasing yield* (...) Nos portfólios dos grandes investidores dos mercados globalizados, os ativos oferecidos pelas economias com histórias monetárias turbulentas são naturalmente os ativos de maior risco e, portanto, aqueles que se candidatam em primeiro lugar a movimentos de liquidação, no caso de mudanças no ciclo financeiro.”

As novidades na argumentação seriam o programa de estabilização, que deixava cada vez mais clara essa vinculação às oscilações do mercado financeiro internacional, e as manifestações reiteradas dos principais traços desse mercado: volatilidade, irracionalidade, mimetismo, assimetria de informações, etc. Os trabalhos de Prates (1999a) e de Macedo Cintra (1998) também se enquadram nesse arcabouço. O primeiro busca, pensando nas crises, confrontar a visão do *mainstream economics* sobre a abertura financeira e os determinantes dos fluxos de capital (segundo a qual problemas sistêmicos e fugas só ocorreriam na ausência das reformas e políticas adequadas) com uma abordagem alternativa, de inspiração pós-keynesiana – que enfatiza a natureza especulativa dos fluxos e o caráter exógeno dos determinantes dos seus movimentos, explicando a ocorrência de crises independente do processo de reformas ou da correção das políticas econômicas. Já o texto de Macedo Cintra resume os diferentes aspectos da abertura financeira nos principais países da América Latina para concluir que, se foram fundamentais para o sucesso dos programas de estabilização, tais processos estavam muito longe de fornecer as bases de financiamento necessárias à retomada do desenvolvimento na região.

Freitas & Prates (1998) analisam comparativamente as experiências de liberalização na Argentina, México e Brasil. São realçadas as diferenças no marco regulatório (abertura total, conversibilidade e dolarização na Argentina; abertura concentrada no mercado de títulos públicos, com permissão para depósitos em moeda estrangeira no México; e avanços

significativos nos investimentos de portfólio mas prudência muito maior quanto à conversibilidade interna no caso brasileiro) e a partir delas os impactos diferenciados do processo em cada país. Prates (1999b) lida com esses impactos sobre a bolsa de valores, constatando a ausência de efeitos dinamizadores. E, numa contestação de praticamente todos os pontos da “modernização do mercado de capitais brasileiro” que ocorreria com a internacionalização, ressalta os principais fenômenos ocorridos: o interesse dos estrangeiros restrito às empresas privatizáveis barrando novas emissões primárias e mantendo a alta concentração na Bovespa; a fusão ou mesmo aquisição por parte de investidores estrangeiros se revelando uma opção mais atrativa para controladores brasileiros; a aversão das empresas familiares brasileiras à abertura de capital, mantida e até reforçada pelas possibilidades favoráveis de colocação de títulos no exterior; o tratamento inadequado dado pela legislação ao acionista minoritário; sem contar os custos envolvidos nessas operações e as condições macroeconômicas do período (elevadas taxas de juros e baixas taxas de investimento). Do ponto de vista dos riscos, Freitas & Prates (1998) entendem que, mesmo sendo menos volátil que as aplicações em renda fixa, esse investimento também seria problemático, já que os movimentos de realocação dos portfólios dos investidores estrangeiros têm fortes impactos sobre os preços das ações, que passam a apresentar uma maior volatilidade. Tais efeitos haviam ficado evidentes durante as crises mexicana e asiática.

Outro trabalho dessas mesmas autoras ampliam a avaliação para as emissões brasileiras no mercado financeiro internacional após a liberalização (Prates & Freitas, 1999).<sup>76</sup> Constatam a ausência de mudanças na composição do *funding* do sistema bancário doméstico, tendo o endividamento externo se direcionado primordialmente para a aplicação em títulos públicos e contribuído marginalmente para o investimento produtivo das pequenas e médias empresas (com as grandes emitindo diretamente seus papéis no mercado externo). Apesar do pequeno grau de dolarização do sistema bancário e da gestão menos receptiva aos fluxos de curto prazo garantirem um nível menor de vulnerabilidade do que o sofrido por México e Argentina, a ampla disseminação do *hedge* nas aplicações (através de títulos públicos indexados ao dólar) ameaçava as finanças públicas no caso de uma fuga de capitais com crise cambial.

Batista Jr. (1997), cuja argumentação também vincula à abertura financeira as dificuldades cambiais, dá um passo a mais. Ele entende que o país estava repetindo injustificadamente o endividamento excessivo anterior (cujos desdobramentos mal haviam sido superados), e apresenta uma receita para evitar os efeitos nocivos do endividamento. A lista inclui: o

---

<sup>76</sup> Vale ressaltar que esse trabalho de pesquisa envolve também uma análise da internacionalização do sistema bancário brasileiro, ponto não privilegiado nesta dissertação.

controle do ritmo de absorção de capitais externos e de crescimento das obrigações com o exterior; o controle da estrutura temporal das obrigações acumuladas; a garantia de que os recursos financiem a formação de capital e não o consumo; a atenção para a qualidade dos investimentos financiados (rentabilidade maior do que a taxa de juros contratada, e contribuição para o desenvolvimento da economia); o direcionamento prioritário para setores exportadores ou substituidores de importações; e o cuidado para evitar que empresas (especialmente financeiras) acumulem descasamento entre obrigações e ativos em moeda estrangeira.<sup>77</sup>

O país estava desrespeitando vários desses itens, o que explicaria sua elevada e crescente vulnerabilidade às crises externas. Entendendo que “o essencial é não depender demais de capitais externos”, o autor vincula essa absorção inadequada a interesses financeiros internos e externos, e cita uma alternativa mais prudente de regulação dos fluxos de capital (p. 13):

“No fundo, o essencial é saber qual o grau de internacionalização financeira que se deseja ter. Políticas como as que foram seguidas no Chile, no passado recente, permitem proteger o sistema de crédito e a economia do país das repercussões de distúrbios ou flutuações temporárias no exterior.”

Gonçalves (1996) também estabelece vínculos explícitos entre a vulnerabilidade externa e a abertura financeira. O Brasil não teria, para ele, as condições necessárias para a ampla liberalização cambial que foi feita, principalmente na área fiscal e no manejo macroeconômico dos fluxos. Tal problema, que remete à questão dos determinantes do movimento de entrada (diferencial de juros em um contexto de elevada liquidez internacional), indicaria também o caráter apressado com que foram feitas as reformas nessa área. Os efeitos macroeconômicos da abertura não se mostravam, até então, positivos para a economia brasileira: instabilidade e desalinhamento no mercado de câmbio, acúmulo exagerado de reservas com expansão da base monetária e agravamento do endividamento público interno e externo, queda nos níveis de investimento e até ameaças sobre o comportamento dos preços. Diante de tudo isso, o Brasil se via às voltas com um velho problema, para o qual a solução era apontada (p. 163):

“A restrição externa volta a ser uma variável de grande significância para a economia brasileira, forçando, inclusive, um retrocesso na política comercial e mudanças abruptas na política cambial. Neste sentido, dificilmente pode-se escapar à recomendação de se dar um retrocesso no processo de liberalização cambial, com limitações a despesas na conta de serviços e maior controle sobre entradas e saídas na conta de capital.”<sup>78</sup>

<sup>77</sup> Ver também Batista Jr. (2000, p. 345-6)

<sup>78</sup> Note-se que, tanto na argumentação deste como do autor anterior, as propostas de reversão da abertura financeira não vão muito além de declarações de princípios. E que suas análises não abordam as medidas implementadas de controle dos fluxos de entrada tentados pelo Brasil na primeira metade dos anos 90 – sobre as quais a outra visão se debruçou mais atentamente, como visto.

Finalmente, para Singer (1996), a liberalização financeira, embutida no receituário do “Consenso de Washington”, não apenas condicionaria o movimento das economias latino-americanas às políticas e conjunturas do centro, expondo-as a reversões bruscas dos fluxos de capital. Haveria também perda de poder do Estado Nacional, com as possibilidades de desenvolvimento subordinadas ao imperativo de atrair capitais, e os governos eleitos praticando políticas contrárias ao interesse da maioria, se traindo enquanto representantes do conjunto da sociedade. Um desenvolvimento que atendesse às reais necessidades da região, dependeria (entre outros aspectos) de ações com vistas a (p. 159-60):

“... reconstituir a cidadania nacional do capital e portanto sua subordinação aos interesses da maioria da sociedade (...). Não há como fugir dessa tarefa, embora ela não precise e talvez nem deva significar a volta de instituições eliminadas pelo ajuste estrutural.(...) O Estado nacional, de que a América Latina precisa para ter o desenvolvimento que deseja, requer que a liberdade irrestrita de movimentação do capital seja revogada. O que não significa, também neste caso, restabelecer controles burocráticos, discriminatórios e também contornáveis via corrupção.”

A sua idéia é a de que conselhos, compostos por representantes do capital, do trabalho e do consumo, regulem a entrada e saída de valores, subordinando a liberdade de aplicação dos capitalistas a diretrizes gerais de desenvolvimento – retomando parte dos poderes do Estado.

### **3.5. Observações finais**

Os parâmetros em que se dá o debate sobre a abertura financeira e os fluxos de capital nesse segundo momento analisado (1994-98) sofreram alterações importantes em relação ao primeiro período. Todas relacionadas à mudança de ambiente, marcado agora pelo sucesso do plano de estabilização e pelo contexto de abundância e reversões bruscas no financiamento externo.

A primeira mudança é uma convergência de opiniões sobre o câmbio. Boa parte dos analistas, de variadas correntes, apontavam a inviabilidade de um regime cambial quase-fixo num ambiente internacional com aquelas características. Mais ainda diante da progressiva deterioração da conta corrente do balanço de pagamentos, indissociável da valorização da taxa de câmbio. Diante da estratégia macroeconômica seguida, este foi o grande tema de discussão no período. Seria difícil concordar que o debate sobre a sustentabilidade dos déficits em conta corrente e sobre o câmbio estava interdito. Mais adequado parece ser concluir que outros aspectos, mais estruturais, da estratégia adotada para o setor externo, foram ofuscados. Mas a questão da âncora cambial, apesar de pautar as discussões sobre a liberalização financeira, não elimina a permanência das duas grandes visões sobre o tema deste trabalho. Porém os temas e os argumentos não são exatamente os vistos para o momento inicial.

De um lado, a visão “liberal”, na crítica ao modelo anterior de crescimento, reforça sua opção pela abertura ampla diante de um conjunto de alterações na economia internacional tomado como favorável. A globalização seria um período de alargamento das possibilidades de desenvolvimento para nações como o Brasil, desde que se escolhesse o caminho correto. Esse caminho, além das dimensões comercial e produtiva, no que se refere à entrada e saída dos fluxos de capital, consistiria em seguir as diretrizes de gestão macroeconômica recomendadas pela ortodoxia e encaminhar as reformas liberalizantes – na essência, portanto, a redução na oscilação desses fluxos estava ao alcance da economia local, mas não por meios diretos.

Tentar controlar o influxo excessivo de capitais – como havia feito o governo brasileiro – se mostrava ineficiente, senão no curto pelo menos no longo prazo. Controlar a saída, além da mesma ineficácia, era uma coisa muito distinta, que não fazia parte do elenco de instrumentos. O prazo curto dos capitais era um problema, mas que vinha sendo superado conforme avançava o ajuste estrutural e melhorava o ambiente econômico. Os episódios de escassez súbita decorreriam basicamente de problemas internos: atraso e dúvidas quanto ao rumo das reformas, ou erros e falta de credibilidade na gestão da política econômica. O recado das crises era portanto a necessidade de completar o processo reformador – possivelmente prejudicado com a “liberdade” conferida pela abundância de capitais.

Persistia a visão de fundo sobre a capacidade do mercado internacional de financiar o desenvolvimento do Brasil, mesmo que as promessas do momento anterior não tivessem sido cumpridas. A liberalização financeira era um dado da realidade que não deveria ser rediscutido. O momento não era tão favorável como o do início da década, e por isso mesmo exigiria a manutenção, e não reversões, do rumo que vinha sendo seguido.

Do outro lado, a visão “crítica” começa por discordar da globalização enquanto ampliação das possibilidades de desenvolvimento. Seja por enxergar nos novos tempos uma inversão na relação de forças que sustentou a estabilidade do após-guerra, cuja face financeira representava uma ordem monetária instável, com crises cíclicas e sistêmicas, acumulação dominada pelo rentismo e sérias limitações às políticas econômicas; seja por considerá-la uma categoria vazia que se prestava à isenção de responsabilidades. Em qualquer dos casos, as oscilações no financiamento externo e seus efeitos internos recomendavam a rediscussão da abertura financeira – que não havia sido alterada em essência com as tentativas de “gestão conjuntural” dos fluxos, muito presentes nesse segundo momento.

As avaliações e os diagnósticos sobre a liberalização eram desfavoráveis. As promessas para o financiamento das empresas e para o mercado de capitais haviam sido amplamente

frustradas. A entrada e saída livres de investidores externos estavam no centro da vulnerabilidade externa da economia. A escassez súbita, assim como a abundância, dependiam menos das políticas ou reformas internas e mais das características adversas do próprio mercado financeiro internacional. Proposições alternativas, bastante genéricas, complementam o enfoque. Receitas de prudência e controle na absorção de capital externo, referências à experiência chilena de controles na entrada (mesmo tendo o Brasil também utilizado expedientes com esse intuito nas fases de abundância), e a intenção de rever a abertura – com idéias que poderiam incluir inclusive a limitação das saídas e a subordinação da liberdade de investimento às prioridades sociais.

O que persiste aqui é a desconfiança, reforçada pela realidade deste período, na capacidade do mercado internacional sustentar o nível e o tipo de financiamento necessários ao país. Após as dificuldades e hesitações que marcaram a passagem para a “idade do capital”, esse segundo momento foi uma época de confirmação e aprimoramento das idéias, reforçada pelas mudanças iniciadas no debate internacional, para aqueles que nunca viram na abertura e nas finanças “globalizadas” a rota para a retomada do desenvolvimento.

Assim, se no momento inicial as temáticas da renegociação da dívida e da reinserção externa reforçavam as diferenças entre as duas visões que se procura definir, nesse segundo momento (apesar da temática da “globalização” também cumprir esse papel) a questão central do debate, relativa à âncora cambial, embaralha a divisão. O desfecho deste tema – que aproximou autores distantes e que por vezes obscureceu algumas das diferenças de fundo – inaugura a fase da flutuação cambial com liberdade de movimento para os capitais no Brasil. O último capítulo descreve o desdobramento dessas idéias diante da nova realidade.

## **Capítulo IV: Rumos distintos**

De forma semelhante ao que ocorreu nos períodos anteriores, nos quatro anos iniciados em 1999, a liberalização financeira é um tema pouco explícito nas discussões macroeconômicas no Brasil, pelo menos para a maioria dos autores. Após a adoção do câmbio flutuante, o debate se concentra em aspectos institucionais da política econômica, e recentemente dá lugar a um processo de amplas reavaliações e propostas de mudança. Vale lembrar também que, como visto no capítulo inicial, nesse último período é que se completa a liberalização dos investimentos estrangeiros no país. Outras características já apontadas são a não retomada do crescimento sustentado, o financiamento internacional mais escasso e volátil, e as taxas reais de juros permanecendo em altos patamares (apesar de mais baixas do que sob a vigência da âncora cambial).<sup>79</sup> Era, enfim, um cenário distinto do que alguns previam no início da década, ou mesmo depois de abandonada a “armadilha” da âncora cambial.

O tema da liberalização financeira é inserido nesse contexto recente de acordo com a divisão temática que se segue. Uma primeira parte tratará do debate sobre alguns dos tópicos ainda relacionados à etapa anterior: o regime cambial e monetário, as crises financeiras nos países emergentes, e as propostas de reforma na arquitetura financeira internacional. Um segundo item busca, nas discussões mais gerais sobre opções para a retomada do desenvolvimento brasileiro e redução da vulnerabilidade externa, as posturas em relação à abertura financeira e os fluxos de capital – com destaque para a defesa dos controles de capital, por um lado, e da “plena conversibilidade”, por outro. Os comentários finais fecham o capítulo.

### **4.1. Alguns temas pendentes**

A mudança de regime de política econômica em janeiro de 1999 continua, no período que se segue, a aguçar a reflexão de economistas no país com distintas posturas. Tentando compreender melhor as causas daquele episódio e os contrastes com a nova realidade, bem como formas de se evitar a sua repetição, alguns trabalhos desse terceiro momento enfocam temas da discussão anterior à crise cambial. Mas agora com algumas diferenças importantes.

