



1290000910



IE

TCC/UNICAMP R147e

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

INSTITUTO DE ECONOMIA

UM ESTUDO SOBRE LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA

Flávio Giani Ramos

Monografia apresentada ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, sob a orientação do Prof. José Pedro Macarini, como requisito à conclusão do curso de graduação.

CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO  
INSTITUTO DE ECONOMIA  
UNICAMP

TCC/UNICAMP  
R147e  
IE/910

Campinas, dezembro de 1994

CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO

A meus pais,  
pela confiança em mim depositada e pelo esforço e determinação conjunta de me colocarem  
em níveis que me possibilitassem alcançar objetivos como esse a que me propus.  
Dedico também em memória de meu tio Sérgio Orlovas que sempre “torceu” por mim. Que  
Deus o tenha!

“ Os médicos costumam enterrar seus erros.

Os economistas vivem e prosperam com os seus”.

(Ditado inglês, citado por Delfim Netto, na Folha de S. Paulo em 02/011/94)

## AGRADECIMENTOS

À toda minha família pela segurança que me deram nos momentos mais difíceis de minha vida e da realização desta, em especial à minha mãe, que além de mostrar toda aquela preocupação característica de uma verdadeira “Mãe” e por ter acompanhado de perto todas as etapas da vida escolar de seu filho, esteve sempre me apoiando.

O meu sincero agradecimento deixo, especialmente a meu orientador final, o professor, mestre e amigo José Pedro Macarini pela sua compreensão e entendimento dos fatos, pelo fiel propósito de assumir a orientação e ver este trabalho encerrado com disposição e muita luta porque acreditou em mim e me estimulou a seguir no tortuoso caminho das pedras.

A meus grandes amigos, André Ribeiro Coutinho, Euclides Nascimento Marques e Luís Eduardo de Carvalho, pela ajuda que me deram, pelos conselhos ouvidos e pelo laço de amizade que nos une. A vocês, um forte abraço!

Pela vontade de vencer, pelo compromisso comigo mesmo e pelos momentos em que estive só, agradeço a Deus pela proteção e força conseguidos. Fica-me a certeza de que nada nessa vida é em vão.

## ÍNDICE

INTRODUÇÃO	1
I - A TEORIA DA REPRESSÃO FINANCEIRA	4
A. Fundamentos da teoria da repressão financeira	
B. A evidência empírica do paradigma da repressão financeira	
C. A crítica da visão keynesiana e suas implicações	
II - LIBERALIZAÇÃO E ABERTURA FINANCEIRA	24
I. Liberalização externa e abertura financeira	
II. O processo de globalização dos capitais financeiros	
III. Experiência de liberalização nos países em desenvolvimento	
III - A POLÍTICA FINANCEIRA NO GOVERNO COLLOR	41
3.1. Apresentação de medidas da política monetário-creditícia desde o Plano Collor I	
3.2. Diagnóstico da política cambial desde o Plano Collor I	
CONCLUSÃO	58
ANEXOS	61
BIBLIOGRAFIA	69

## INTRODUÇÃO

A visão convencional do sistema financeiro (como alternativa à pós keynesiana) trata o mercado financeiro como "locus" da intermediação de capital entre poupadores e investidores. Essa visão privilegia o mercado financeiro competitivo, com taxas de juros reais e positivas, como forma de estimular a poupança, a intermediação financeira e o investimento. Uma aplicação de tal visão à análise da **dimensão financeira do crescimento econômico** - que tem dominado os discursos de importantes agências de desenvolvimento, tais como o Banco Mundial e o FMI - é a literatura da "**LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA**". Nesta, o principal problema financeiro dos países em desenvolvimento é a **Repressão Financeira**, isto é a manutenção de taxas de juros abaixo da taxa de equilíbrio (que gerariam poupança abaixo do potencial) e políticas de crédito seletivas (que distorceriam e tornariam menos eficiente a alocação de poupança).

O capítulo I tem a finalidade de mostrar a visão de McKinnon: a de que a liberalização financeira expandiria o crédito bancário, ao deslocar o auto-financiamento, produzindo um aumento na taxa de poupança da economia, que se traduziria em aumento na taxa de investimento futuro.

Para o autor, a restrição à expansão do investimento reside na indisponibilidade de liquidez nos mercados de crédito, devido à repressão nos mercados de capitais. O mercado de capitais seria o "locus" do sistema financeiro onde ocorrem operações de intermediação voltadas ao financiamento dos investimentos.