---

<sup>79</sup> Ver Tabela 3, cap. I

#### 4.1.1. O regime monetário/cambial

O aspecto em que essa diferença se faz mais patente parece ser o relacionamento entre as políticas monetária e cambial, e destas com os fluxos de capital, principalmente nos momentos imediatamente posteriores à adoção do câmbio flutuante. A “convergência” apresentada no capítulo III em torno dos problemas do regime anterior desaparece tão logo a crise de janeiro de 1999 derrota a aposta na manutenção da âncora cambial.

Vale a pena, de início, recordar as principais conclusões da linha de modelos Mundell-Fleming para o tratamento dessa questão. A chamada “trindade impossível” estabeleceria que, entre a liberdade de movimentação dos capitais, o manejo da política monetária com objetivos domésticos e o controle dos movimentos da taxa de câmbio, apenas dois elementos poderiam ser escolhidos pela política econômica nacional. Trabalhando com esses parâmetros, a mudança pela qual o Brasil passara poderia ser interpretada como a simples troca do instrumento sacrificado: em lugar da política monetária, era agora a política cambial que fugiria da determinação das autoridades (dado que a livre movimentação de capitais não estava colocada em discussão). Assim, se o grande problema relacionado aos fluxos de capital tinha sido a ameaça à âncora cambial, agora a liberalização financeira poderia sair da agenda de preocupações.

Não foram poucos os analistas que seguiram por esse rumo, sendo encontrada no trabalho de Pastore & Pinotti (2000) uma expressão clara do raciocínio. Tanto a importação de crises internacionais quanto a vulnerabilidade a ataques especulativos, num ambiente de elevada mobilidade de capitais como o do mundo após Bretton Woods, estariam diretamente vinculadas ao câmbio fixo. O câmbio flutuante seria então a melhor forma de se conviver com aquela realidade externa, já que a eficácia da política monetária (que, para eles, no Brasil havia sido em parte preservada pela imposição dos controles já vistos), seria restabelecida. Para esses autores a função dos controles seria unicamente esta – preservar graus de eficácia monetária – já que evitar ataques especulativos dependeria exclusivamente da consistência macroeconômica e da flutuação do câmbio. E, portanto, a mudança de regime representava uma nova fase na discussão sobre a abertura financeira e o comportamento da macroeconomia no Brasil (p. 23-4):

“No regime de câmbio flutuante os controles de capitais para garantir a eficácia da política monetária são desnecessários. O Banco Central está liberado para utilizar a taxa de juros voltada para o objetivo da estabilidade de preços, e a flutuação cambial é que realiza o equilíbrio externo. O Banco Central tem, no entanto, que estar preparado para tolerar a volatilidade elevada da taxa cambial, o que produz, fundamentalmente, oscilações no câmbio real, mais do que no nível doméstico de preços. Finalmente, como o regime de câmbio flutuante inibe ataques especulativos, toda a discussão sobre a necessidade de controlar capitais ‘especulativos’ perde sentido.”

Esses argumentos sobre a “liberação” da política monetária para buscar objetivos domésticos não apenas sustentaram algumas das críticas à possível implantação no Brasil de um *currency board* semelhante ao argentino,<sup>80</sup> como basearam boa parte da defesa do arcabouço afinal escolhido para o funcionamento da política econômica sob a flutuação cambial: as metas para a inflação. Tal regime – que parte do suposto de uma economia financeiramente aberta, e delega à autoridade monetária a tarefa de utilizar as taxas de juros para perseguir metas explícitas (pré-definidas pelo Poder Executivo) de inflação – é apresentado como a fórmula para alterar as repercussões internas do movimento de entrada e saída de capitais.

Construída de modo a deixar explícitas a “trindade impossível” e as limitações dos dois esquemas tradicionais de política monetária (âncora cambial e âncora monetária), a apresentação que Canuto (1999) faz do *inflation targeting* comunga da convicção de que, com o ajuste externo sendo determinado pela flutuação da taxa de câmbio, a manipulação das taxas de juros – ainda mais submetida a um alvo explícito – teria a capacidade não apenas de comandar as expectativas inflacionárias, mas de reduzir significativamente os problemas externos enfrentados nos quatro primeiros anos do Plano Real. Mesmo acompanhada de ressalvas quanto a possíveis riscos da estratégia, ela é encarada como uma espécie de “suprasumo” diante das rigidezes das duas ancoragens.<sup>81</sup> Outros autores, como Delfim Netto (1999), Freitas & Muinhos (2002) e Mendonça (2002), apesar de enfatizarem outros aspectos e eventuais dificuldades do sistema, também se utilizam do contraste com a rigidez do câmbio fixo para ressaltar o isolamento da política monetária em relação aos ajustes no setor externo.

É inegável que uma das traduções desse otimismo em relação à “libertação” do compromisso com a taxa de câmbio fixo seria uma redução significativa e sustentada das taxas de juros e a retomada do crescimento. A frustração dessa expectativa ao longo dos quatro anos que se seguiram é um dos elementos que suscitam a retomada de discussões econômicas mais amplas, que serão abordadas no item 4.2. No que se refere especificamente ao regime monetário e cambial, trabalhos de avaliação da experiência brasileira com as metas de inflação, como o de Dias Carneiro (2000) – que inclusive relaciona a dificuldade de

---

<sup>80</sup>Esse mesmo texto de Pastore & Pinotti (2000) critica essa hipótese (que consta ter sido cogitada pelo governo no auge da crise) com base na idéia do “engessamento” da política monetária.

<sup>81</sup> À página 22 desse texto se lê: “Tomando-se como referência o modelo Mundell-Fleming simples do item anterior, usado para ilustrar os papéis esperados para as âncoras cambial e monetária, é como se o regime de metas de inflação incorporasse a possibilidade de freqüentes choques inesperados sobre vários dos parâmetros, sem atribuir todo o poder de ajuste à eficácia de uma única variável nominal”. Na mesma linha, ver Canuto & Holland (2002).

redução dos juros com a volatilidade da taxa de câmbio – não localizam na abertura financeira o campo de ação para aprimorar o seu funcionamento.<sup>82</sup>

Previsões e análises distintas emergem quando o grau de liberalização das operações financeiras com o exterior é levado em conta para avaliar os dilemas de política econômica. Sicsú, por exemplo, desenvolve em duas partes sua crítica às metas de inflação. Na primeira (2002a), ataca os supostos teóricos quantitativistas que, longe de serem consensuais entre os economistas, fundamentam o regime e encaminham a política monetária a ter como único objetivo o controle dos preços. Além disso, contesta com evidências internacionais a ligação do regime com a queda nos níveis inflacionários. Na segunda parte (2002b), mais relevante para este trabalho, mostra a evidência estatística de que a taxa de juros no Brasil, após 1999, teria preservado forte correlação com as variações da taxa de câmbio, um resultado não previsto neste esquema de operação da política econômica. Nas conclusões, o autor chega no elemento que corrigiria grande parte das debilidades da política econômica (p. 134):

“... a função de reação do BCB, sob o regime de metas de inflação, possui basicamente um componente cambial – a taxa de juros tem sido utilizada fundamentalmente para controlar movimentos cambiais. (...) a autonomia da política monetária para fixar (reduzir) a taxa de juros está comprometida. Não existe liberdade (discrição) para o BCB manipular a taxa de juros, mas sim uma regra de *feedback* de determinação da taxa de juros (...) Nem sempre, como prega o conhecido modelo Mundell-Fleming, existe no mundo real a *trindade possível*: livre mobilidade de capitais, regime de câmbio flutuante e *autonomia da política monetária*. (...) Se o BCB estivesse dotado de mecanismos de controle do movimento de capitais, não precisaria utilizar a taxa de juros para reduzir a sua volatilidade, conferindo assim mais autonomia à política monetária, com conseqüências positivas sobre a redução do déficit público e o crescimento econômico.”

Essa defesa do controle de capitais como complemento necessário à flutuação cambial está vinculada às posições de Batista Jr. (2000) – que sempre defendeu que “flutuação cambial pura não é para o nosso bico” (p. 168). Ele concorda que não se deveria ter um alvo explícito para as intervenções do Banco Central, que a própria flutuação desencorajaria os movimentos especulativos e que seria possível (e recomendável) comprar o excesso de divisas nos momentos de abundância. Isso, porém, não seria suficiente. O fim do compromisso com uma taxa fixa não poderia significar a oscilação desse preço fundamental ao sabor das ondas favoráveis e negativas que marcam os fluxos de capital para um país como o Brasil. Ou seja, o mercado de câmbio demandaria constante monitoramento e limitações à ação do capital

---

<sup>82</sup> Outros trabalhos do mesmo autor (Dias Carneiro & Wu, 2001 e 2002) investigam o aprimoramento do regime pela possível utilização de um “índice de condições monetárias”, e suas relações com o ajuste e o financiamento externo. Igualmente, não colocam em questão o estado de abertura financeira.

especulativo – uma discussão que, ao contrário do raciocínio de Pastore & Pinotti, não perdia o sentido com o fim da âncora cambial e que será retomada adiante.<sup>83</sup>

Numa outra linha de argumentação, Mollo & Silva (1999) buscam as raízes teóricas das prescrições cambiais alternativas, localizando na questão dos efeitos da moeda sobre a economia real o aspecto central na separação entre as diferentes posições. Enxergam um caráter ortodoxo tanto na prescrição de taxas fixas (na versão rígida de McKinnon, baseada na neutralidade da moeda no curto prazo) quanto na de câmbio flutuante (que supõe a neutralidade no longo prazo), e se enquadram em um enfoque heterodoxo. Este (que pode assumir vários matizes) discorda dos automatismos de mercado, da noção da neutralidade da moeda em qualquer prazo e da própria existência de um câmbio de equilíbrio de longo prazo, encaminhando uma solução do tipo fixação do câmbio. Mas esta taxa não seria imutável e sim um instrumento a mais na operação coordenada da política econômica. Dentro desse arcabouço, as autoras analisam a experiência brasileira de liberalização financeira (informada pelas convicções de neutralidade da moeda no curto ou no longo prazo) e a passagem, no início de 1999, do regime fixo para o flutuante e concluem, sobre os efeitos esperados e os problemas de fundo (p. 220-1):

“...seja em razão da âncora monetária, seja em vista da inserção do Brasil no processo de globalização financeira, o fato é que a taxa de juros interna pode frustrar as expectativas dos formuladores de política econômica, não baixando tanto como esperado. (...) tanto num regime de câmbio quanto no outro a forma de inserção da economia brasileira no contexto da globalização financeira vem tirando margem de manobra da política econômica, o que nos coloca de novo nas mãos dos automatismos de mercado, desta vez internacional.”

Por último, Carneiro (2002, cap. 7) retoma a idéia de uma hierarquia internacional de moedas e a regra desfavorável de formação das taxas de juros no ambiente da globalização financeira, para criticar as conclusões derivadas da “trindade impossível”. Para países como o Brasil, sempre a taxa interna seria a taxa da moeda central acrescida de um prêmio de risco, balizado pelas agências de classificação e expresso nos títulos negociados internacionalmente. Dada a incapacidade de se libertar dessas regras, os países periféricos participantes do sistema tinham sua autonomia de política econômica, mesmo sob câmbio flutuante, bastante limitada.

Ligando essa discussão do regime de política econômica com o tema do próximo item, o texto de Farhi (2001) – que tem como objetivo descrever as duas experiências brasileiras recentes de ataques especulativos (em 1998/99 e ao longo de 2001), relacionando-as com a existência e o modo de negociação dos produtos derivativos no mercado local – acaba

---

<sup>83</sup> “Como impedir que essa preocupação com a taxa de câmbio comprometa a autonomia da política monetária? A solução, no meu entender, é combinar a flutuação com restrições às transações financeiras externas, isto é, com controles seletivos sobre a movimentação de capitais.” (Batista Jr., 2000, p. 359)

revelando dois aspectos importantes. Um deles é que a simples adoção do câmbio flutuante não exclui a possibilidade de ataques especulativos; o outro é que há efeitos sobre a economia real (ainda que distintos e dependentes da reação das autoridades econômicas) nos dois casos.

#### **4.1.2. Crises e a reforma na arquitetura financeira internacional**

Novamente deve ficar claro, de partida, que essa discussão vai muito além do escopo do trabalho. Mas é relevante notar que, das derivações que esse debate internacional teve no Brasil, desdobramentos importantes para o tema da pesquisa podem ser extraídos.

Iniciando pelas explicações sobre crises cambiais, alguns autores buscam, na linha das “gerações de modelos”,<sup>84</sup> explicações mais formalizadas (ou empíricas) e com pretensões generalizantes – dando origem a trabalhos em várias direções. Leon (2001), por exemplo, busca a formalização de uma “zona de crise” dentro da qual poderia estar o endividamento público, suscitando a desconfiança dos credores na capacidade de pagamento do país e assim a ocorrência de ataques especulativos. Curado (2001), por sua vez, busca acrescentar traços da tradição estruturalista à literatura estabelecida, introduzindo a rigidez nos ajustes da balança comercial, ligada à competitividade e ao desenvolvimento tecnológico de economias como a brasileira. Goldfajn (2000), tratando da crise brasileira, conclui que a vulnerabilidade era dada pelas políticas fiscal e cambial e que foi a saída em massa de aplicadores estrangeiros, após a crise russa, o estopim do ataque (negando a hipótese do predomínio de capitais nacionais em fuga).

De comum entre esses e outros trabalhos, há uma ausência de referência aos elementos relativos à liberalização financeira no nível nacional – tomados, implícita ou explicitamente, como imutáveis – na elucidação das crises e nas conseqüências práticas do diagnóstico. Um trabalho deste tipo que toca, ainda que marginalmente, na questão, é o de Assis (2002). O autor busca elucidar (com dados de 22 países emergentes durante as crises de México, Ásia e Brasil) a origem e o contágio desses episódios, diante da polêmica “deterioração da percepção dos fundamentos *versus* comportamento de manada dos aplicadores”. Os resultados econométricos, além de postularem um padrão de reação diferente para cada crise, conduzem a conclusões ambíguas quanto às causas, gerando sugestões diversas de providências para evitá-las (p. 478):

---

<sup>84</sup> Costuma-se, na literatura internacional, separar em três tipos os modelos de ataque aos regimes de câmbio fixo, que se sucedem ao longo das crises recentes: os “canônicos”, que localizam na inconsistência dos fundamentos internos de política econômica a origem do ataque; os de “segunda geração”, que ressaltam a possibilidade de contágio, nos países com fundamentos fora do lugar, de crises originadas em outros países; e os de terceira geração, que explicam a crise pelo comportamento ineficiente de agentes do mercado financeiro e das autoridades, relacionando crise cambial com crise financeira.

“...o alastramento da crise depende fortemente do comportamento irracional do mercado, mas não afastam a hipótese de que maus fundamentos podem ter algum papel na ignição do processo de contágio. Neste caso, para se proteger do contágio da crise o país deveria completar a prática de bons fundamentos com uma linha de contingência com o FMI para ser usada no caso de necessidade e limitar a mobilidade dos capitais voláteis de curto prazo criando o imposto *Tobin*.”

No trecho citado, penetra-se no campo das reformas na arquitetura financeira internacional, que volta à tona após a seqüência de crises iniciada na Ásia em 1997. E as abordagens do tema no Brasil do câmbio flutuante, indissociáveis da discussão sobre as crises, também apresentam posturas distintas.

Uma delas, sintonizada com a as posições e a literatura dominantes em nível internacional, se encontra no trabalho de Goldfajn & Valdés (1999). Os dois autores, analisando teoricamente duas das propostas em discussão (um empréstador mundial de última instância e a participação do setor privado no ajuste), e tendo em vista o problema das “crises gêmeas” (de balanço de pagamentos e bancária), chegam às recomendações de não usar os recursos dos pacotes parciais de ajuda para defender as moedas em crise (por conta dos incentivos assim gerados para a retirada dos capitais do país, podendo gerar crise financeira), e de se implantarem mecanismos o mais completos possíveis de envolvimento do setor privado nos custos do ajuste, evitando o risco moral.

Holland & Canuto (2001), por seu lado, após fazerem um panorama das diferenças entre os regimes cambiais dos principais países da América Latina nos anos 90, constatam que essa heterogeneidade não foi suficiente para impedir o contágio regional em cada episódio de crise recente. A sugestão de política deste trabalho – já que a interdependência macroeconômica superava a distinção entre os arcabouços de política econômica – era um esforço para o acesso conjunto a fontes ampliadas de liquidez, citando especificamente a não utilizada CCL (*Contingency Credit Line*) do FMI. Enfocando outra direção possível das reformas, Canuto & Meirelles (2001) avaliam as conseqüências (potencialmente negativas para o financiamento de países emergentes) de alguns dos aspectos propostos para a revisão do acordo de Basiléia – que trata da regulação bancária e pretendia reduzir a exposição a riscos. São ressaltados o caráter pró-cíclico do financiamento externo que tenderia a prevalecer e também a tendência a uma maior diferenciação entre as economias emergentes, dada a substituição do critério de pertencimento à OCDE pelo das classificações das agências de *rating* (na avaliação do risco de um país).