Dessa forma, mostrarei que, de acordo com as hipóteses do autor, haveria uma relação de complementaridade entre a acumulação de capital produtivo e a acumulação da moeda. Tudo começa pela necessidade de resposta à pergunta: "Por que as forças de mercado de crédito privado não desenvolvem operações de longo prazo em termos compatíveis com a continuidade do processo de acumulação?". Na verdade, a falta de um mercado de capitais a longo prazo explicaria economicamente a intervenção estatal na economia. Tal pergunta permeia também, os meandros dos capítulos II e III e pode ser vista como uma questão básica nesse trabalho. No que se refere ao Brasil, por exemplo, ficará delineado que durante os Planos Collor I e II, foi justamente a participação estatal **excessiva** na economia que acabou por se constituir em uma das maiores críticas ao modelo de desenvolvimento brasileiro

No capítulo II, o que se procura abordar é a necessidade de antevisão de uma nova configuração do sistema financeiro, voltado aos objetivos de intermediação de recursos, estabilidade monetária e equilíbrio do setor externo como pré-requisitos a um desenvolvimento sustentável a longo prazo, isto é, um sistema financeiro integrado aos mercados internacionais que envolva não só o âmbito das finanças, mas também que exija um diagnóstico global a nível fiscal, monetário e de organização empresarial (capítulo III).

Para isso, utiliza-se da vertente pós-keynesiana para contestar o “mainstream” precisamente em seus fundamentos. Os mercados financeiros, por exemplo, são vistos como instáveis em economias fechadas e mais ainda em economias abertas. Às suposições monetaristas - exogeneidade da moeda como causa primária da instabilidade, abertura econômica como fonte da redução desta, estabilidade da demanda por dinheiro e expectativas adaptativas ou racionais - contrapõe-se uma análise centrada em movimentos internacionais de capitais detonados por especulação em ambiente de incerteza. Não se aceita que movimentos de arbitragens com moedas tragam uma tendência equilibradora. Mas a instabilidade também não se dá de forma generalizada; ela ocorre de forma diferenciada, conforme a situação de cada país.

Economias relativamente pouco abertas ao exterior e com retornos superiores à média mundial são mais imunes a choques externos e podem gozar de expansões mais sustentadas como resultado de fontes externas de financiamento. Países dependentes de exportações são mais sujeitos a entradas e fugas de capitais, com reflexos no nível de suas reservas, de sua renda e de seu emprego.

Enfim, o que se pretende extrair da visão pós-keynesiana é que inexistem soluções simples para os problemas e entraves financeiros ao crescimento. É preciso analisar a estrutura financeira de cada país e as condições que moldaram o seu desenvolvimento (tarefa que não me coube estudar, dado os limites de pretensão a que me propus), para então partir para políticas financeiras. Estas últimas podem variar, por exemplo, de uma redução na regulamentação do mercado até o fomento ao desenvolvimento do mercado de capitais e a intervenção direta no financiamento ao crescimento (fator bastante considerável no caso brasileiro, objeto de análise do capítulo III).

A consequência da alta mobilidade dos fluxos de capitais a curto prazo - produto da existência do mercado de Euromoeda - foi a de tornar as políticas monetárias estreitamente correlacionadas. Isso fala contra qualquer tentativa de um país - particularmente se é periférico - praticar políticas monetárias autônomas, como se tentará demonstrar, no caso do Brasil a partir da relação dos seguintes termos: a) endogeneidade da moeda, b) fragilidade financeira e c) mobilidade de capitais.

Isso será discutido inicialmente no capítulo II deste trabalho, onde se aborda a natureza dos fluxos de capitais na década de 90, na América Latina, inserida no contexto de evolução do mercado de capitais a nível internacional e baseada em comentários sobre as experiências de liberalização do Cone Sul. Tenta-se concluir aqui que a pobre performance da América Latina nos anos 80 tem sido em parte, de responsabilidade do acesso restrito ao financiamento estrangeiro. Seria então, razoável esperar que o capital estrangeiro ajudaria a impulsionar o crescimento.

Entretanto, não há uma resposta clara em como os fluxos de capitais estrangeiros afetariam o crescimento. Dependendo, por exemplo, de sua destinação, o IED poderia ter um efeito positivo na performance das exportações, apesar da apreciação do câmbio. Além disso, se tais influxos são intermediados pelo sistema financeiro, eles podem afrouxar a poupança interna (capítulo I).

Simultaneamente, a entrada de capitais poderia impedir o crescimento no caso de se exercerem sobre eles, políticas fiscais e monetárias restritivas, como na Colômbia, no 1o. semestre de 92, embora se verifique que : “Apesar das políticas monetária (contracionista) e fiscal (apertada), o resultado em termos de crescimento tem sido bom no geral” (Steiner - p.30).

Da mesma forma que o "estado" em que se encontra cada um dos países para a recepção de recursos externos, o “timing” desses capitais é importante fator para sua eficácia a nível de política econômica. No caso do Brasil, discutido no capítulo III, a vinda desses capitais ocorre em um momento em que o país está engajado na redução da inflação e na promoção das exportações. (Basta lembrarmos que a manutenção dos juros elevados como política monetária, durante a gestão Collor, foi utilizada como medida importante no combate à inflação).

Mas há um dilema político básico a respeito da entrada de capitais. É imprescindível separar o uso do IED (como meio de transferência tecnológica ou como complemento à poupança doméstica), do “hot money” (que é um meio de se conseguir financiamento barato e de se aumentar as reservas internacionais). Esse dilema só é resolvido com a permanente observação dos fatores que foram responsáveis nesse influxo. Para se estudar a natureza dos influxos, deve-se considerar as condições iniciais e os distintos objetivos políticos.

Nesse sentido, a conclusão final é que os países latino-americanos tiveram de fazer uma escolha entre manter uma taxa de câmbio real competitiva com inflação estável ou optar pela queda na taxa de inflação com taxa de câmbio menos competitiva. Nesse caso, deve-se relevar os impactos de tais políticas sobre a Balança Comercial, por exemplo. O Brasil representa a primeira escolha e Argentina e México, a segunda.

**CAPÍTULO I - A *TEORIA DA REPRESSÃO*  
*FINANCEIRA***

## A- FUNDAMENTOS DA TEORIA DA REPRESSÃO FINANCEIRA

### A.1 - Origem, Desenvolvimento e Embasamento Teórico

A partir de meados dos anos 80, foi estabelecido pelo Banco Mundial, FMI, Tesouro Americano e FED, e também pelos principais bancos internacionais credores um programa de reformas de cunho neoliberal, que ficou conhecido como "Consenso de Washington". Neste, coloca-se como estratégia para se promover a eficiência e competitividade dos países em desenvolvimento a sua integração à economia internacional, o que envolveu a exigência de recursos externos abundantes, dada a escassa participação do mercado de capitais e dos setores financeiros nacionais na modernização destes países.

Propõe-se, então, um "modelo de capitalismo transnacional de livre mercado" (Villareal, 1984: 347)<sup>1</sup> caracterizado pela abertura dos mercados, desregulamentação econômica e promoção das exportações, já que a hipótese subjacente do programa é que o setor externo (comércio, empréstimos e investimentos) deve financiar a reestruturação produtiva. A idéia seria substituir o modelo de crescimento baseado no mercado interno, de economia fechada, por um sistema de economia aberta e competitiva a nível internacional.

Um dos paradigmas teóricos que sustentaram as experiências de liberalização econômica como política adequada à reestruturação produtiva de um país em desenvolvimento, que possui restrições quanto a fontes de financiamento do investimento produtivo é a *teoria da repressão financeira, fiscal e do comércio exterior* de McKinnon (1973) e Shaw (1973). O argumento desse pensamento é que o crescimento latino-americano tem sido bloqueado pela utilização de políticas intervencionistas, de origem keynesiana. Repressão refere-se a obstáculos institucionais (de política econômica e administrativos) com que um mercado se depara para atingir uma "posição de equilíbrio", ou seja, de estabilidade macroeconômica. Tais obstáculos comprometem a racionalidade do processo de alocação de recursos, i.é., seu direcionamento para setores em que o país possa tirar proveito de especialização e/ou vantagens comparativas.

---

<sup>1</sup> Villareal, René: "A contra-revolução monetarista". Teoria, Política econômica e ideologia do neoliberalismo. Ed. Record. R.J., 1984, p.342.

O objeto de trabalho de ambos os autores é o processo de financiamento da acumulação de capital em economias com oportunidades de crédito restritas.

Argumento semelhante encontra-se em OHLIN<sup>2</sup> em debate com Keynes, nos anos 30: "Se um governo autoritário fixa uma taxa de juros muito mais baixa que a de um mercado financeiro livre, durante qualquer período, a poupança e o Investimento *ex-post* permanecem iguais, mas a quantidade de crédito oferecida foi menor que a demandada, ocorrendo uma espécie de racionamento".

Ohlin filia-se, portanto, à *teoria dos fundos emprestáveis*<sup>3</sup> segundo a qual a poupança financia o investimento. Entende-se aqui por mercado financeiro o "locus" de interação entre os agentes econômicos que poupam e os que investem. Os poupadores convertem seus recursos presentes num fluxo de renda futura, os investidores requerem crédito para financiar seus projetos de investimento.

É no terreno das relações entre acumulação financeira e acumulação produtiva, que reside um dos aspectos mais relevantes da teoria de McKinnon.<sup>4</sup> : "(...) a restrição à expansão do investimento está na indisponibilidade de liquidez nos mercados de crédito, devido à repressão no sistema bancário e no mercado de capitais, enfatizando a complementaridade entre acumulação do capital produtivo e acumulação da moeda". A repressão seria "combatida" com políticas de liberalização financeira, que expandissem o crédito bancário, deslocando o auto-financiamento e elevando a taxa de poupança global da economia. A taxa de juros seria a peça estratégica: seu aumento implicaria em expansão dos depósitos bancários, permitindo a expansão do crédito e dos fundos para investimento. Além disso, funcionaria como desestímulo à especulação com ativos ou estoques reais/risco."<sup>5</sup> . Detenhamo-nos por um instante no entendimento dessas colocações.

<sup>2</sup> "Teorias alternativas da taxa de juros - réplica", *Literatura Econômica*, vol.9, n.2, IPEA-RJ.

<sup>3</sup> Nessa teoria o mecanismo de transmissão moeda-preços se dá via taxa de juros que é determinada no mercado de fundos, na esfera financeira, dada pela oferta e demanda de crédito. O volume de fundos emprestáveis é determinado externamente ao sistema e, nesse caso, as instituições financeiras são intermediadoras de recursos (mobilizadoras de poupança). Tal teoria se fundamenta em duas hipóteses básicas: 1) a elasticidade da poupança à taxa de juros é maior que zero; 2) a poupança *ex-ante* financia os gastos em investimento.