Alguns outros economistas inserem esta discussão nas suas considerações quanto à liberalização financeira. Freitas & Prates (2002), por exemplo, se propõem a analisar, do ponto de vista dos países periféricos, as propostas de reforma assim resumidas: a tentativa de

correção das falhas de mercado por parte do FMI, as novas regras de adequação do capital envolvidas na revisão do acordo da Basileia e as reformas no funcionamento do FMI e BIRD (para dar conta do *moral hazard*) em debate nos Estados Unidos. As conclusões são bastante pessimistas. A defesa de “medidas heterodoxas” pelo FMI (como os controles na entrada e o envolvimento do setor privado no ajuste), em meio às recomendações tradicionais, têm o objetivo de aumentar a resistência a crises sistêmicas que ameçassem o estado geral de livre movimentação de capitais. As novas regras bancárias redundariam na tendência à homogeneização dos sistemas financeiros ao padrão anglo-saxônico e encareceriam o custo do crédito privado aos países periféricos, guiado pelas notas das agências de *rating*. E a reforma nas instituições multilaterais tenderia a ampliar a dependência desses países (principalmente os de renda média) das fontes privadas de financiamento, e a endurecer as condicionalidades envolvidas na concessão dos créditos oficiais. Em suma (p.28-9):

“...o ‘fortalecimento da arquitetura financeira internacional’ (...) significa aperfeiçoar o sistema atual, de modo a garantir a manutenção do ambiente de globalização financeira. Nesse contexto, a prevenção das crises financeiras dos países em desenvolvimento, que se revelaram uma das principais ameaças à ‘estabilidade’ do sistema, requer o aumento da eficácia da ‘disciplina de mercado’ no sentido de evitar a absorção de volumes excessivos de capitais externos por parte desses países.” Além disso, “...significará uma intensificação das assimetrias entre países centrais e periféricos e uma redução adicional do raio de manobra na definição das políticas econômicas nacionais.”

Posicionamento também crítico a essas propostas – e às explicações convencionais para as crises cambiais – se encontra no trabalho de Alves Jr., Ferrari Filho e de Paula (2000). Partindo de um referencial teórico pós-keynesiano – que enxerga no funcionamento dos mercados financeiros internacionais uma incerteza não tratável por atribuições de probabilidade, uma base informacional incompleta, a inexistência de um “valor intrínseco” ou de equilíbrio para um ativo e avaliações heterogêneas sobre os dados disponíveis –, eles localizam no conceito de especulação a grande falha das análises ortodoxas. Em todas as “três gerações” de modelos de crises cambiais, esta atividade seria vista como a ação de *noise traders*, essencialmente de curto prazo e sem conseqüências reais permanentes – com os ataques só ocorrendo diante de um fundamento real fora do lugar. Daí a dificuldade diante das crises, resultando na incorporação *ad hoc* de elementos novos a cada episódio. Na visão pós-keynesiana, a especulação é encarada como característica endógena, e a ocorrência de crises não requer novidades explicativas (p. 96):

“Em um mundo global e incerto não se podem entender instabilidade financeira e ataques especulativos como ‘anomalias’, pois eles são resultados esperados e possíveis que emergem da própria forma de operação dos mercados financeiros em um sistema no qual não existe uma estrutura de salvaguarda que exerça o papel de um *market maker* global.”

Identificada assim a grande falha no sistema financeiro global, a reforma da arquitetura internacional para esses autores deveria seguir a proposta de Paul Davidson, de criação de uma espécie de banco central mundial, com moeda internacional própria e liquidez suficiente para fazer frente aos efeitos reais da atividade especulativa nos mercados globais, na linha das idéias originais de Keynes para a institucionalidade a ser criada no após-guerra.<sup>85</sup>

Por sua vez, Batista Jr. (2002) tem visão bastante prática sobre a reforma na arquitetura financeira internacional: essa não seria uma discussão interessante do ponto de vista do Brasil. Apesar de ressurgida diante das crises recentes, a idéia de controlar os fluxos financeiros estaria arrefecendo e a preferência hegemônica ainda seria, largamente, pela liberdade dos mercados. Não era recomendável alimentar expectativas de grande influência na questão, tanto porque somente uma crise dramática, que atingisse os países centrais, fomentaria o real interesse na reforma, quanto porque, nesse caso, os interesses de tais nações seriam atendidos prioritariamente. Diante disso, o autor entende que a defesa do controle global dos fluxos de capital deveria ser feita mas, da mesma forma que na sua postura em relação à globalização, a limitação a essa atitude seria o caminho para o imobilismo (p. 177-8):

“A crença, provavelmente infundada, em uma ampla reforma da arquitetura internacional traz um inconveniente importante: desvia a atenção do que pode ser feito em âmbito nacional para diminuir a vulnerabilidade da economia às turbulências da ‘globalização financeira’. (...) Nas circunstâncias que provavelmente prevalecerão ao longo dos próximos anos, o Brasil requer uma estratégia de autodefesa estabelecida no plano nacional, isto é, um esforço sistemático e planejado de diminuição da vulnerabilidade externa e da dependência em relação a capitais estrangeiros.”

Tavares & Belluzzo (2002, p. 181), em linha parecida, comentam o contexto dos ataques e a perda de prestígio de instituições como o FMI e o Bird:

“Depois de muitas reuniões e ameaças, não propuseram seriamente qualquer reforma da arquitetura financeira internacional. Teremos, assim, de nos contentar em reformar a nossa.”

#### **4.2. Balanços, revisões e propostas**

A persistência das principais características negativas que marcaram a economia brasileira no momento anterior – notadamente o baixo dinamismo e as dificuldades cambiais – faz dessa terceira etapa um período de balanços da experiência passada e propostas globais para a retomada do crescimento e do desenvolvimento. Inseridas nesse contexto, grande parte das análises e proposições alternativas englobam de alguma maneira a questão do financiamento

---

<sup>85</sup> Vale destacar que as quatro propostas aludidas por esses autores no debate internacional – as *target zones for exchange rates* de Williamson; o *fixed nominal purchasing power parity exchange rate system* de McKinnon; a *Tobin Tax*; e finalmente a *International Money Clearing Union* de Davidson – já haviam sido objetos de uma resenha crítica, com resultados bastante desanimadores para os países em desenvolvimento, realizada por Baer *et al.* (1995) e citada no capítulo anterior.

externo, problema fundamental da economia aos olhos de praticamente todos os analistas. E nesse ponto – seja tratando da vulnerabilidade, da abertura propriamente dita ou da dependência de poupança externa – surgem aspectos centrais para o mapeamento do debate aqui realizado. Da divisão entre “críticos” e “liberais”, resulta um encaminhamento de proposições em direções opostas.

#### **4.2.1. Menos dependência, menos riscos, mais controle: idéias “críticas”**

Uma das demonstrações desse caráter de balanço e revisão foi o trabalho de Bresser Pereira & Nakano (2002). Preparado como possível subsídio para a campanha oficial nas eleições, o texto acabou ganhando repercussão acadêmica, e pretendia-se uma proposta que viabilizasse, a partir da estabilidade consolidada no governo FHC, um período de crescimento e redução da pobreza. Preconizava para tanto menor dependência do financiamento externo, políticas comercial e industrial ativas (para elevar exportações e substituir importações), posturas mais agressivas em negociações internacionais, elevação da poupança interna e aprofundamento do ajuste fiscal. Mas todas essas diretrizes (que tenderiam a manter a taxa de câmbio flutuando em torno do equilíbrio de longo prazo) só gerariam as condições para a retomada do crescimento se fossem acompanhadas pela redução substancial do patamar das taxas de juros – que, após a adoção do câmbio flutuante, estariam mirando equivocadamente uma série de outros objetivos, além do controle da inflação. O ponto mais polêmico do texto foi a hipótese levantada de uma inversão na causalidade geralmente estabelecida entre a taxa interna de juros e o prêmio de risco embutido nos títulos do país negociados no exterior,<sup>86</sup> argumentando que a redução dos juros tenderia a melhorar as condições de solvência do país e, assim, melhorar as avaliações de risco.

Das repercussões que a idéia teve – com variadas colorações ideológicas<sup>87</sup> – só interessam aqui as análises que abordam a liberalização financeira. Cumpre tal requisito, além do texto de Sicsú (2002b) já citado, a “releitura heterodoxa” de Câmara Neto & Vernengo (2002). Particularmente preocupados com os impactos das altas taxas de juros sobre o estoque de dívida pública e sua administração, os autores consideram que, mesmo com o câmbio

---

<sup>86</sup> “O risco-Brasil é determinado em última análise pelos credores externos do país, dadas as classificações de risco. Estas, por sua vez, são definidas em função dos índices de estoque de endividamento externo e público, e dos índices de fluxo (déficit em conta corrente e déficit público). Entretanto, queremos sugerir que também é importante na determinação do risco-Brasil a influência das taxas de juros definidas pelo Banco Central sobre esse risco. A taxa de juros interna contamina a taxa externa. Essa contaminação se estende, a nosso ver, às próprias classificações de risco feitas pelas agências. Se o governo brasileiro estabelece uma taxa de juros de curto prazo tão alta, deve ser mesmo um país arriscado.” (p. 164)

<sup>87</sup> Ver o próprio vol. 22 n. 3 da *Revista de Economia Política* e também o sítio [www.bresserpereira.org.br](http://www.bresserpereira.org.br).

flutuando, os altos superávits primários e as contas externas em ordem, somente a imposição de controles de capital possibilitaria a redução desejada dos juros. Para isso argumentam com exemplos recentes de países “saudáveis” atingidos por crises e outros que saíram ilesos por terem se mantido menos abertos, e prevêm efeitos positivos da medida sobre a volatilidade do câmbio e sobre o endividamento público.<sup>88</sup>

Mas os autores iniciais também dedicam atenção especial para o tema do financiamento externo (Bresser Pereira & Nakano, 2003). Neste texto, criticam a estratégia de crescimento com poupança externa (ou “restrição fraca de conta corrente”) que teria sido seguida pelos países latino-americanos nos anos 90, e cujas origens estariam na segunda versão do “Consenso de Washington” – que, através da liberalização financeira, dos juros altos e do controle do déficit orçamentário, junto com descontrole do déficit em conta corrente, teria valorizado as moedas locais e prometido o financiamento externo do crescimento.<sup>89</sup> Em meio à explicitação dos fracassos da estratégia na região (crises mexicana, brasileira e argentina), criticam o “pensamento econômico medíocre” que baseava a receita e relacionava déficits em conta corrente e absorção de poupança externa para financiar o desenvolvimento. De um lado, procuram sustentar os resultados da chamada “correlação Feldstein-Horioka” entre poupança interna e investimento, resumida no lema “o crescimento se faz em casa”. A correlação se verificaria porque a “restrição do endividamento” tende a ser respeitada: existiriam limites além dos quais o endividamento em moeda estrangeira tem efeitos negativos sobre o crescimento, pela estrutura de pagamentos que impõe e pelos riscos de crises que deixa patentes. As condições para uma absorção viável de recursos externos que não haviam sido cumpridas na América Latina, além da não superação desses limites, envolveriam a estabilidade macroeconômica e um forte incentivo ao investimento pela classe empresarial local. Por outro lado, é criticado um subproduto da estratégia: o “populismo cambial”, ou a tentação de agradar a amplos setores da sociedade com a sustentação de um nível artificial do câmbio real, possibilitada pela abundância de liquidez que se verificou no início da década, e que terminou em crises após deteriorações nas contas externas.

---

<sup>88</sup> Na realidade, tanto no trabalho de Bresser & Nakano e suas repercussões como em outras abordagens dos dilemas atuais da economia brasileira – à frente veremos, por exemplo, a visão de Garcia (2003) – a discussão do financiamento externo e da liberdade para os fluxos de capital acaba tendo vários pontos de contato com a questão do equilíbrio fiscal. O tamanho do endividamento público no Brasil, sua estrutura temporal de vencimentos, a indexação de parte importante desse estoque às oscilações cambiais e a sua trajetória de crescimento explosivo nos últimos anos reforçam as ligações do tema com as discussões desta dissertação. De certa forma, são parte importante das especificidades brasileiras no que se refere às consequências dos problemas do setor externo – que tendem a se traduzir em aprofundamento das dificuldades fiscais e financeiras do Estado. Abordar todas as prisms e detalhes dessa discussão, no entanto, foge aos objetivos deste trabalho.

<sup>89</sup> Seria uma “...estratégia de crescimento, que aceita os fluxos internacionais de capital em lugar de lhes impor limites, e a crise recorrente que ela produz...” (p. 8)

As exceções a esse roteiro de crise teriam sido China, Índia e Chile, que impuseram limites à movimentação dos capitais e, numa configuração diferente da “trindade impossível”, haviam preservado políticas monetária e cambial ativas e autônomas. Os autores contestam a liberalização financeira e suas ligações com o crescimento,<sup>90</sup> simpatizando com o controle de capitais voláteis, mas as conclusões para políticas são mais enfáticas em relação ao compromisso com a austeridade fiscal, com a baixa inflação e com um realismo cambial que gerasse equilíbrio intertemporal externo, concluindo (p. 23):

“A poupança externa e a abertura financeira podem ajudar países que não estão fortemente endividados e que tenham alcançado estabilidade macroeconômica. Enquanto essas condições não forem preenchidas, elas representam uma grande ameaça para os países em desenvolvimento.”

Há uma série de outros autores que sustentam posições semelhantes nesse nível mais geral, que no entanto antecedem esse momento e/ou avançam um pouco mais na proposição de alternativas. Gonçalves, em seu balanço mais recente da inserção externa da economia brasileira (2002, cap. 5), defende estratégias mais ativas de inserção internacional – das quais dá o exemplo chinês de preferência total ao IDE (cujas formas também ficavam sob controle nacional). Macedo Cintra (2000) qualifica a estratégia seguida nos anos 90 de “dependência sem desenvolvimento”, criticando o engate ao padrão volátil dos fluxos de capital e a reestruturação produtiva ensejada pela abertura comercial e a entrada maciça de IDE. Numa linha de ação contrária às intenções anunciadas por parte das autoridades de então (de aprofundar a integração financeira internacional e a conversibilidade da moeda), ele defende medidas drásticas de controle.<sup>91</sup>

Um livro publicado recentemente pelo IPEA e pela CEPAL (Bielschowsky & Mussi, orgs., 2002) – formado por artigos e uma resenha de entrevistas com 38 economistas brasileiros sobre as “políticas para a retomada do crescimento” – é outra fonte importante para esse momento de revisão. O texto de Tavares & Belluzzo (2002), no que se refere ao financiamento externo, começa fazendo uma recapitulação das posturas, já anotadas no capítulo anterior, sobre as motivações do retorno dos fluxos de capital à periferia (*money chasing yield* e vinculação com a nova finança global) e sobre as implicações nas políticas de estabilização e regimes monetário/cambiais, “capturados” pelas ondas de liquidez internacional e pela constante avaliação dos mercados financeiros desregulamentados. Complementam atacando as supostas vinculações entre liberalização, atração de poupança,

<sup>90</sup> Citam, nesse aspecto, como vários outros autores, o já comentado trabalho de Rodrik (1998).

<sup>91</sup> “Uma política alternativa deveria passar pela centralização dos movimentos cambiais, que possibilitaria a retomada do controle sobre o dinheiro e o crédito doméstico, pois se a conta de capitais permanecer relativamente aberta, a taxa de câmbio continuará extremamente volátil e a taxa de juro interna apresentará limites de redução de seu piso atual.” (p. 26-7)

financiamento dos déficits e complementação do investimento. E apontam os constrangimentos que a abertura financeira (e as regras do FMI) impunham às medidas necessárias à reorientação do desenvolvimento brasileiro na direção da justiça social e de um mercado de consumo de massas – o norte principal do artigo.

Na atualização de trabalhos citados no capítulo anterior, Freitas & Prates (2001) aprofundam as críticas aos impactos da abertura. Em relação ao mercado acionário, constataam o desaparecimento dos fatores impulsionadores do aumento dos investimentos estrangeiros ao longo dos anos 90 (baixa correlação entre mercados dos países centrais e dos “emergentes” e potencial de valorização de empresas em processo de privatização) e a evasão de negócios da Bovespa para as bolsas americanas (através de operações com ADRs). Movimento que também contribui para barrar o aprofundamento do mercado secundário de ações e para manter as emissões primárias em níveis muito baixos. Consolidava-se assim o fracasso das promessas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro, que continuava como fonte marginal de financiamento para as empresas. Quanto às captações de recursos no exterior, a análise é concentrada sobre as operações das instituições financeiras, nas quais se mantém o predomínio das obrigações de curto prazo (voltadas ao financiamento do comércio exterior) e a concentração maior nas operações de repasse. Estas, por sua vez, também se reduzem diante da elevação do risco cambial com a flutuação do câmbio, diminuindo o diferencial de custo em relação às fontes internas e direcionando as aplicações em títulos cambiais. A conclusão é a de que a captação de um volume expressivo de recursos externos não havia alterado substancialmente o *funding* do sistema bancário doméstico, pouco contribuindo para o financiamento das pequenas e médias empresas, que não tinham acesso direto ao mercado externo.