<sup>4</sup> McKinnon (1974): *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C., The Brookings Institution, 1973.

<sup>5</sup> ver Cintra (1993), pp. 50-51.

Na verdade, a liberalização financeira seria a política que corrigiria as distorções que impedem o equilíbrio de preços a longo prazo.<sup>6</sup> Tal desequilíbrio se verificaria em virtude dos mercados financeiros dos países em desenvolvimento serem fragmentados, i.é., mercados onde existem diferentes preços para os mesmos serviços, devido essencialmente à intervenção governamental, determinando diferentes taxas de rentabilidade dos ativos. A alternativa seria a unificação dos mercados financeiros, o que elevaria as taxas de rendimentos dos poupadores e, dessa forma, ampliaria as oportunidades de investimento, acabando com a fragmentação e eliminando as restrições financeiras.

O mercado financeiro se converteria, após ter sido liberalizado, no instrumento de igualação das taxas de rentabilidade dos ativos financeiros e de capital, num momento futuro, rompendo os limites do autofinanciamento e garantindo recursos àqueles com melhores oportunidades de investimento.<sup>7</sup>

A repressão financeira é característica dos países em desenvolvimento com limitada estrutura financeira, dominada pelo sistema monetário, onde a moeda, M<sub>1</sub><sup>8</sup>, constitui único ativo financeiro disponível e, deriva daí a restrição das relações débito-crédito e o fato de a única fonte de financiamento dos investimentos se dar pelo acúmulo de saldos monetários (autofinanciamento)<sup>9</sup>, que ficaria condicionado ao "volume de retenção de lucros das empresas e pelo custo de oportunidade de efetuar uma poupança interna para eventual compra de bens de capital no futuro".<sup>10</sup>

Como se não bastasse isso, a repressão financeira pode ser vista através de mecanismos de políticas discricionárias como a alocação seletiva de crédito e a taxa de encaixe para depósitos em conta-corrente superior a 50%, além do controle sobre a taxa de juros. Isso reduz o montante de recursos financeiros disponíveis na economia, o que reprime o crédito inter-agentes.

<sup>6</sup> Tal afirmação foi motivo de controvérsia para muitos teóricos keynesianos, justificando o erro nas hipóteses básicas da teoria de McKinnon, com a qual estavam em desacordo.

<sup>7</sup> ver Akyüz, Yilmaz (1993): Financial liberalization: the key issues, UNCTAD, Genebra, mar 1993.

<sup>8</sup> Por M-2 entenda-se a moeda definida amplamente e abrangendo os depósitos do sistema bancário mais o papel moeda em poder do público.

<sup>9</sup> A ausência de um mercado financeiro livre com amplas operações ativas e passivas impede a planificação dos investimentos produtivos.

<sup>10</sup> Ver McKinnon, R. (1974), op. Cit.

Em suma, na ausência de um sistema bancário eficiente perpetua-se nos países em desenvolvimento um sistema monetário **reprimido**, onde as mais variadas formas de intervenção nos mercados de produtos e fatores funcionam como substitutos da intermediação bancária<sup>11</sup>.

O resultado é um sistema fragmentado que gera distorções na estrutura produtiva. A prática das políticas restritivas no mercado financeiro conduziria à repressão financeira (baixos níveis dos ativos monetários e da poupança financeira em relação ao PIB). A emissão monetária para financiamento de déficits, elevaria a inflação e reduziria a demanda por ativos monetários (e com ela a rentabilidade real da moeda<sup>12</sup>) em favor da preferência pelo consumo e da demanda por ativos reais e de risco. Dessa forma, aquilo que seria fundamental para o crescimento económico, o aprofundamento financeiro (aumento da relação ativos monetários e financeiros em relação ao PIB) estaria obstruído.

Em suma, a repressão financeira resultaria entre outros efeitos, em um nível de investimento (e crescimento) abaixo do potencial em pressões inflacionárias.

McKinnon (1974) busca justificar então, o "efeito favorável da reforma monetária sobre o desenvolvimento económico, ao aliviar as restrições financeiras<sup>13</sup>", ou seja, como o dinheiro<sup>14</sup> estimula o processo de acumulação do capital produtivo. Isto se dá através de um postulado: em mercados de capitais imperfeitos, a moeda e os ativos de capital seriam complementares (e não substitutos como em mercados de capitais perfeitos<sup>15</sup>), até o ponto em que o retorno da posse de moeda superasse aquele dos ativos de capital. Isso aumentaria a propensão a poupar, e, por conseguinte ao investimento. Como diz CINTRA<sup>16</sup>: "estabelecem-se, então, os fundamentos entre o crescimento e a demanda por ativos financeiros". Assim, o acúmulo de poupança prévia seria necessário para o sistema bancário

<sup>11</sup> ver McKinnon, R. (1974), op. cit. p. 121.

<sup>12</sup> Na pg. 27, Cintra coloca a definição da rentabilidade real da moeda, nos termos de McKinnon: a taxa de juros nominais menos as expectativas inflacionárias sobre os depósitos bancários.

<sup>13</sup> McKinnon, R. (1974), op. cit. p.81.

<sup>14</sup> O conceito de dinheiro aqui utilizado é abrangente, ou seja, mais do que disponibilidades de caixa (haveres monetários), envolve também os haveres não monetários que rendem juros.

<sup>15</sup> Tais mercados se verificam apenas no nível teórico: eles operariam perfeitamente e sem custos para igualar os rendimentos de todos os ativos reais e financeiros com uma só taxa de juros real. Ou seja, o sistema monetário-bancário não tem papel a desempenhar no processo de acumulação de capital.

<sup>16</sup> Ver Cintra (1993), p. 30.

avançar crédito que financiará a aquisição de ativos de capital. Decorre daí, que o sistema financeiro só se tornará mais eficiente, quando o risco de crédito cair, i.é., quando os bancos assumirem o papel de "emprestadores ativos", possibilitado pela expansão da liquidez. Para o autor da teoria, **os empréstimos devem direcionar a poupança de forma mais eficaz do que o auto-financiamento.**

O modelo de acumulação de dinheiro e capital de McKinnon implica que para acabar com a "repressão financeira" deve-se dar a expansão do crédito bancário aos investidores. Para isso é necessário "um amplo sistema bancário (com instituições monetárias e não monetárias)"<sup>17</sup> que se incumbiria de realizar as transferências inter e intra-setoriais. Daí justificar-se a reforma monetária e bancária para estimular o crescimento ao se elevar a propensão a poupar (e a taxa de retorno da moeda). Isso significa que se deve fazer o **aprofundamento financeiro.**

Assim, "o ponto fundamental do processo de liberalização financeira é a existência de altas taxas de juros reais"<sup>18</sup>. Tal elevação sobre os depósitos bancários, reduziria as expectativas inflacionárias. "A inflação de preços acabaria à medida que os agentes econômicos deslocassem suas preferências de mercadorias para o dinheiro"<sup>19</sup>. Haveria dessa maneira, uma redução dos gastos em consumo e substituição de aplicações em ativos reais e de risco por aplicações financeiras mais rentáveis. **O aumento da poupança financeira e a estabilidade possibilitariam a expansão dos empréstimos bancários, dos investimentos e da produção agregada.** Isso é o que se derivou da experiência coreana de 1965 e que se consolidou em argumento favorável à sugestão de política que deriva da teoria da repressão financeira.

McKinnon sugere a completa liberalização do mercado financeiro através de algumas medidas: i) a liberalização da taxa de juros; ii) a eliminação dos controles de crédito seletivos; iii) a redução do encaixe bancário.

O objetivo dessas propostas de reformas é criar um mercado financeiro onde decisões de poupança e investimento seriam afetadas por oferta de moeda (poupança) e demanda por moeda (capitais), que determinariam a taxa de juros. Ao se soltar a taxa de juros, esta deveria refletir a escassez de poupança e estimular o seu acúmulo, facilitando

<sup>17</sup> McKinnon (1974), op. cit., p.121.

<sup>18</sup> McKinnon (1974), op. cit., p.141.

<sup>19</sup> McKinnon (1974), op. cit.,p.129.

maiores níveis de investimentos, desde que as taxas de retorno fossem viáveis. Se as perspectivas de emprego do capital são mais promissoras, a demanda será maior que a oferta; então se elevarão as taxas de juros, estimulando a formação de poupança, ao mesmo tempo em que a demanda de capitais pelos empresários se contrairia ao alcançar um novo ponto de equilíbrio, com uma taxa de juros mais alta. O *laissez-faire* no mercado de capitais conduziria à alocação ótima dos recursos de poupança e de capital produtivo. Às autoridades econômicas caberia apenas a preservação da ordem econômica.

Entretanto, há controvérsias quanto ao momento ideal da abertura financeira externa. Para os teóricos da repressão, o problema da escassez de poupança deveria ser resolvido internamente, com o aumento das taxas reais de juros da economia, com controle sobre as transações de capital (entrada de capitais externos a curto prazo) a fim de se evitar a valorização excessiva da taxa de câmbio, como aconteceu na Coreia, o que deteriorou o equilíbrio de preços, afetando negativamente a Balança Comercial e comprometendo a eficácia das reformas estruturais.<sup>20</sup> Objetivando uma política de câmbio realista, indica-se que a taxa de câmbio flutuante evitaria possíveis valorizações cambiais. As restrições da Conta Capital do Balanço de Pagamentos deveriam ser revistas somente após eliminadas as restrições sobre comércio exterior.

No que toca ao comércio exterior são igualmente repressivas: tarifas alfandegárias com grandes dispersões, licenças de importação, concessão de privilégios monopolistas, contribuindo para déficits no Balanço de Pagamentos em Transações Correntes. Aqui, no processo de liberalização, a eliminação de distorções de preços é fundamental já que o preço interno do produto protegido é mais elevado.