Embasado na mesma avaliação, Carneiro (2002, cap. 8) aponta outras conseqüências da liberalização. A substituição monetária estaria se ampliando, através da permissão para depósitos em moeda estrangeira no sistema bancário local (restrito a algumas empresas dos setores de petróleo, gás e energia elétrica), dos contratos futuros de moeda e da emissão crescente de dívida pública indexada à variação cambial. O direcionamento prioritário do crédito para atividades geradoras de divisas seria outro efeito negativo.

Por fim, Sayad (2002) faz a distinção, em nível internacional, entre períodos de repressão e de liberalização financeira, que tendem a se repetir e a gerar ondas sucessivas de inovações em busca das oportunidades de arbitragem e concentração de aplicações; especulação e crises, seguidas por novas regulações. Depois de recapitular as especificidades, avanços e debilidades dos esquemas de financiamento brasileiros no período de convivência com a

inflação, o autor chega no período recente de globalização financeira e acesso renovado aos fluxos externos de capital. Na época de acúmulo de déficits em conta corrente e incentivos à captação externa, vislumbrou-se a solução dos problemas de financiamento de longo prazo, mesmo tendo permanecido sem financiamento os setores mais carentes. A crise de liquidez internacional e as perdas nos passivos dolarizados depois da desvalorização haviam trazido de volta os velhos problemas (p. 356):

“A conclusão sobre o período é simples e faz parte da sabedoria popular: só podem tomar empréstimos em dólares países que produzam muitos dólares e que possuam muitos dólares em reserva. Ou, em outras palavras, bancos só emprestam (dólares) para quem não precisa de dinheiro (dólares) emprestado. Em termos de política econômica, o país precisa aumentar rapidamente o superávit em conta corrente e acumular reservas internacionais volumosas, se quiser contar com o dólar como lastro da estabilidade da moeda nacional e dos ativos financeiros necessários para o financiamento do desenvolvimento.”

A passagem aborda também a questão da vulnerabilidade externa, indissociável da temática mais ampla, e que se torna patente nos anos que se sucedem à adoção do câmbio flutuante, inclusive pelos seus impactos sobre o endividamento interno. E praticamente todos os economistas aqui agrupados concordam que a liberalização financeira contribuiu decisivamente para a ampliação dessa vulnerabilidade. Na resenha de entrevistas (Sochaczewski, 2002) do citado livro organizado por Bielschowsky & Mussi, há outras indicações nessa direção.

O resenhador enxerga uma convergência em torno de duas linhas de medidas para lidar com a restrição externa ao crescimento: a necessidade de melhoria da posição negociadora nos mercados internacionais e de um melhor uso do IDE. Convergência que, entre os classificados como opositores das tendências liberalizantes, é acrescida da defesa de “políticas e ações específicas e precisas com vistas em elevar a capacidade competitiva dos produtos brasileiros no exterior, e de promover a substituição competitiva de importações” (p. 61). Dentre os entrevistados, dois vão além e propõem medidas relativas à abertura financeira. Um deles, Paul Singer, defende a formulação de um orçamento cambial anual submetido ao Congresso, recebendo o país (como IDE) apenas a quantidade de divisas necessária ao fechamento das contas externas.

O outro aponta uma linha de ação mais ampla do que as saídas consensuais entre os críticos, detalhada em seu último texto a esse respeito (Batista Jr., 2002). Fundamentando a opção pela “autodefesa” em lugar da espera por reformas na arquitetura financeira internacional, o autor aponta três linhas para a redução da vulnerabilidade: a diminuição do desequilíbrio em conta corrente, através de um esforço exportador que envolvesse as áreas comercial, tributária e creditícia, além da manutenção do câmbio em patamares competitivos; a elevação do estoque de reservas internacionais para fazer frente aos momentos de reversão

dos fluxos de capital e poder monitorar a taxa de câmbio; e os controles preventivos na conta de capital, tratados a seguir. As suas justificativas repetem a linha de argumentação várias vezes apontada ao longo deste trabalho (p. 183):

“A economia internacional, especialmente na sua dimensão financeira, continuará instável e turbulenta. O Brasil não deve, como fez tantas vezes no passado, presumir que essa instabilidade tem caráter conjuntural. Ou que a vulnerabilidade externa é um risco inevitavelmente associado à participação em uma economia ‘globalizada’. (...) para resguardar-se contra choques externos e realizar plenamente o seu potencial de desenvolvimento, o Brasil precisa redefinir de forma inteligente a sua inserção internacional. (...) O essencial é reduzir o engajamento com os mercados financeiros externos e a dependência em relação a capitais estrangeiros.”

#### 4.2.1.1 Controlar os capitais?

Os controles de capital, que já apareciam no debate em momentos anteriores, também marcam presença no período do câmbio flutuante. Como visto nas páginas anteriores, relacionados tanto à dependência da poupança externa quanto ao funcionamento da política econômica. Novidades nesta discussão, porém, surgem apenas na forma de um maior detalhamento das possíveis medidas a serem tomadas – algumas das quais, aliás, não são inéditas na experiência brasileira recente, como visto no capítulo I.

A postura contrária aos controles recicla os argumentos citados no capítulo III (quando não retirava totalmente a relevância desta discussão sob o câmbio flutuante, como já visto). Vieira & Holland (2003), por exemplo, procuram inserir a discussão dos controles – efervescente na literatura após as crises recentes nos países emergentes – dentro da polêmica sobre a “endogeneidade do risco-país” levantada por Bresser & Nakano. Do *survey* que fazem em parte da literatura internacional sobre o tema, aceitam a conclusão de que, apesar de possíveis efeitos de curto prazo, os controles de capital nos países emergentes não são eficazes a longo prazo. Mais do que isso, concluem que falta nessa avaliação de eficácia, diante das crises recentes, justamente a incorporação do caráter endógeno do risco-país. Mesmo assim, a análise econométrica gera resultados que reforçam idéias já analisadas anteriormente (p. 24):

“This kind of empirical finding is in fine tuning with the literature suggesting that capital controls have no significant long-term effect and that capital controls react to changes in capital flows (Cardoso & Goldfajn, 1998)...”

Cardim de Carvalho (1999), entre outras considerações sobre o tema, apresenta um contraponto a esse tipo de crítica, recorrente, sobre a eficácia de tais expedientes:

“Faz-se normalmente uma demanda aos controles de capitais que não é feita a nenhum outro dispositivo de repressão a uma atividade indesejada pela sociedade. Critica-se que controles não são capazes de eliminar movimentos especulativos de capital. A exigência de erradicação de um determinado comportamento não é feita, por exemplo, ao aparato de repressão a assassinatos, tráfico de drogas, etc. O intuito de controles, semelhantemente, não é eliminar toda e qualquer probabilidade de circulação de

capitais especulativos mas, sim, torná-los marginais, confinando-os a volumes que possam ser administráveis e minimizando seus efeitos. Neste sentido, por exemplo, o fato de que os controles impostos pela Malásia, em 1998, não tenham impedido toda e qualquer fuga de capitais é largamente irrelevante, como também o é a eventual existência de um mercado negro de divisas em economias que adotem controles, desde que se tenha sucesso em limitar estas operações.”

O final da passagem cita a experiência malaia de controlar a saída de capitais em meio a uma crise cambial. O já citado estudo recente, de repercussão internacional, de Kaplan & Rodrik (2001), defende a superioridade (em termos de crescimento, emprego, renda e nível do mercado acionário) desta alternativa quando comparada aos programas de ajuste do FMI – e gerou inclusive algumas reações no Brasil.<sup>92</sup> Mas, excetuando-se alguns momentos de crise cambial mais grave (1998 e 2002), a alternativa de controles de emergência, sobre os capitais já investidos, não foi marcante no debate brasileiro durante todo o período analisado. As propostas, em geral bastante genéricas, remetiam mais ao disciplinamento de capitais ainda não internalizados. Nessa linha, Batista Jr. (2002) é quem melhor detalha sua opinião no período recente, embasando a busca de um novo tipo de inserção externa.<sup>93</sup>

Muito diferentes de medidas de emergência necessárias em momentos de aguda crise no setor externo (centralização cambial, moratória, etc.), as ações defendidas pelo autor procurariam, sem ferir compromissos internacionais, “administrar a composição dos capitais que ingressam no país, alongar o perfil do endividamento externo e fechar as diversas brechas na legislação que facilitam a evasão de capitais de residentes” (p. 180). Para o primeiro objetivo, é citado o uso do IOF e o estabelecimento de depósitos compulsórios (com baixa ou nenhuma remuneração) para desencorajar fluxos voláteis ou de curto prazo, cuja entrada redundaria em valorização cambial excessiva e deterioração do passivo externo. Em relação à administração do endividamento, com o objetivo de alongar o seu perfil e evitar a concentração de vencimentos, o Banco Central deveria estabelecer prazos mínimos de carência e amortização progressivamente mais longos, além de gradualmente restringir, ou proibir, as cláusulas contratuais que permitem o resgate ou o pagamento antecipado dos compromissos externos (as *call* e *put options*). Eventualmente a demanda de pré-pagamento poderia ser atendida com o depósito das divisas no Banco Central, que assumiria a dívida e

<sup>92</sup> Matérias na edição de 17/08/2001 do jornal *Valor Econômico* tratam do texto e da experiência polêmica, e colhem as opiniões de alguns economistas brasileiros. Criticam a medida e seus prováveis efeitos futuros Alexandre Scheinkman, Eduardo Gianetti da Fonseca e, em menor medida, Delfim Netto. Luís Gonzaga Belluzzo vê esse tipo de medida como inevitável num momento de crise aguda, que deveria ser repetida se a contração na liquidez internacional de acelerasse. Paul Singer insere na discussão sua idéia de orçamento cambial e Guido Mantega mostra mais simpatia por controles na entrada. Gustavo Franco, por sua vez, via muito rigor na legislação brasileira: o país já conviveria com controles cambiais no estilo da Malásia.

<sup>93</sup> O momento em que se finaliza este trabalho (maio/junho de 2003) apresenta um discreto ressurgimento do tema, por enquanto restrito às reportagens e editoriais na imprensa e a colunas e pronunciamentos de economistas. Não se apresentam até agora grandes novidades (em termos de argumentos ou personagens) em relação ao aqui exposto.

cumpriria o prazo original. Finalmente, tratando de modo implícito das contas CC-5, ele completa sua receita (p. 181):<sup>94</sup>

“...rever a legislação de maneira a eliminar as lacunas e omissões que concedem a uma minoria privilegiada de brasileiros excessiva liberdade na remessa de capital para o exterior, com prejuízo não só para o balanço de pagamentos como também para a arrecadação de tributos. O Banco Central deve redobrar a sua supervisão sobre as operações externas das instituições financeiras brasileiras e das estrangeiras que operam no Brasil, aplicando com todo rigor a legislação.”

#### **4.2.2. Mais integração, mais credibilidade, plena conversibilidade: idéias “liberais”**

Voltando aos temas da vulnerabilidade e das restrições externas ao crescimento, presentes nas entrevistas feitas por Sochaczewski (2002), há destacados economistas brasileiros que pareciam minimizar a relevância do problema: Armínio Fraga enxergava facilidade de financiamento e estabilidade nos déficits; Paulo Haddad via excesso de poupança em nível mundial; Rogério Werneck apontava o IDE como fonte do raio de manobra para superar eventuais dificuldades e Francisco Lopes argumentava na linha das posturas vistas na seção 4.1.1: “com o câmbio flutuante a restrição externa é irrelevante” (p. 60).

Há outros que dedicam atenção ao tema, concordando com as duas primeiras linhas de ação apontadas anteriormente (melhoria da posição negociadora e melhor uso do IDE) mas criticando as propostas de incentivo governamental a exportações e substituição de importações. Entre esses, se faz presente a idéia de que apenas o avanço na integração internacional traria a solução definitiva para a restrição externa – Marcelo de Paiva Abreu, por exemplo, cita as oportunidades abertas pela ALCA e por um acordo com a União Européia.

Posições semelhantes – que não introduzem o tema da liberalização financeira na análise – são encontradas em diferentes textos apresentados no fórum que pretendia abranger os desafios do desenvolvimento para o novo governo – entre os quais se destacavam as dificuldades do setor externo (Dias Leite & Reis Velloso, orgs., 2002). Pires de Souza (2002), numa síntese deste debate, se propõe a comparar alternativas para a redução da vulnerabilidade, vista como obstáculo fundamental ao crescimento. Tanto porque a correção da política econômica, a partir de janeiro de 1999, não havia removido a fragilidade diante dos choques externos, quanto porque o ambiente financeiro internacional se revelava bastante adverso após as crises nos mercados emergentes. Tal diagnóstico se desdobra, porém, num

---

<sup>94</sup> Vale notar novamente que, dessa lista de medidas sugeridas pelo autor, tanto o uso do IOF para desestimular a entrada de capitais de curto prazo, quanto a manipulação de prazos mínimos de carência e amortização, constituem medidas já experimentadas pelo país até meados da década. Seu uso não alterou, no entanto, o rumo das medidas “estruturais” de liberalização financeira, conforme argumentado no capítulo I deste trabalho.

elenco de opções a serem avaliadas que destina à marginalidade as propostas de atuar sobre a abertura financeira (p. 177):

“O consenso sobre a necessidade de reduzir a fragilidade externa da economia se desfaz quando se trata de especificar a maneira de atacar o problema. Há pelo menos três abordagens distintas (não necessariamente excludentes, embora partindo de visões distintas) sobre o caminho a adotar: a redução rápida do déficit em conta-corrente, através da geração de saldos comerciais crescentes; o crescimento acelerado das exportações e das importações, aumentando sua participação no PIB; e por fim, o avanço nas reformas, a criação de instituições que evitem retrocessos na política macroeconômica e a exibição de redobrado virtuosismo fiscal (com elevação de superávits primários), de forma a que o Brasil seja promovido à categoria de *investment grade*.”

Exemplo perfeito da terceira abordagem se encontra nesse mesmo volume, na intervenção de Langoni (2002) – que, além do acesso aos megamercados em negociações como a da ALCA, defende a manutenção do tripé de política macroeconômica correta (superávits primários elevados, juros guiados pelas metas de inflação e câmbio flutuante), a independência do Banco Central e a retomada das reformas interrompidas. Essa receita a ser seguida, com objetivos de melhora nas avaliações internacionais de risco, denota não apenas a rejeição a qualquer questionamento da liberdade dos fluxos de capital, como também a de continuar contando com a contribuição da “poupança externa”. O mesmo sentido geral se verifica em trabalhos com uma perspectiva mais ampla, equivalentes (com sinal contrário) àqueles que, como já visto, criticavam diversos aspectos do financiamento externo nos últimos tempos.

Um primeiro exemplo é o texto de Dias Carneiro (2002). Nele, o autor parece tratar de um momento adverso, no qual os rumos impostos à economia brasileira ao longo da década de 90 pareciam estar ameaçados. Preocupavam de perto as relações sugeridas no debate entre esses rumos e os juros altos, a volatilidade e os baixos patamares no crescimento do PIB (fatos concretos da economia estabilizada), bem como os seus efeitos sobre o crescimento de longo prazo. Analisando o comportamento das séries de taxas de juros reais, crescimento do PIB e volatilidade das mesmas, antes e depois da estabilização, chega à conclusão de que, apesar de ser superior em todos os aspectos, o panorama da economia pós-Plano Real apresentou alta volatilidade na taxa real de juros, aumentando a volatilidade e a incerteza nas projeções de crescimento, e prejudicando de fato a expansão a longo prazo.

O problema é que essa volatilidade dos juros reais poderia ser reflexo dos choques externos recentes. O país se via então numa situação de, apesar da maior capacidade de resposta coerente (fruto da maior flexibilidade e eficácia dos instrumentos, garantidos pelo avanço institucional e pela diminuição dos artificialismos), estar sujeito a uma percepção pior acerca da gravidade dos choques. Num cenário em que, para os anos seguintes, a previsão era de novas dificuldades externas e possíveis alterações de rumo na condução da economia, a

tarefa seria equilibrar a preservação do progresso institucional com a capacidade de defesa diante de cenários adversos, reduzindo a propagação interna dos choques e reforçando a confiança dos investidores externos nos projetos de longa maturação. Os desafios seriam reestimular a economia sem abrir mão da moeda própria e evitar que as taxas de juros nominais muito elevadas ameaçassem a estabilidade pela inviabilização do crédito privado de longo prazo.

Assim, mesmo fazendo a vinculação das dificuldades macroeconômicas com o cenário de financiamento externo adverso, as conclusões procuram reforçar as ligações estabelecidas com o sistema financeiro internacional e a importância da atração de investidores. Dois outros autores são mais explícitos.

Garcia (2003), em trabalho recente, busca as razões da frustração de expectativas após a adoção do câmbio flutuante e das metas da inflação e procura definir uma receita para o país escapar da armadilha dos juros altos (que não apenas limitava o dinamismo mas também colocava o endividamento público interno numa trajetória insustentável). Usa para isso um instrumental que insere a restrição de liquidez internacional na análise da macroeconomia aberta, considerando o país insuficientemente integrado aos mercados financeiros internacionais.<sup>95</sup> Suas conclusões começam por uma discordância das idéias de Bresser & Nakano (já que as altas taxas de juros não seriam irracionalidade e sua redução levaria à fuga de capitais), passam pela explicitação da incapacidade de uma economia “restrita em liquidez internacional” usar políticas anti-cíclicas e chegam na explicação das turbulências do ano de 2002 pela aversão ao risco aguçada pelas eleições presidenciais. São apontados, para o novo governo, a necessidade de garantir a credibilidade – com dureza na perseguição das metas de inflação (para o que contribuiria a independência do Banco Central) e afastamento de qualquer postura heterodoxa. No que toca à solvência do Estado, superávits primários elevados e mudanças na composição do estoque de dívida seriam recomendáveis.

Mas isso não bastaria; para encaminhar o crescimento sustentado seria imperioso enfrentar corretamente a extrema vulnerabilidade aos choques financeiros externos, encarada como o “calcanhar-de-Aquiles da economia brasileira”. Da lista de medidas práticas (p. 22), os dois pontos iniciais são os mais importantes aqui:

- “To further the integration of Brazilian and international financial markets. This will help increase the amount of international liquidity of the economy;

---

<sup>95</sup> “The fundamental characteristic for a model to adequately represent the events described (...) is the imperfect integration (segmentation) between the Brazilian domestic market and international financial markets. Here we resort to the simplest version of the dual liquidity models developed by Caballero and Krishnamurthy (2002). This static simple model is akin to the traditional Mundell-Fleming IS-LM-BP model with a restriction on the amount of foreign liquidity that can be used as collateral for foreign capital inflows.” (p. 11)

- To increase the exportability of the economy. This implies both larger exports and larger imports. It is not akin to import substitution. More exports or more services and products that can be shifted to external markets represent further international liquidity. Import substitutes that can only survive protected by high tariffs do not increase international liquidity;”

Estas recomendações fazem referência às idéias contidas em Bacha (2002). Auto-proclamado um guia para uma linha de pesquisa,<sup>96</sup> o que importa desse texto são as soluções apresentadas para aquele que teria sido o grande erro do neoliberalismo. O paradigma anterior, aplicado à América Latina através do “Consenso de Washington” teria ignorado o obstáculo monetário representado pela “restrição de divisas”,<sup>97</sup> e as formas de enfrentar esse problema teriam separado os casos de sucesso e fracasso recentes entre os países emergentes. Três são as alternativas analisadas para enfrentá-lo, todas localizadas na esfera financeira: descarta a primeira (a constituição de um prestador internacional de última instância) pela resistência do pensamento dominante, perdido na trilha errada do *moral hazard*; e também não vê viabilidade na segunda (a implantação da ALCA com dolarização completa do continente), pela ausência de condições para uma área monetária ótima e pelas resistências nacionais à perda de soberania.

Restaria, portanto a saída nacional, e esta passaria por um aprofundamento dos mercados financeiros domésticos, que tornasse o investimento menos dependente do financiamento externo. Mas o significado dessa sentença ia muito além do desenvolvimento do sistema financeiro local. Envolveria a “exportabilidade” do PIB que, como visto na citação de Garcia, era diferente da simples elevação de exportações e muito distante de qualquer substituição de importações, significando ampliar a parcela no PIB “do volume de ativos internacionalmente colateralizáveis do país”. E também se afastava das idéias em voga sobre o financiamento externo. Era de mais e melhor poupança externa que o Brasil necessitava (p. 365):

“... não se trata de substituir a poupança externa pela poupança interna, para ‘reduzir a vulnerabilidade do balanço de pagamentos do país’, conforme tão freqüentemente se lê na imprensa local. Ao contrário, a

<sup>96</sup> Trata-se de um comentário a trabalhos apresentados por J. Stiglitz e D. Rodrik – cuja importância já foi descrita na seção 3.2 e que Bacha denomina como fundadores do “Dissenso de Cambridge”, aos quais procura contribuir para desenvolvimentos futuros – em seminário internacional no BNDES em setembro de 2002.

<sup>97</sup> A definição da questão (a mesma que Sayad dizia fazer parte da sabedoria popular) é a seguinte (p. 361): “...o maior problema para a convergência dos níveis de renda é que – exceto pelos exportadores de petróleo – o retorno ao capital estrangeiro se materializa na moeda doméstica do país importador de capital. E existe uma dificuldade, típica das estruturas econômicas e financeiras dos países emergentes, para transformar esses recursos em divisas fortes. Essa restrição de divisas limita o fluxo de capital (porque aumenta o risco do investimento) e tende a provocar crises periódicas de balanço de pagamentos.” Vale notar que a questão tem preocupado recentemente o *mainstream* acadêmico-financeiro internacional, sob o nome de *Original Sin*. Entre autores brasileiros, outro trabalho que o aborda desse ponto de vista é o de Goldfajn & Rigobon (2000), que procuram estabelecer as relações entre o desenvolvimento financeiro de um país e a posse de uma “*hard currency*”. Os resultados não corroboram a tese de que ter uma moeda internacionalmente aceita é pré-condição para o desenvolvimento financeiro, sendo mais importante para esse objetivo um ambiente de estabilidade macroeconômica.

ampliação, pela exportabilidade, do volume de ativos internacionalmente colateralizáveis permitirá ao país deter, com segurança, um maior volume de dívida externa, de forma a acelerar o crescimento do PIB pelo aproveitamento das oportunidades existentes de investimento, que devem, em princípio, ser mais atrativas do que em países industrialmente avançados.”

Além de um exemplo da segunda abordagem para a vulnerabilidade externa – de acordo com a enumeração de Pires de Souza anunciada algumas páginas atrás –, essas considerações embutem uma concepção de fundo (acerca da disponibilidade de financiamento internacional a países periféricos) pouco alterada em relação ao início da década. Se no curto prazo o essencial era manter a credibilidade e a correção das políticas e encaminhar as reformas faltantes, no longo o necessário era ampliar o fluxo de comércio, real ou potencial. Assim o financiamento externo, problemático nas últimas décadas a ponto de suscitar a consideração da “restrição de divisas”, fluiria para os projetos mais lucrativos da economia emergente. Mas essa reflexão não apenas reforça convicções antigas como avança na direção da liberalização.

Em um texto que, apesar de publicado na imprensa, tem uma pretensão mais acadêmica, o raciocínio é completado (Bacha, 2003)<sup>98</sup>. Procurando inserir as “novas” idéias sobre a restrição financeira externa numa linha evolutiva que se iniciaria no conceito de estrangulamento externo da Cepal, o autor faz um paralelo com a trajetória das teorias estruturalistas da inflação na América Latina – que também teriam partido de concepções originais cepalinas e chegado no diagnóstico definitivo da inflação inercial. O paralelo se desdobra frente à solução encontrada para a inflação no Brasil:

“Cabe lembrar que, antes da URV, os mecanismos de coordenação (...) incluíram o congelamento geral de preços e salários ou o congelamento dos ativos financeiros. No nível externo, tais processos tiveram sua contrapartida na interrupção dos pagamentos da dívida externa em 1982 e na centralização cambial e moratória da dívida externa em 1987. Os altos custos que o país ainda paga por essas experiências reduzem seu atrativo nas circunstâncias atuais. Como sugere a exitosa experiência do Real, um mecanismo adequado de coordenação deveria emular as tendências do mercado – e não suprimir tais tendências – como faria o controle de capitais.”

A busca é então por um elemento de coordenação de expectativas, que superasse aos olhos dos investidores estrangeiros a condição de vulnerabilidade externa que historicamente persegue o país. Num ponto culminante da trajetória de reflexão, deste e de outros autores, sobre a abertura financeira, esse elemento é encontrado:

“... um programa de conversibilidade integral da moeda (...) serviria a tal propósito, pois sinalizaria com firmeza o desiderato da sociedade brasileira de incorporar-se à globalização. Mais concretamente, junto com a flutuação, a conversibilidade seria uma forma de dar ‘exportabilidade’ ao PIB como um todo, pois tornaria o dólar acessível mesmo às firmas voltadas para o mercado doméstico – e, nesse sentido, deveria aumentar o acesso do país ao financiamento internacional.”

---

<sup>98</sup> Tanto este texto de Edmar Bacha quanto um de Pêrsio Arida sobre o mesmo tema (citado na sequência) seriam republicados na *Revista de Economia Política* vol. 22, n. 3, jul-set 2003.

Tal proposta – a de dar plena conversibilidade à moeda nacional, finalizando a liberalização das contas externas e completando a trilogia monetária buscada pelo Plano Real (unidade de conta, meio de troca e a partir de então reserva de valor) – havia reaparecido no debate brasileiro em um texto de outro economista dessa linha. Com o detalhamento da idéia se encerra o capítulo final.

#### **4.2.2.1 Livre conversibilidade?**

Num longo artigo publicado no jornal *Valor Econômico*, Arida (2002) lança a proposta de dar conversibilidade plena à moeda brasileira. Deixando claro – em referências à experiência argentina – que a única das diferentes concepções de conversibilidade defendida para o Brasil era a de “ausência de quaisquer entraves ou restrições à troca de dólares por pesos ou de pesos por dólares”, o autor entende que a transição para a flutuação cambial ainda não havia sido completada, dada a permanência de mecanismos de controle típicos do regime de taxas fixas. Entre esses mecanismos, o destaque é para a separação formal entre os dois segmentos, comercial e financeiro, do mercado de câmbio.

Na prática, havia livre comunicação entre os dois, mas persistiria o risco de, a partir de uma decisão da autoridade monetária, serem reintroduzidas restrições à transformação da moeda nacional em estrangeira (risco ampliado pela inexistência de independência formal dessa autoridade). A manutenção dessa possibilidade teórica – cuja defesa se baseava numa ultrapassada diretriz de impedir o uso do dólar como reserva de valor e na preservação de um mecanismo de ação rápida da política econômica em momentos de crise – impedia a entrada de uma oferta potencial de recursos externos e adicionava ao risco de crédito um risco de racionamento de divisas. Entre outras vantagens (a extinção da figura de “ilícitos cambiais”, geradora de mal-entendidos e associações erradas com atividades criminosas; o fim do “fantasma da moratória externa”; a redução dos custos de transação), o principal argumento favorável à plena conversibilidade envolvia assim o custo dos empréstimos externos e suas conseqüências:

“O ponto a reter (...) é que se tivéssemos plena conversibilidade, afastando o risco da reintrodução de controles por via administrativa, teríamos menores taxas de juros em dólares nos títulos de longo prazo no exterior e, por conseqüência, menores taxas de juros em reais. O custo de se manter o controle cambial no universo dos mundos possíveis é pago aqui e agora através de taxas de juros mais altas do que deveriam ser.”

As qualificações da idéia incluem o cuidado em evitar o pagamento em moeda estrangeira de obrigações contraídas no país, para a manutenção dos ganhos de senhoriagem, e o caráter não abrupto que as mudanças deveriam ter, pois seria apenas o aprofundamento do caminho

correto e gradual de liberalização até então seguido, longe de qualquer ruptura. A proposta, que consolidaria os ganhos do Plano Real,<sup>99</sup> já havia sido sugerida pelas autoridades monetárias no segundo semestre de 1999, quando a superação do período crítico da crise cambial aguçou o otimismo de parte dos analistas (como apontado no item 4.1). Seria o passo final das medidas de consolidação da abertura adotadas na gestão Armínio Fraga à frente do Banco Central, que conformam o quadro “estrutural” de liberalização financeira no Brasil, descrito no início do trabalho. A intenção anunciada não se desdobrou em medidas práticas.<sup>100</sup>

Argumentos contrários à proposta podem ser encontrados, inicialmente, como reações a essa intenção oficial – como a já citada posição de Macedo Cintra (2000). A descrição atualizada da legislação feita por Freitas & Prates (2001) trata de modo marginal a idéia de unificação dos segmentos do mercado de câmbio. A liberalização dos movimentos de capital, para elas, já havia sido completada, e o mercado brasileiro já era totalmente aberto à entrada de investidores estrangeiros – ou seja, a livre conversibilidade resultaria apenas na desburocratização das operações de remessa de recursos. Batista Jr (2000, p. 369), ao contrário, qualifica como “no mínimo temerária” a proposta – citando como exemplo de consequência a impossibilidade de administrar o perfil do endividamento externo – e repete que o Brasil necessita de medidas em outra direção, a de reverter a prematura liberalização. Da recente recolocação do tema em pauta, apenas breves comentários podem ser encontrados em artigos na imprensa.<sup>101</sup>

### 4.3. Observações finais

Talvez a característica mais marcante deste terceiro e último momento examinado, na controvérsia sobre a liberalização financeira e os fluxos de capital, seja a distância, tanto em relação à argumentação quanto aos caminhos propostos, entre os dois campos que vêm sendo acompanhados desde o início da década. Diante da persistência na oscilação dos fluxos de

---

<sup>99</sup> “Em tese, é sempre possível estabilizar os preços mantendo-se um único preço fixado em termos nominais por um período suficientemente longo de tempo. O primeiro teste da estabilidade monetária ocorre quando se permite que este preço-âncora, tipicamente a taxa de câmbio, flutue; o segundo e derradeiro, quando se permite que a moeda seja nele conversível sem qualquer forma de restrição. Passados já quatro anos, pode-se dizer que passamos muito bem pelo primeiro teste; falta-nos aprofundar o segundo para consolidar de vez os ganhos obtidos.”

<sup>100</sup> Referências a essas intenções aparecem em Prates & Freitas (2001, p. 86) e Batista Jr. (2000, p. 368).

<sup>101</sup> L. G. Belluzzo, por exemplo, ataca as concepções implícitas na proposta: “O último grito nos laboratórios da sabedoria financeira nativa é a adoção progressiva da conversibilidade do real com taxas flutuantes. Os que advogam tal providência são adeptos da idéia de que, no mundo das finanças internacionais, todos os gatos são pardos: não parecem levar em conta que o sistema monetário global é constituído por uma hierarquia de moedas, umas mais ‘líquidas’ do que outras.” (“Os riscos da travessia”, *Folha de S. Paulo*, 05/01/2003).

financiamento externo (agora em patamares mais baixos) e da não superação de grande parte dos problemas do período anterior, as duas visões reagem de modo oposto. Começamos novamente sumariando o lado “liberal” do debate.

Alguns economistas encararam com certo entusiasmo o abandono do câmbio fixo e a adoção do regime de metas para a inflação. O ajuste externo passaria a ser feito pela taxa de câmbio e as taxas de juros seriam libertadas para mirar apenas o controle da inflação. As crises recentes nos mercados emergentes, mesmo que fossem espalhadas pelo contágio, tenderiam a atingir aqueles países nos quais algum fundamento estivesse fora do lugar. Preveni-las, portanto, demandaria correções nos esquemas internacionais de financiamento (desincentivando o *moral hazard* e reforçando as exigências na regulação bancária), ou a ampliação do acesso das economias emergentes a fontes de liquidez internacional. Tudo sem questionar a liberdade de entrada e saída dos fluxos de capital.

No que se refere às dificuldades para reduzir as taxas de juros e à vulnerabilidade externa da economia, antigas convicções foram aprofundadas. Tal redução, por um lado, dependeria da melhora na percepção de risco internacional, e para isso o país teria que ampliar a parcela dos fluxos de comércio no produto e principalmente manter a credibilidade e a correção de rumo nas políticas e reformas econômicas. As dificuldades dos últimos anos, nesse sentido, decorreriam da incompletude desse ajuste ou, mais recentemente, das ameaças representadas pelo processo eleitoral. Além disso, teria ficado explícita, para uma parte desses autores, uma característica essencial das economias periféricas: a “restrição de divisas”, ou a dificuldade de gerar a moeda na qual contrai dívidas no exterior.