Para o setor externo, a estratégia seria a liberalização plena, com o fim de regulamentações e tarifas tendendo a zero. Isso facilitaria a melhor alocação de recursos na economia.

<sup>20</sup> Uma reforma de bases amplas, incluindo o equilíbrio externo, as finanças e a política fiscal foi introduzida. O programa foi baseado nas recomendações de SHAW, que observou que "uma mobilização adequada de capital na Coreia vai requerer uma grande revisão do sistema financeiro (...)". E, sob o título pré-requisitos para a reforma financeira, ele lista: a) persuadir poupadores de que eles não serão taxados pela inflação; b) não permitir que a taxa de câmbio se torne, de novo, sobrevalorizada; c) liberar taxas de juros domésticas sobre depósitos (taxas reais positivas), de modo que os poupadores sejam induzidos a poupar e os fundos sejam alocados para investimento de forma mais racional.

Passado o problema do estrangulamento financeiro interno (privado e público), ou seja, eliminando-se as restrições financeiras à acumulação interna de capitais, dever-se-ia proceder à transição para um regime de livre-comércio.

Nessa teoria acredita-se em uma ação recíproca entre desvalorização (realizada para compensar a perda de proteção à indústria substitutiva de importação) e sistema financeiro liberalizado que permita o crescimento das exportações, contrabalançando ampliação das importações e estabelecendo uma taxa de câmbio de equilíbrio. Com a liberalização do câmbio, a taxa de câmbio deve depreciar lentamente, após a desvalorização inicial, em reflexo às diferenças entre taxas de juros internas e externas. A desvalorização gradual afastaria operações com capitais de curto prazo, pois isso ampliaria seus custos. A idéia é evitar o aumento indesejado das reservas internacionais. Com isso, evita-se um movimento de capitais a curto prazo que seja desestabilizador. "Por outro lado, a nível interno, a elevação das taxas de juros restringe a expansão das atividades da empresa. Em suma, aumenta-se a oferta de bens/serviços e cai a demanda por bens/serviços, os preços caem, a importação é restringida e a exportação é estimulada."<sup>21</sup>. Fecha-se o "círculo virtuoso": com mercados livres, as forças dinâmicas do capitalismo levariam os países em desenvolvimento, naturalmente, ao crescimento e prosperidade.

Segundo Cintra<sup>22</sup> : "O paradigma da 'liberalização plena' estabelecido por McKinnon , entende que o sistema econômico é auto-regulado, basicamente estável e tende ao equilíbrio se for entregue ao seu livre movimento".<sup>23</sup> Para isso deve haver recuperação da poupança do setor público e liberalizar a Conta Corrente do Balanço de Pagamentos.

A Teoria da Repressão na década de 70, representava uma estratégia de crescimento econômico através da plena liberalização dos mercados financeiros, do comércio exterior e fiscal. Uma nova estrutura financeira com mercados abertos e desregulados, combinada a um Estado mínimo seria o suporte interno por onde fluiriam os capitais internacionais.

---

<sup>21</sup> Wicksell (1978), "Lectures on political economy", vol. II, "Money", Ed. Nova Cultural, S/P., 1986.

<sup>22</sup> Ver Cintra (1993), p. 41.

<sup>23</sup> Esse é, na verdade, o enfoque ortodoxo, de cunho monetarista e se baseia na crença do *laissez-faire* no que se refere às políticas de ajustamento, exemplificado na defesa da liberalização comercial e financeira.

Faltaria a comprovação da teoria na prática, ou seja, estudar os impactos de tais prescrições de políticas a nível intra-país e inter-países (quanto ao capital estrangeiro, por exemplo). É essa a tarefa que me proponho no próximo item.

## B - A EVIDÊNCIA EMPÍRICA DO PARADIGMA DA REPRESSÃO FINANCEIRA

### B-1) O questionamento das proposições teóricas baseado na realidade dos fatos

É bom que se lembre que tais prescrições valem somente quando a instabilidade financeira torna-se persistente. Nesse caso, haverá conexões entre reforma financeira e desempenho do crescimento. Por exemplo: pagar taxas reais de juros positivas sobre depósitos não é uma "panacéia" geral para o crescimento, como parte da literatura sobre repressão financeira poderia levar a acreditar.

**A tese básica é que a política monetária e financeira neoliberal de elevação na taxa de juros e de abertura aos fluxos de capitais externos promoveu a subida da taxa global de Poupança da economia como um todo. Contudo, esse aumento não foi direcionado ao investimento produtivo, mas à valorização patrimonial ou financeira.**

Vejamos: a integração aos fluxos financeiros de capitais internacionais foi extremamente frágil, não se verificando a hipótese 1 da teoria (a oferta de crédito externo não é infinitamente elástica e depende do estado de confiança dos agentes privados). Ressaltarei que os "movimentos internacionais de capitais não são motivados por oportunidades de investimento de longo prazo, mas pelas perspectivas de ganhos e perdas de capitais de curto prazo".<sup>24</sup> A dinâmica dos mercados passa a ser financeira, nos termos de BRAGA (1991).