Ampliar a “exportabilidade” do PIB e completar definitivamente a liberalização das relações financeiras com o exterior, extinguindo a separação entre os dois mercados de câmbio e as possibilidades de imposição de controles sobre a saída de divisas, faria frente a esse problema histórico. A plena conversibilidade da moeda nacional seria assim o ponto de chegada de um processo de modernização institucional das relações do país com o exterior. Abolir a possibilidade teórica de impedir a troca de reais por dólares resolveria o custo excessivo do crédito externo. O Brasil continuava necessitando da contribuição da poupança externa para o seu desenvolvimento; e as condições para que os fluxos internacionais de capital se dirijam para as oportunidades mais lucrativas estavam ao alcance de providências domésticas. Numa palavra, a tarefa seria avançar na liberalização e nas providências que ela impõe, indo além do que, no capítulo I, se chamou de “conclusão” dessa esfera da abertura econômica.

A visão “crítica” nesse terceiro momento, apresenta com maior nitidez suas avaliações e propostas, numa direção bastante distinta da sumariada acima. Começa por considerar que o funcionamento da política econômica no Brasil não responderia às conclusões de modelos de macroeconomia aberta. A taxa de juros não seria libertada pela flutuação cambial e, portanto, a sua redução sofreria as limitações impostas pelas condições internacionais. Condições que, pelas alternativas em debate para a reforma na sua arquitetura, se manteriam adversas, dada a manutenção dos elementos centrais na desordem do sistema financeiro internacional: a ausência de uma institucionalidade mundial que fornecesse liquidez nos momentos de crise e, principalmente, limitasse a liberdade de movimentação dos capitais. As crises, definitivamente, não decorreriam de erros internos, sendo características intrínsecas da globalização financeira. Diante de tudo isso, uma saída seria a adoção de medidas de autodefesa ao invés de aguardar improváveis reformas globais.

A justificativa de medidas nessa direção também passa pela crítica (mais ou menos nova dependendo do autor) à dependência excessiva da poupança externa e aos seus efeitos internos adversos – que repõem o país na rota das crises cambiais após um período de absorção intensa. Além disso, atualiza-se o diagnóstico de frustração das promessas originais da abertura financeira: desenvolvimento do mercado de capitais, ampliação do crédito interno, financiamento do desenvolvimento.

Ao final desse caminho, para reduzir a vulnerabilidade inerente ao tipo de inserção atual do Brasil no mundo e para avançar na superação das restrições externas ao crescimento, são detalhadas algumas propostas de controles de capital. Controles cujo objetivo seria inibir e tornar administráveis (mesmo não eliminando totalmente) os movimentos especulativos.

A tributação seletiva, a manipulação de prazos de permanência, o estabelecimento de reservas não remuneradas, e restrições diretas em alguns canais de remessa privilegiada de divisas, tentariam cumprir esse objetivo. Isso apesar de não diferirem muito dos expedientes pontuais e transitórios de “gestão conjuntural” dos fluxos utilizados na metade inicial da década, quando se avançava decisivamente na direção da liberalização. Aqui, claramente, o papel e o status de tais medidas seria mais elevado.

Pelo menos no campo das intenções, e mesmo que os instrumentos para isso possam ter uma eficácia duvidosa, são elementos de um arcabouço muito distinto daquele sugerido pela idéia da plena conversibilidade. Ou seja, um novo tipo de inserção externa da economia brasileira, que não delegasse ao mercado financeiro internacional toda a responsabilidade pelo desenvolvimento brasileiro, exigiria providências, estabelecidas no plano nacional, de limitação da liberdade de movimento do capital.

Assim, nesse terceiro e último momento analisado, há novamente temáticas que auxiliam a divisão das idéias em dois grupos: as concepções acerca do funcionamento do câmbio flutuante no Brasil, os determinantes últimos das crises financeiras, as reformas na arquitetura financeira internacional, e a postura a se tomar diante delas. Mais do que isso, é disseminada a busca por novos caminhos que dessem conta das insuficiências patentes no baixo dinamismo e na vulnerabilidade da economia a alterações no cenário internacional. O resultado dessa busca é a última manifestação das duas visões e das diferenças entre elas. De um lado, a proposição é avançar na integração com o mercado financeiro internacional, concluir definitivamente a liberalização financeira e cumprir os requisitos para aproveitar as possibilidades de desenvolvimento disponíveis a um país como o Brasil. De outro, por mais que as propostas pareçam tímidas para tal objetivo, a intenção é alterar o rumo desse processo e dotar as autoridades nacionais de maior poder diante das finanças internacionais desreguladas e seus efeitos negativos.

## **Conclusões**

O trabalho realizado de pesquisa e de sistematização das idéias permitiu o delineamento de duas grandes visões sobre os temas em discussão. Estas conclusões, portanto, referem-se a esses dois grupos e às características do debate entre eles. Sempre lembrando que, dentre os objetivos traçados para este trabalho, não figuravam pretensões de ordem prática, e que portanto avaliar, defender ou criticar o processo escolhido para estudo (a liberalização financeira) foge ao foco pretendido aqui.

A distinção seguida entre “liberais” e “críticos”, por mais simplificadora que seja, e por mais que as denominações sejam imperfeitas, parece justificar-se – até por uma das características desse processo de discussão. O debate que existe é implícito, marcado na maior parte do tempo por um contraste difuso de idéias que, por mais que tratassem de uma mesma temática ampla, na maioria dos casos dão origem a discursos que pouco dialogam entre si, não identificando explicitamente os interlocutores. Na realidade, parte-se de concepções bastante distintas, e são estes elementos de fundo que valem a pena ser sumariados de início.

Estão em confronto a abertura às “finanças globalizadas” e a defesa da economia brasileira diante de suas características negativas; a liberalização e a manutenção das possibilidades de intervenção estatal; a crença nas propriedades alocativas dos mercados desregulados e a afirmação das necessidades de controle e subordinação da economia para que os interesses maiores da sociedade fossem satisfeitos. Enquanto uns trabalham, por exemplo, com uma hierarquia de moedas; outros partem da alocação internacional de recursos guiada por diferenciais de remuneração.

Para um lado, a pressão dos capitais em movimento seria positiva, e encaminharia as políticas e reformas na direção adequada – com eventuais riscos na forma do adiamento das tarefas necessárias, ensejada por eventual abundância de liquidez e punida pelas crises financeiras. O que pressupõe, mesmo não explicitamente, que o determinante dos fluxos de capital é essencialmente interno ao país receptor. Nessa visão, a absorção de poupança externa seria inevitável para um país como o Brasil e a tarefa seria construir as melhores condições para sua contribuição ao desenvolvimento. A globalização é encarada, enfim, como a ampliação das possibilidades de alocação eficiente dos recursos.

Para o outro lado, o sistema monetário internacional é instável, eminentemente especulativo e sujeito a comportamentos miméticos; e constringe fortemente a autonomia das políticas nacionais. Os movimentos internacionais de capital responderiam primordialmente a fatores fora do raio de ação dos receptores. A absorção excessiva de poupança externa não

necessariamente contribuiria para os investimentos produtivos e, mais do que isso, tenderia a colocar a economia na rota de crises cambiais e penosos processos de ajustamento. A ordem internacional desregulada, independente das denominações, é vista como o resultado da mudança na relação de forças do período anterior, prejudicando em muito o desenvolvimento de países periféricos como o Brasil.

Todas essas disjuntivas, obviamente, expressam contrastes entre visões de mundo e da economia que vão muito além do tema específico desta dissertação. Talvez a abordagem utilizada – que enveredou, por necessidade, por outras discussões muito mais amplas – tenha ajudado a deixar isso claro. O que não deveria conduzir, no entanto, a classificações estereotipadas. Longe de simplificações ou aproximações indevidas, por vezes inevitáveis, o delineamento das duas grandes visões apenas pretendeu cumprir um dos requisitos de um trabalho que busque mapear um debate: referenciar cada idéia e argumento, ou cada medida proposta, às concepções que os sustentam ou deveriam sustentar. O que parece ser uma tarefa sempre válida – ainda mais relevante em se tratando de uma temática complexa, pouco discutida e muito importante.

Mas cabe também, neste esforço de conclusão, descer a um nível menos geral e recapitular o modo como tais concepções mais amplas se traduziram em idéias e argumentos em cada etapa da trajetória acompanhada.

A visão “liberal” inicia o debate defendendo, para a renegociação da dívida externa, uma postura que respeitasse os mecanismos de mercado, partindo do princípio que a restauração da confiança internacional traria de volta os empréstimos voluntários privados – afinal de contas, os credores estariam interessados na reconstrução da economia brasileira. Diante das possibilidades abertas pelo mercado financeiro internacional, a ordem seria aproveitar ao máximo, com o mínimo de intervenção, as portas de entrada disponíveis para aquela nova etapa histórica. A abertura financeira então em curso era apontada como o caminho para uma “idade do capital”, que superava rapidamente as restrições da crise da dívida e, entre outros avanços, prometia dinamizar os mercados de crédito e de capitais. Além de colocar em um horizonte próximo a possibilidade de se implementar um programa de estabilização sustentado pelo influxo de divisas atraídas pelo diferencial de juros, o que permitiria o uso ativo da política cambial no combate à inflação.

Quando, nos anos seguintes, a manutenção prolongada da taxa de câmbio em níveis evidentemente sobrevalorizados suscitou críticas crescentes ao tipo de atrelamento existente com o mercado financeiro internacional – que então apresentava episódios de crises em países semelhantes ao Brasil – a argumentação desloca-se do campo das promessas e esperanças. O

avanço nas reformas liberalizantes passa a ser defendido como a garantia de um fluxo de financiamento externo contínuo e de qualidade progressivamente melhor, além de ser, junto com o compromisso em relação à condução ortodoxa da economia, a melhor forma de prevenção de dificuldades como as enfrentadas pelo México em 1995. Em outra frente, as experiências de controles de capital experimentadas pela política econômica brasileira nas fases de entrada excessiva de recursos são minuciosamente estudadas, com conclusões enfáticas sobre sua ineficácia. Ou seja, mesmo que se considerasse insustentável a trajetória das contas externas e errada a política cambial, era esta, e não a ligação com os mercados financeiros internacionais que deveria ser revista. O estado da abertura financeira era um dado da realidade; não era esse o plano em que a discussão dos problemas externos da economia brasileira deveria se desenvolver.

Por fim, depois de superado o problema da âncora cambial mas mantidas algumas das principais dificuldades econômicas dos momentos anteriores – em grande parte relacionadas às oscilações no financiamento internacional – à visão “liberal” são adicionados outros elementos, não exatamente novos. Basicamente, o raciocínio passa pela defesa de uma maior integração comercial e financeira com a economia mundial, além da exigência de renovadas demonstrações de comprometimento com a ortodoxia e as reformas liberalizantes. Sobre estas, aparece nesse último momento estudado, e de modo explícito, outra marca dessa visão: o recurso ao argumento da incompletude das reformas. Localizada no campo da conversibilidade internacional da moeda brasileira – mais especificamente no formato institucional do mercado de câmbio –, essa incompletude é relacionada não apenas aos problemas externos de ordem conjuntural, mas a algumas das dificuldades históricas de uma economia com “restrição de divisas”. A defesa da plena conversibilidade, ampliando a liberalização financeira a níveis ainda não atingidos, encerra assim a trajetória pesquisada desta visão, no que parece ser uma volta da argumentação ao campo das promessas e esperanças.

A visão “crítica” também apresentava seus primeiros contornos na discussão sobre o estoque acumulado de passivo externo, no final dos anos 80. O entendimento era de que ilusões não deveriam ser alimentadas, que a solução global dos problemas da “década perdida” teria que partir de um equacionamento favorável (para o Brasil) das renegociações, e que tal resultado só viria a ser alcançado através de atitudes que alterassem o padrão convencional pelo qual o processo vinha sendo encaminhado. As possibilidades de volta do financiamento privado voluntário, que então surgiam, foram vistas primeiro como inacessíveis, em seguida como limitadas, e finalmente como distantes das reais necessidades

de financiamento do país – em grande parte por conta das novas características dos fluxos de capital. Em meio ao ceticismo e às preocupações com os efeitos macroeconômicos de uma entrada excessiva de divisas – mesmo sendo esta uma situação que favorecia o controle da inflação – surgem defesas de controles sobre a entrada desses recursos, que na sua maioria eram de curto prazo.

A fase de convivência com a âncora cambial e com as crises em outras economias emergentes foi marcada, para essa visão, fundamentalmente pelo aprimoramento dos diagnósticos. Além do aprofundamento das análises sobre as novas características da economia internacional, desregulada e “globalizada”, são apontados os primeiros sinais do fracasso das promessas da liberalização financeira, além da ampliação da vulnerabilidade externa que ela ensejava. Neste sentido, novos argumentos enfatizam os perigos da ligação escolhida com o mercado financeiro internacional, explicitados tanto na fase de abundância de divisas (valorização da taxa de câmbio, ampliação dos déficits em conta corrente, desnacionalização produtiva, etc.) quanto nos episódios de interrupção brusca dos influxos (elevações drásticas das taxas de juros, pressões sobre a moeda nacional, etc.). Por mais que o discurso se aproximasse daqueles que, nesse ambiente, criticavam apenas a opção de política cambial, as concepções relativas à abertura financeira eram bastante distintas daquelas vistas para a visão “liberal”.

Tal distinção fica muito mais clara no momento em que passa-se a conviver com o câmbio flutuante. Uma série de críticas à estratégia mais ampla seguida desde o início da década, de abertura aos fluxos de capital e de dependência excessiva da poupança externa, toma corpo diante do fracasso reiterado das promessas do início da liberalização e do exame dos riscos e ajustes impostos à economia brasileira no período. Um caminho alternativo de inserção externa, em meio a essas críticas, ganha contornos um pouco mais nítidos, e no que se refere ao tema aqui estudado, aposta no controle dos fluxos de capital, especialmente os de curto prazo. Controle que seria buscado com instrumentos em sua maioria já experimentados sem grandes efeitos sobre o rumo geral de liberalização, mas que aqui são inseridos com um status bem mais elevado, tendo papel mais “estrutural” e menos “conjuntural” (segundo a classificação usada no capítulo I).

Enfim, um debate que começa com uma oposição bastante clara de posturas sobre a passagem “da idade da dívida à idade do capital”, se encerra aqui com a proposição, ainda que um tanto difusa, de caminhos bem diferentes para o tratamento da liberdade de entrada e saída do capital pelas fronteiras do país. O rumo adotado naquele primeiro momento nem precisa ser lembrado aqui, e seus traços principais estão resumidos no início do trabalho. E, no

momento em que se encerra a presente dissertação – que também se desenhava como uma fase de mudanças e passagens, não isenta de esperanças e promessas, possivelmente numa direção nova –, talvez o mapeamento desse debate possa servir de elemento adicional de reflexão sobre a economia brasileira e seus desafios.



## **Referências bibliográficas**

- AGLIETA, M. (1995), “O sistema monetário internacional: em busca de novos princípios”. *Economia e Sociedade* n. 4, jun. 1995, pp. 127-49.
- AKIÜZ, Y. (1992), *On financial openness in developing countries*. Genebra: UNCTAD (mimeo).
- AKIÜZ, Y. (1993), “Financial liberalization: the key issues” in AKYÜZ, Y. & HELD, G. (orgs., 1993), *Finance and the real economy*. Santiago: Univ. de las Naciones Unidas/CEPAL/UNCTAD, 1993, pp. 19-68.
- ALMONACID, R. D. (1998), “A mágica do dr. Gustavo Franco, revisitada.” *Revista de Economia Política* vol. 18, n.2, abr-jun 1998, pp. 90-95.
- ALMONACID, R. D. & SCRIMINI, G. (1999), “O desequilíbrio externo e a taxa de câmbio.” *Economia Aplicada* vol. 3, n.especial, março 1999, pp. 117-134.
- ALVES Jr., A. J., FERRARI FILHO, F. & DE PAULA, L. F. R. (2000), “Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana”. *Revista de Economia Contemporânea* vol. 4, n. 1, jan/jul 2000, pp. 79-106.
- ANDRADE, E. M. (2002), *Controle de capital: uma análise do caso brasileiro de 1994 a 2000*. São Paulo: PUC-SP, Dissertação de Mestrado, 2002, 124 p.
- ARIDA, P. (2002) “Por uma moeda plenamente conversível”. *Valor Econômico*, 12/10/2002, p. A14.
- ASSIS, M. (2002), “A origem das crises financeiras internacionais: fracos fundamentos ou puro contágio? Uma análise empírica”. *Economia Aplicada* vol. 6. n. 3, jul/set 2002, pp. 463-83.
- BACHA, E. (1991), “The Brady plan and beyond: New debt management options for Latin America”. *Texto para discussão* n. 257. Rio de Janeiro: PUC-Rio, maio de 1991, 39 p.
- BACHA, E. L. (1993), “Latin America’s reentry into private financial markets: Domestic and international policy issues”, *Texto para Discussão* n. 299. Rio de Janeiro: PUC-Rio, fev. 1993, 17 p.
- BACHA, E. L. (1998), “O Plano Real: uma avaliação”, in MERCADANTE, A. (org., 1998) *O Brasil pós-Real: a política econômica em debate*. Campinas: IE/Unicamp, 1998, 314 p.
- BACHA, E. L. (2002), “Do Consenso de Washington ao Dissenso de Cambridge”, in CASTRO, A. C. (org., 2002), *Desenvolvimento em debate: novos rumos do desenvolvimento no mundo*. Rio de Janeiro: Mauad/BNDES, 2002, vol. 1, 451 p.
- BACHA, E. L. (2003), “Em busca de um mercado equilibrado”, *Valor Econômico*, 3, 4 e 5 de janeiro de 2003, Eu & Fim de Semana, pp. 10-13.
- BACHA, E. & DIAS CARNEIRO, D. (1992), “Stabilization Programs in Developing Countries: Old Truths and New Elements”, *Texto para Discussão* n. 290. Rio de Janeiro: PUC-Rio, out. 1992, 26 p.
- BAER, M. (1987), “Ao correr do martelo”. *Novos Estudos Cebrap* n. 18, set/1987, pp. 70-76.
- BAER, M. (1992), “As Restrições Financeiras à Retomada do Desenvolvimento na América Latina”. *Novos Estudos Cebrap* n. 33, jul.1992, pp. 173- 186.