<sup>24</sup> ver Akyüz, Ylmaz: "On financial openness in developing countries", UNCTAD, Genebra, 1992, p.09.

Assim, o elemento especulativo gera variações nas taxas de câmbio e nos preços dos ativos financeiros, causando mudanças repentinas nos fluxos de capitais, como ficou claro nas experiências da década de 80. Desorganizam-se os padrões de avaliação e risco das decisões empresariais, com efeitos negativos sobre o nível de investimento.

Afora isso, há fatores que agravam a instabilidade dos sistemas financeiros privados como o encurtamento de prazos, a redução de instrumentos financeiros de longo prazo, a volatilidade dos capitais internacionais.

As experiências de liberalização servem para refutar o axioma básico da repressão financeira : a de que "bastaria a liberalização de toda a economia para que os mecanismos gerais de preços determinassem a alocação ótima de recursos"<sup>25</sup>. A hipótese verdadeira : economias do Cone Sul tornaram-se instáveis, quando as regras do jogo mudaram, sinalizando uma grande incerteza, rompendo convenções que formavam as expectativas dos agentes. Ao contrário, então, do que apregoava a teoria, "quando a inflação é alta, as taxas de juros reais precisam ser aumentadas, mas não através de seus valores nominais, e sim, reduzindo a inflação"<sup>26</sup>.

O processo de abertura e liberalização financeira foi agravando a "fragilidade financeira" destas economias, acelerando o caráter especulativo dos mercados financeiros até conduzir à violenta instabilidade de 1982-83 quando "naufraçou" o primeiro ensaio de políticas neoliberais de reestruturação e estabilidade econômica.

Apesar de a liberalização das taxas de juros facilitar a captação interna e externa de recursos, isso não assegurou o desenvolvimento de fontes de financiamento de médio e longo prazos, destinados à acumulação produtiva. Embora tenha existido um efeito positivo do aumento da taxa de juros sobre o volume de depósitos bancários, a economia caminha para contratos financeiros de maior liquidez, paralisando o nível de investimentos.

Há que se colocar também que os capitais que entraram no Cone Sul eram, em sua essência, especulativos, visando à rentabilidade dos ativos financeiros e ganhos decorrentes de valorizações cambiais. O resultado foi um ciclo de endividamento externo com elevados custos e prazos reduzidos. Esse foi o caso da experiência chilena.

---

<sup>25</sup> Ver Cintra (1993), p.117.

<sup>26</sup> Akyüz, Ylmaz: "Financial policies in developing countries: issues and experience", UNCTAD, no. 40.

Cintra alerta para o fato de que nenhum dos países que lhe coube estudar, reformulou seus sistemas financeiros privados com o objetivo de estruturar mecanismos de financiamento a longo prazo.

As fontes de financiamento ao investimento continuam sendo a acumulação interna de lucros e as entradas de capitais de risco. "O problema do financiamento da acumulação produtiva e de uma intermediação financeira menos vulnerável à especulação permanece presente no contexto latino-americano"<sup>27</sup>. **Tudo aquilo que representa obstáculo à intermediação financeira é, aos moldes da "repressão financeira", obstáculo ao aprofundamento financeiro.**

Segundo TAVARES (1993) : "(...) tem que refazer, reformar e tentar controlar de alguma forma a intermediação financeira interna, buscando formas mais flexíveis, mas reguladas, de inserção no mercado financeiro internacional, se se quer ter algum futuro em um presente tão incerto". Com isso, a autora quer dizer que o equacionamento da estrutura de financiamento passa pelo Estado, sem o que investimentos produtivos ocorrerão somente em empresas melhor situadas i.é., com maior capacidade de auto-financiamento.

Numa passagem auto-crítica,<sup>28</sup> McKinnon (ao concordar com seus erros do passado), conclui, baseado na experiência asiática, que a repressão não é devida simplesmente à intervenção governamental, pois uma vez que o sistema financeiro asiático (Sudeste Asiático) caracteriza-se por taxas de juros reais e positivas, ele não poderia ser classificado como reprimido. **Dessa forma, a repressão estaria associada à prática de taxas de juros reais baixas e não à forma intervencionista de ação do Estado.**

E mais : a diversificação dos instrumentos e a intermediação financeira passam a ser independentes da política de liberalização. É desejável até que a liberalização ocorra gradualmente, após a existência de um aprofundamento financeiro. (caso da desregulamentação do mercado bancário japonês em 1981, onde a desregulamentação se deu antes da liberalização das taxas de juros).

O que a experiência de liberalização japonesa sugeriu a McKinnon foi que a liberalização financeira para ser bem-sucedida deveria seguir uma ordem de prioridades. Primeiramente deve-se alcançar a estabilização monetária e somente depois executar o

<sup>27</sup> ver Cintra (1993), p.121.