- BAER, M. (1993), *O rumo perdido: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993, 213 p.
- BAER, M. (1995), “Sistema Financeiro Internacional: Oportunidades e Restrições ao Desenvolvimento”. *Novos Estudos Cebrap* n. 42, jul. 1995, pp. 99- 112.
- BAER, M. et al. (1995), “Os desafios à reorganização de um padrão monetário internacional.” *Economia e Sociedade* n. 4, jun. 1995, pp. 79-126.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2001), “Notas Metodológicas do Balanço de Pagamentos”. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 1, junho 2001, 16 p.
- BALDINI JR. R. (2001), “Controles de Capital no Chile”. *Notas Técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 2, julho 2001, 13 p.
- BARBOSA, F.H. & de la CAL, M. S. (1992), “Crescimento econômico e renegociação da dívida externa”. *Revista de Economia Política*, vol. 12, n. 1, jan/mar 1992, pp. 19-42.
- BARROS, J. R. M. & GOLDENSTEIN, L. (1997), “Avaliação do processo de reestruturação industrial brasileiro”. *Revista de Economia Política* vol. 17, n. 2, abr/jun 1997, pp. 11-31.
- BARROS, O. (1990), “Resenha de ‘Dolarização’, de Pierre Salama” *Revista de Economia Política* vol. 10, n. 2, abr/jun 1990, pp. 155-6.
- BARROS, O. & MENDES, A. P. F. (1994), “O Financiamento Externo Brasileiro e a Captação de Recursos via Títulos e Bônus”. *Revista do BNDES* vol.1, n.1, junho 1994, pp. 175-200.
- BATISTA Jr., P.N. (1988), “A transformação da dívida externa em títulos de longo prazo”. *Revista de Economia Política*, vol. 8, n. 3, jul/set 1988, pp. 22-40.
- BATISTA Jr., P.N. (1993), “Dolarização, âncora cambial e reservas internacionais”. *Revista de Economia Política*, vol. 13, n. 3, jul/set 1993, pp. 5-20.
- BATISTA Jr. (1996), P. N., “O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina”. *Estudos Avançados* n. 28, set/dez 1996, pp. 129-97.
- BATISTA Jr., P. N. (1997), “Apresentação” in FFRENCH-DAVIS, R. & GRIFFITH-JONES (orgs., 1997), *Os fluxos financeiros na América Latina – um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997, 284 p.
- BATISTA Jr., P. N. (2000), *A economia como ela é...* São Paulo: Boitempo, 2000, 426 p.
- BATISTA Jr., P. N. (2002), “Vulnerabilidade externa da economia brasileira” *Estudos Avançados* n. 45, 2002, pp. 173-85.
- BAUMANN R. (1996), “Uma Visão Econômica da Globalização” in BAUMANN R. (org., 1996), *O Brasil e a Economia Global*. Rio de Janeiro: Campus/SOBEET, 1996, 292 p.
- BELLUZZO, L. G. & ALMEIDA, J. S. G. (1991), “A questão da dolarização”. *Indicadores Econômicos FEE* vol. 19, n. 2, agosto 1991, pp. 55-60.
- BELLUZZO, L. G. (1995), “O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados ‘globalizados’”. *Economia e Sociedade* n. 4, jun. 1995, pp. 11-20.
- BERGSTEN, F. et al. (1991), *O Brasil e a nova ordem internacional*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura/FGV, 1991, 152 p.
- BIELSCHOWSKY, R. & MUSSI, C. (orgs., 2002), *Políticas para a retomada do crescimento – reflexões de economistas brasileiros*. Brasília: IPEA/CEPAL, 2002, 207 p.

- BRACHER, F. (1990), “A problemática do endividamento externo do ponto de vista de um país em desenvolvimento: Brasil” in REIS VELLOSO, J.P. (coord., 1990), *Dívida externa e desenvolvimento*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1990, 114 p.
- BRAGA, J. C. S. (1997), “Financeirização global – O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo” in TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (orgs., 1997), *op. cit.*, 1997.
- BRESSER PEREIRA, L. (1989a), “Da crise fiscal à redução da dívida”, in BRESSER PEREIRA, L. (org., 1989), *Dívida Externa: Crise e Soluções*. São Paulo: Brasiliense, 1989, 324 p.
- BRESSER PEREIRA, L. (1989b), “Dívida externa: adiar ou resolver”, in BRESSER PEREIRA, L. (org., 1989), *op. cit.*
- BRESSER PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y. (2002), “Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade” *Revista de Economia Política* vol. 22, n. 3, jul/set 2002, pp. 146-80.
- BRESSER PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y. (2003), “Crescimento econômico com poupança externa?” Disponível no sítio [www.bresserpereira.org.br](http://www.bresserpereira.org.br), a ser publicado na *Revista de Economia Política* vol. 22, n. 2, abr/jun 2003.
- CALVO, G., LEIDERMAN, L. & REINHART, C. (1992), “Capital Inflows to Latin America: the 1970s and the 1990s” *IMF Working Paper* n. 85. Washington: International Monetary Fund, October 1992.
- CALVO, G., LEIDERMAN, L. & REINHART, C. (1993), “Capital flows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors” *IMF Staff Papers*, vol. 40, n.1, mar. 1993, pp. 108-151.
- CÂMARA NETO, A. F. & VERNENGO, M. (2002), “Uma Releitura Heterodoxa de Bresser-Nakano”. *Revista de Economia Política* vol. 22, n. 4, jul/set 2002, pp. 152-5.
- CANO, W. (1995), *Reflexões sobre o Brasil e a nova (des)ordem internacional*. Campinas/São Paulo: Ed. da Unicamp/FAPESP, 1995, 203 p.
- CANUTO, O. (1999), “Regimes de política monetária em economias abertas”. *Texto para Discussão* n. 92. Campinas: IE/Unicamp, dez. 1999, 29 p.
- CANUTO, O. & HOLLAND, M. (2002), “Flutuações cambiais, estratégias de políticas monetárias e metas de inflação”. *Ensaio FEE* vol. 23, n. 1, 2002, pp. 5-28.
- CANUTO, O. & MEIRELLES, J. A. (2001), “Basiléia 2 e economias emergentes: uma abordagem média variância”. Campinas: IE/Unicamp, mimeo, disponível em <http://sitesuol.com.br/ocanuto>, ago. 2001, 17 p.
- CARDIM DE CARVALHO, F. J. (1999), “O debate em torno a controle de capitais”. Trabalho preparado para o IBASE, outubro de 1999. ([www.ibase.org.br](http://www.ibase.org.br)).
- CARDOSO, E. & DORNBUSCH, R. (1988), “Dívida brasileira: réquiem para a política de *mucling through*”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol.18, n. 2., ago/1988, pp. 211-38.
- CARDOSO, E. & DORNBUSCH, R. (1989), “Crises da dívida brasileira: passado e presente”, in BRESSER PEREIRA, L. (org., 1989), *op. cit.*
- CARDOSO, E. & GOLDFAJN, I. (1997), “Capital flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls”. *IMF Working Paper*, September 1997, 48 p.

- CARNEIRO, R. M. (2002), *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo/Campinas: Ed. Unesp/IE-Unicamp, 2002, 423 p.
- CEPAL (1992), “El regreso de los países latinoamericanos al mercado internacional de capitales privados – nota preliminar”. *Comercio Exterior*, vol. 42, n.1, enero 1992, pp. 59-75.
- CHESNAIS, F. (1995), “A globalização e o curso do capitalismo de fim-de-século”. *Economia e Sociedade* n. 5, dez. 1995, pp. 01-30.
- CIRNE DE TOLEDO, J. E. (1992), “Argentina: Cavallo, galope para o desastre?”. *Revista de Economia Política* vol. 12, n. 3, jul/set 1992, pp. 5-15.
- CIRNE DE TOLEDO, J. E. (1999), “Políticas Econômicas e Estabilização no Plano Real”. *Economia Aplicada* vol. 3, n. especial, março 1999, pp. 61-77.
- COUTINHO, L. & FERRAZ, J. C. (orgs., 1994), *Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira*. Campinas: Papyrus/ Ed. da Unicamp, 1994, 510 p.
- COUTINHO, L. (1995), “Nota sobre a natureza da globalização”. *Economia e Sociedade* n. 4, jun. 1995, pp. 21-6.
- COUTINHO, L. & BELLUZZO, L. G. (1996), “Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas” *Economia e Sociedade* n. 7, dez. 1996, pp. 129-54.
- COUTINHO, L. & BELLUZZO, L. G. (1998), “‘Financeirização’ da riqueza, inflação de ativos e decisões de gasto em economias abertas” *Economia e Sociedade* n. 11, dez. 1998, pp. 137-50.
- CURADO, M. L. (2001), *Rigidez comercial, movimentos de capital e crise cambial*. Campinas: IE/UNICAMP. Tese de Doutorado, 2001, 150 p.
- DE PAULA, L. F. R. & ALVES Jr., A. J. (1999), “Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no real”. *Revista de Economia Política* vol. 19, n. 1, jan-mar 1999, pp. 72-93.
- DELFIN NETTO, A. (1998), *Crônica do debate interdito*. Rio de Janeiro: Topbooks, 1998, 247 p.
- DELFIN NETTO, A. (1999), “Sobre as Metas Inflacionárias”. *Revista de Economia Aplicada* vol. 3. n. 3, jul/set 1999.
- DEVLIN, R. et. al. (1994), “Crescimento dos fluxos de capital e desenvolvimento: uma visão geral das questões de política econômica”. *Pesquisa e Planejamento Econômico* vol. 24, n. 3, dez. 1994, pp. 411-44.
- DIAS CARNEIRO, D. (1997a), “Capital Flows and Brazilian Economic Performance”, *Texto para Discussão* n. 369. Rio de Janeiro: PUC-Rio, jun. 1997, 32 p.
- DIAS CARNEIRO, D. (1997b), “A sustentabilidade dos déficits externos”, *Texto para Discussão* n. 384. Rio de Janeiro: PUC-Rio, dez. 1997, 28 p.
- DIAS CARNEIRO, D. (2000), “Inflation Targeting in Brazil: what difference does a year make?”, *Texto para Discussão* n. 429. Rio de Janeiro: PUC-Rio, ago. 2000, 24 p.
- DIAS CARNEIRO, D. (2002), “Crescimento com estabilidade em ambiente turbulento: herança dos anos noventa e os novos desafios para a política econômica brasileira”, in CASTRO, A. C. (org., 2002), *Desenvolvimento em debate: Painéis do desenvolvimento brasileiro I*. Rio de Janeiro: Mauad/BNDES, 2002, vol. 2, 398 p.

- DIAS CARNEIRO, D. & GARCIA, M. G. P. (1993), “Capital Flows and Monetary Control Under a Domestic Currency Substitution Regime: The Recent Brazilian Experience”, *Texto para Discussão* n. 304. Rio de Janeiro: PUC-Rio, agosto de 1993, 23 p.
- DIAS CARNEIRO, D. & GARCIA, M. G. P. (1996), “Private international capital flows to Brazil”. *Texto para discussão* n. 333. Rio de Janeiro: Puc-Rio, março 1995, 41 p.
- DIAS CARNEIRO, D. & WU, T. Y. H. (2001), “Contas externas e política monetária”, *Texto para Discussão* n. 442. Rio de Janeiro: PUC-Rio, fev. 2001, 25 p.
- DIAS CARNEIRO, D. & WU, T. Y. H. (2002), “Juros e Câmbio: Haverá Combinações de Instrumentos Menos Desgastantes para as Metas de Inflação?”. *Economia Aplicada* vol. 6. n. 1, jan/mar 2002, pp 5-30.
- DIAS LEITE, A. & REIS VELLOSO, J. P. (orgs., 2002), *O novo governo e os desafios do desenvolvimento*. Rio de Janeiro: José Olympio, 2002, 781 p.
- DORNBUSCH, R. (1998), “Capital controls: an idea whose time is past”. *Essays in International Finance* n. 207, may 1998, pp. 20-27.
- EDWARDS, S. (1987), “The order of economic liberalization of the balance of payments – Should the currency account be opened first?”, *World Bank Staff Papers* n. 710. Washington: World Bank, 1987.
- EL-ERIAN, M. (1992), “Restoration of Access to Voluntary Capital Market Financing – The Recent Latin American Experience”. *IMF Staff Papers* vol. 39, n. 1, march 1992, pp. 175-194.
- FARHI, M. (2001), “Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial”. *Economia e Sociedade* n. 17, dez. 2001, pp. 55-79.
- FERRARI FILHO, F. (1991), “Dolarização: dificuldades adicionais à reversão da estagflação”. *Indicadores Econômicos FEE* vol. 19, n. 2, agosto 1991, pp. 61-64.
- FFRENCH-DAVIS, R., AGOSIN, M. & UTHOFF, A. (1997), “Movimentos de capitais, estratégia exportadora e estabilidade macroeconômica no Chile” FFRENCH-DAVIS, R. & GRIFFITH-JONES (orgs., 1997), *op. cit.*, 1997.
- FISCHER, S. (1998), “Capital-account liberalization and the role of IMF”. *Essays in International Finance* n. 207, may 1998, pp. 1-10.
- FRANCO, G. (1990), “A regulação do capital estrangeiro no Brasil: Análise da legislação e propostas de reforma”, *Texto para Discussão* n. 246. Rio de Janeiro: PUC-Rio, nov. 1990, 30 p.
- FRANCO, G. (1991), “Dolarização, conversibilidade e estabilização: padrões e possibilidades”. *Indicadores Econômicos FEE* vol. 19, n. 2, agosto 1991, pp. 65-72.
- FRANCO, G. (1995), *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995, 358 p.
- FRANCO, G. (1999), *O desafio brasileiro*. São Paulo: Ed. 34, 1999, 349 p.
- FREITAS, C. E. (1996), “Liberdade Cambial no Brasil” in BAUMANN R. (org.), *op. cit.*, 1996.
- FREITAS, M. C. P. & PRATES, D. M. (1998), “Abertura financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México” *Economia e Sociedade* n. 11, dez. 1998, pp. 173-98.

- FREITAS, M. C. P. & PRATES, D. M. (2001), “A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências” *Economia e Sociedade* n. 17, dez 2001, pp. 81-111.
- FREITAS, M. C. P. & PRATES, D. M. (2002), “Reestruturação do Sistema Financeiro Internacional e Países Periféricos”. *Revista de Economia Política* vol. 22, n. 2, abr/jun 2002, pp. 15-31.
- FREITAS, P. S. & MUINHOS, M. K. (2002) “A Simple Model for Inflation Targeting in Brazil”. *Economia Aplicada* vol. 6. n. 1, jan/mar 2002.
- GALVÊAS, E. (1990), “Considerações sobre a dívida externa” in REIS VELLOSO, J.P. (coord., 1990), *op. cit.*
- GARCIA, M. G. P. (2003), “Brazil in the 21<sup>st</sup> Century: How to Escape the High Real Interest Trap?”. *Texto para Discussão* n. 466. Rio de Janeiro: PUC-Rio, abr 2003, 30 p.
- GARCIA, M. G. P. & BARCINSKY, A. (1996), “Capital flows to Brazil in the nineties: Macroeconomic aspects and the effectiveness of capital controls”, *Texto para Discussão* n. 357. Rio de Janeiro: PUC-Rio, jul. 1996, 30 p.
- GARCIA, M. G. P. & VALPASSOS, M. V. F. (1996), “Capital flows, capital controls and currency crisis: the case of Brazil in the nineties”, *Texto para Discussão* n. 389. Rio de Janeiro: PUC-Rio, nov. 1998, 41 p.
- GIAMBIAGI, F. & ARDEE, V. (1990) “Renegociação da Dívida Externa: Uma Avaliação de Impacto sobre a Capacidade de Crescimento da Economia Brasileira” *Estudos Econômicos* vol. 20, n. 2, mai/ago 1990, pp. 195-229.
- GIAMBIAGI, F. (1997), “A Condição de Estabilidade da Relação Passivo Externo Líquido Ampliado/PIB: Cálculo do Requisito de Aumento das Exportações no Brasil”. *Revista do BNDES* vol. 4, n. 8, dez. 1997, pp. 101-18.
- GOLDFAJN, I. (2000), “The Swings in Capital Flows and the Brazilian Crisis”, *Texto para Discussão* n. 422. Rio de Janeiro: PUC-Rio, abr. 2000, 38 p.
- GOLDFAJN, I. & RIGOBON, R. (2000), “Hard Currency and Financial Development”. *Texto para Discussão* n. 438. Rio de Janeiro: PUC-Rio, dez 2000, 37 p.
- GOLDFAJN, I. & VALDÉS, R. O. (1999), “Liquidity Crises and the International Financial Architecture”. *Texto para Discussão* n. 401. Rio de Janeiro: PUC-Rio, jul. 1999, 19 p.
- GONÇALVES, R. (1994), *Ô Abre Alas: a nova inserção do Brasil na Economia Mundial*. Rio de Janeiro: Relume-Dumará, 1994, 176 p.
- GONÇALVES, R. (1996), “Globalização Financeira, Liberalização Cambial e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira” in BAUMANN R. (org., 1996), *op. cit.*
- GONÇALVES, R. (1998), “Desestabilização crônica e incertezas críticas: o governo FH e suas bombas de efeito retardado” in MERCADANTE. (org., 1998), *op. cit.*
- GONÇALVES, R. (2002), *Vagão Descarrilhado: o Brasil e o futuro da economia global*. Rio de Janeiro: Record, 2002, 236 p.
- GRIFFITH-JONES, S. *et al.* (1993), “El retorno de capital a América Latina”. *Comercio Exterior*, vol. 43, n.1, enero 1993, pp. 37-50.
- HOLLAND, M. & CANUTO, O. (2001), “Macroeconomic interdependence and exchange rate regimes in Latin America”. Apresentado em *International Conference on*

- “*International Financial Architecture: Recent Issues and Alternatives of Reform*”. Rio de Janeiro, jun. 2001, mimeo, 37 p.
- KAPLAN, E. & RODRIK, D. (2001), “Did the Malaysian capital controls work?”. *NBER Working Paper* n. 8142. ([www.nber.org/papers/w8142](http://www.nber.org/papers/w8142)), feb. 2001, 36 p.
- KIGUEL, M. & LIVIATAN, N. (1992), “The Business Cycle Associated with Exchange Rate-Based Stabilizations”. *The World Bank Economic Review* vol. 6, n. 2, May 1992, pp. 279-305.
- KREGEL, J. A. (1996), “Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais” *Economia e Sociedade* n. 7, dez 1996, pp. 29-49.
- KUCZYNSKY, P. (1992), “International capital flows into Latin America: What is the promise?”. *The World Bank Annual Conference on Development Economics 1992*. Washington: World Bank, march 1993, pp. 323-36.
- LAL, D. (1990), “International capital flows and economic development”, in SCOTT, M & LAL, D. (orgs.), *Public Policy and Economic development. Essays in Honor of Ian Little*. Oxford: Clarendon Press, 1990.
- LANGONI, C. G. (1991), “A Economia Brasileira e a Nova Ordem Internacional” in BERGSTEIN, F. et al. (1991), *op. cit.*
- LANGONI, C. G. (2002), “Uma economia em transformação: obstáculos internos e externos” in DIAS LEITE, A. & REIS VELLOSO, J. P. (orgs., 2002), *op. cit.*
- LAPLANE, M. et. al. (2000), “Internacionalização e vulnerabilidade externa”, in LACERDA, A. C. (org.), *Desnacionalização: mitos, riscos e desafios*. São Paulo: Contexto, 2000, 141 p.
- LARA RESENDE, A. (1992), “O conselho da moeda: um órgão emissor independente”. *Revista de Economia Política*, vol. 12, n. 4, out/dez 1992, pp. 113-20.
- LEON, M. S. (2001), “Crises da Dívida nos Anos 1990”. *Economia Aplicada* vol. 5. n. 2, abr/jun 2001, pp. 315-44.
- MACEDO CINTRA, M. A. (1998), “A Abertura dos Sistemas Financeiros Latino-Americanos e o Financiamento do Desenvolvimento” *Revista Paranaense de Desenvolvimento* n. 94, mai/dez 1998, pp. 49-67.
- MACEDO CINTRA, M. A. (2000), “Dependência sem Desenvolvimento: os limites e contradições da inserção internacional brasileira dos anos 90” *Revista Paranaense de Desenvolvimento* n. 97, set/dez 2000, pp. 3-32.
- MAKA, A. (1997), “A Sustentabilidade de Déficits em Conta Corrente”. *Texto para Discussão* n. 481. Brasília: IPEA, 1997, 25 p.
- MANTEGA, G. (1994), “Programas de estabilização, mistificação tecnocrática e câmaras setoriais”. *Revista de Economia Política* vol. 14, n. 2, abr-jun 1994, pp. 24-39.
- MARGARIDO, S. P. (1997), *Fluxos de capitais para a economia brasileira na primeira metade da década de 90: construção de novos vínculos financeiros e emergência de novos riscos*. Campinas: IE/Unicamp, Dissertação de Mestrado, 1997, 167 p.
- MATHIESON, D. & ROJAS-SUAREZ, L. (1992), “Liberalization of the capital account: experiences and issues”, *IMF Working Paper* n. 46. Washington: International Monetary Fund, june 1992, 56 p.

- MCKINNON, R. I. (1991), *The order of economic liberalization*. Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1991, 264 p.
- MENDONÇA, H. F. (2002) “Metas para a Taxa de Câmbio, Agregados Monetários e Inflação”. *Revista de Economia Política* vol. 22, n. 1, jan/mar 2002, pp. 34-52.
- MEYER, A. (1992), “Perspectivas para o financiamento da América Latina e do Caribe no início da década de 90”. *Revista Brasileira de Economia* vol. 46, n. 3, jul/set 1992, pp. 339-76.
- MEYER, A. (1993a), “Os limites do ingresso de capitais externos no Brasil no início da década de noventa”, in *Boletim de Conjuntura Internacional* vol. 8, n. 4. Brasília: SEPLAN/SEAIN, novembro 1993, pp. 41-54.
- MEYER, A. (1993b), “Apoio financeiro externo e estabilização econômica”. *Revista de Economia Política* vol. 13, n. 1, jan/mar 1993, pp. 135-48.
- MEYER, A. & BATISTA Jr., P.N. (1990), “A reestruturação da Dívida Externa Brasileira”. *Estudos Econômicos*, vol. 20, n. 2, mai/ago 1990, pp. 163-194.
- MEYER, A. & MARQUES, M.S.B. (1989a), “Mecanismos de redução da dívida externa dos países em desenvolvimento”. *Revista de Economia Política*, vol. 9, n. 2, abr/jun 1989, pp. 82-93.
- MEYER, A. & MARQUES, M.S.B. (1989b), “Implicações macroeconômicas da conversão de dívida externa”. *Revista Brasileira de Economia*, vol. 43, n. 4, out/dez 1989, pp. 517-48.
- MEYER, A. & MARQUES, M.S.B. (1990), “A fuga de capitais no Brasil: 1975/88”. *Pesquisa e Planejamento Econômico* vol.20, n. 1. abr/1990, pp. 49-86.
- MINSKY, H. P. (1994), “Integração financeira e política monetária”. *Economia e Sociedade* n. 3, dez. 1994, pp. 21-36.
- MIRANDA, J. C. (1993), “Relações entre Política Macroeconômica e Política Industrial: as Dimensões Fiscal, Cambial e Monetária”. *Nota Técnica ECIB*. Campinas: ECIB, 1993, 47 p.
- MIRANDA, J. C. (1997), “Dinâmica financeira e política macroeconômica” in TAVARES, M. C. & FIORI, J. L., (orgs., 1997), *op. cit.*
- MOLLO, M. L. R. & SILVA, M. L. F. (1999), “A Liberalização do Câmbio no Brasil: Revisitando a Discussão dos Pressupostos Teóricos Embutidos nas Prescrições Cambiais Alternativas”. *Estudos Econômicos* vol. 29, n. 2, abr/jun 1999, pp. 189-227.
- PASTORE, A.C. (1990), “Dívida externa, inflação e crescimento” in REIS VELLOSO, J.P. (coord., 1990), *op. cit.*
- PASTORE, A. C. & PINOTTI, M. C.. (1999) “Inflação e Estabilização: Algumas lições da Economia Brasileira” *Revista Brasileira de Economia* vol. 53. n. 1, jan-mar 1999, pp. 3-40.
- PASTORE, A. C. & PINOTTI, M. C. (2000), “Globalização, Fluxos de Capitais e Regimes Cambiais: Reflexões sobre o Brasil”. *Estudos Econômicos* vol. 30, n. 1, jan-mar 2000, pp. 5-26.
- PIRES DE SOUZA, F.E. (1993), “O novo regime cambial brasileiro e suas conseqüências para a política econômica”. *Texto para Discussão* n. 18. Rio de Janeiro: BNDES, 1993, 55 p.

- PIRES DE SOUZA, F.E. (2002), “A redução da vulnerabilidade externa: dilemas, custos e alternativas” in DIAS LEITE, A. & REIS VELLOSO, J. P. (orgs., 2002) *op. cit.*
- PLIHON, D. (1995), “A ascensão das finanças especulativas” *Economia e Sociedade* n. 5, jun. 1995, pp. 61-78.
- PONTA, A. F., “A sustentabilidade do endividamento externo no Brasil: uma análise de co-integração”. *Pesquisa e Planejamento Econômico* vol. 26, n. 3, dez. 1996, pp. 399-416.
- PORTELLA FILHO, P. (1991), “Dívida Externa: Lições da Renegociação Brasileira de 1988”. *Estudos Econômicos*, vol. 21, n. 2, mai/ago 1991, pp. 161-211.
- PORTELLA FILHO, P. (1994), “Plano Brady – da retórica à realidade”. *Estudos Econômicos*, vol. 24, n. 1, jan/abr 1994, pp. 55-105.
- PRATES, D. M. (1997), *Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de 90*. Campinas: IE/Unicamp, Dissertação de Mestrado, 1997, 192 p.
- PRATES, D. M. (1999a), “A abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais”. *Revista de Economia Política* vol. 19, n. 1, jan-mar 1999, pp. 55-71.
- PRATES, D. M. (1999b), “Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico” in FREITAS (org., 1999), *Abertura do sistema financeiro no Brasil nos anos 90*. São Paulo/Brasília: FAPESP/IPEA, 1999, 205 p.
- PRATES, D. M. & FREITAS, M. C. P. (1999), “Emissões brasileiras no mercado financeiro internacional nos anos 90” in FREITAS (org., 1999) *op. cit.*
- PRESSER, M. (1993), “Câmbio, Custos e Competitividade: Política Industrial e Estabilidade Macroeconômica”. *Nota Técnica ECIB*. Campinas: ECIB, 1993, 62 p.
- PRESSER, M. (1999), *Políticas Macroeconômicas, Restrição Externa e Reformas Estruturais: Um Continente, Duas Visões*. Campinas: IE/Unicamp, Tese de Doutorado, 1999, 386 p.
- REIS VELLOSO, J.P. (1990), “A dívida externa tem solução?” in REIS VELLOSO, J.P. (coord., 1990), *op. cit.*
- REIS VELLOSO, J.P. (coord., 1991), *A modernização do capitalismo brasileiro: reforma do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1991, 148 p.
- REIS VELLOSO, J.P. (coord., 1995), *O Real e o Futuro da Economia*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1995, 246 p.
- RODRIK, D. (1998), “Who needs capital-account convertibility?”. *Essays in International Finance* n. 207, may 1998, pp. 55-65.
- RODRIK, D. & VELASCO, A. (1999), “Sort Term Capital Flows”. *NBER Working Paper* n. 7364. (<http://www.nber.org/papers/w7364>), sep. 1999, 31 p.
- SAMPAIO Jr., P. A. (1989), “Auge e Declínio da Estratégia Cooperativa de Reciclagem da Dívida Externa”. *Novos Estudos Cebrap* n. 25, out/1989, pp. 118- 35.
- SAMY DE CASTRO, A. et. al. (1998), “A Sustentabilidade do Endividamento Externo Brasileiro”. *Texto para Discussão* n. 602. Rio de Janeiro: IPEA, 1998, 33 p.
- SAYAD, J., (1999), “A Política Cambial do Plano Real”. *Economia Aplicada* vol. 3, n.especial, março 1999, pp. 47-59.
- SAYAD, J. (2002), “Os melhores erros”, in CASTRO, A. C. (org., 2002), *op. cit.*, vol. 2.

- SCHADLER, S. et al. (1993), “Recent experiences with surges in capital inflows”. *Occasional Paper* n. 108. Washington: IMF, dec. 1993, 46 p.
- SICSÚ, J. (2002a), “Teoria e Evidência do Regime de Metas Inflacionárias”. *Revista de Economia Política* vol. 22, n. 1, jan/mar 2002, pp. 23-33.
- SICSÚ, J. (2002b), “Flutuação Cambial e Taxa de Juros no Brasil”. *Revista de Economia Política* vol. 22, n. 3, jul/set 2002, pp. 132-7.
- SIMONSEN, M. H. (1991), “Poupança e Crescimento Econômico – o Caso Brasileiro” in BERGSTEIN, F. et al. (1991), *op.cit.*
- SINGER, P. (1996), “Perspectivas de desenvolvimento da América Latina”. *Novos Estudos CEBRAP* n. 44, março 1996, pp. 133-164.
- SOCHAZCEWSKI, A. C. (2002), “Políticas de crescimento e o futuro do Brasil” in BIELSCHOWSKY, R. & MUSSI, C. (orgs., 2002), *op. cit.*
- SODRÉ, M. C. A. (2000), *Investimentos Externos em Bolsas de Valores no Brasil – Anexos IV e V*. São Paulo: PUC-SP, Dissertação de Mestrado, 2000, 159 p.
- STIGLITZ, J. (2000), “Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability”. *World Development* vol. 28, n. 6, pp. 1075-1086.
- TAVARES, M. C. & BELLUZZO, L. G. (2002), “Desenvolvimento no Brasil – relembrando um velho tema” in BIELSCHOWSKY, R. & MUSSI, C. (orgs., 2002), *op. cit.*
- TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (1993), *(Des)Ajuste global e modernização conservadora*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993, 193 p.
- TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (orgs., 1997), *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997, 413 p.
- VIEIRA, F. & HOLLAND, M. (2003), “Country Risk Endogeneity, Capital Flows and Capital Controls in Brazil”. *Revista de Economia Política* vol. 23, n. 1, jan/mar 2003, pp. 12-38.
- WALD, A. (1991), “Novos rumos para a internacionalização do mercado de capitais”, in REIS VELLOSO, J.P. (coord., 1991), *op. cit.*
- WEST, P. (1991), “El regreso de América Latina al Mercado crediticio privado internacional”. *Revista de la CEPAL*, n. 44, ago. 1991, pp. 63-85.
- WILLIAMSON, J. (1990), “What Washington Means by Policy Reform”, in WILLIAMSON, J. (ed.), *Latin American Adjustment. How Much Has Happened?* Washington, D. C.: Institute for International Economics, 1990.
- WILLIAMSON, J. (1992), “Reformas políticas na América Latina na década de 80”. *Revista de Economia Política* Vol. 12, n. 1, jan/mar 1992, pp. 43-9.
- ZINI Jr., A.A. (1993), *Taxa de câmbio e política cambial no Brasil*. São Paulo: Edusp, 1993, 192 p.
- ZINI Jr., A. A. (1996), “Política Cambial com Liberdade ao Câmbio” in BAUMANN R. (org., 1996), *op. cit.*
- ZINI Jr., A. A. (1997) “Debate: Globalização”. *Economia Aplicada* vol. 1. n. 1, jan/mar 1997, pp. 116-135.