<sup>28</sup> McKinnon (1988): "Financial Liberalization and economic development: a reassessment of interest-rate policies in Asia and Latin America, International Center for Economic Growth, Occasional Papers, n. 6, p. 19.

aprofundamento financeiro em instituições financeiras não bancárias (crescimento de securities primários e aumento da intermediação pelas Cias. de Seguro e Fundos de Pensão). Em terceiro lugar, incentivar a vinda de fluxos líquidos de capital do exterior em que o sistema bancário doméstico não seja o principal intermediador financeiro<sup>29</sup>. Isso porque se observou no final dos 70 no Cone Sul que os países desregulamentaram seus sistemas bancários antes de controlar e manter a inflação em níveis baixos e concluir o aprofundamento financeiro. Pode-se eventualmente reduzir a inflação ao custo não só da estagnação econômica, mas, do dismantelamento do parque industrial e de uma subversão do sistema econômico<sup>30</sup>. Isso porque a **liberalização financeira que esse modelo implica caracteriza-se por altas taxas de juros internas a curto prazo e baixa rentabilidade dos investimentos produtivos.**

Com isso tem-se o abandono de mais um alicerce da teoria da repressão financeira: o da necessidade de altas taxas de juros como estratégia de aprofundamento financeiro. Inversamente, **evitar taxas de juros reais elevadas passa a ser fundamental para a viabilidade do sistema financeiro.** “A liberalização deve ocorrer apenas em uma economia macroeconomicamente estável e com mercados financeiros diversificados” e, além disso, a **teoria da repressão deixa de ter qualquer ligação com financiamento do desenvolvimento econômico.** A conclusão é a que se segue: “A liberalização financeira com captação de taxas de juros reais positivas viabilizadas por nível estável de preços permanece como único jogo no que se refere ao desenvolvimento econômico”.<sup>31</sup> A partir desta, extraímos alguns comentários finais que expõem a limitação prática da teoria apresentada.

“A defesa da liberalização financeira perde seu sentido objetivo, passando a se sustentar apenas no campo ideológico, pois continua sendo recomendada enquanto melhor e única opção estratégica de desenvolvimento”<sup>32</sup>.

E “(...) o desenvolvimento econômico requer a definição de uma política financeira e creditícia para alavancar empresas produtivas, de forma articulada com políticas

<sup>29</sup> McKinnon (1988), op. Cit. P. 19-20.

<sup>30</sup> Isto é, investimentos produtivos transformados em investimentos especulativos.

<sup>31</sup> McKinnon (1974), p. 45.

<sup>32</sup> Ver Cintra, p. 125.

industriais e de desenvolvimento social”<sup>33</sup>. A liberalização financeira tem de ser precedida de políticas de ajuste e reestruturação do Estado, no entender de Conceição Tavares (1993).

Isso fica explícito no caso dos países do Cone Sul (Argentina, Chile e Uruguai) que, ao tentarem diminuir a intervenção estatal em seus sistemas financeiros, na 2a. metade dos anos 70, tiveram que enfrentar uma crise financeira brutal nos anos 80. Estas crises foram propiciadas pela liberalização financeira num contexto de instabilidade macro, agravada por erros nas políticas adotadas e pela inadequada supervisão preventiva.

A atmosfera neoliberal representava o ideal para a vinda de capitais internacionais, atraídos pela abertura econômica e um mercado dinâmico, e por isso, não foi levado em consideração os riscos ao uso do capital estrangeiro.

As mudanças do sistema financeiro internacional nos colocam algumas questões pertinentes como por exemplo: as mudanças correspondem à evolução rumo a um sistema mais liberalizado, ou trata-se de novos desafios para a regulamentação? Esses desafios podem ser enfrentados por medidas tópicas no âmbito das finanças, ou exigem um diagnóstico global a nível fiscal, cambial e de organização empresarial ?

Isso me convence do seguinte: o êxito ou o malogro da liberalização financeira está subordinado, em primeiro, às formas de articulação dos grupos empresariais - entre instituições financeiras e setores produtivos e comerciais - e, em segundo plano, ao papel do Estado como moderador dessas articulações.

Assim, a nível interno estaremos privilegiando um outro enfoque teórico (keynesiano) que dê sustentação a dois pontos fundamentais, no meu entender, à sua compreensão analítica e que são: 1) as formas de ação intervencionista do Estado, via políticas econômicas, e que poderá servir como resposta à segunda questão acima<sup>34</sup> e; 2) o papel endógeno que as instituições financeiras têm no direcionamento de crédito. Isso implica na ruptura do paradigma da repressão financeira, no que se refere, por exemplo às decisões de investimento e poupança prévia.

### C- A CRÍTICA DA VISÃO KEYNESIANA E SUAS IMPLICAÇÕES

<sup>33</sup> Cintra, p.126.

<sup>34</sup> Isso será feito apenas para o caso brasileiro, no início da década de 90. Tal abordagem será vista no capítulo 3

### *C-1) Abordagem intra-paises: alguns aspectos relevantes*

O enfoque crítico adotado é centrado na análise das relações entre crédito, poupança e investimento, bem como no papel do sistema financeiro, de sua institucionalidade e das políticas monetárias. A crítica de Keynes ao pensamento ortodoxo fundamenta-se na revisão das relações de determinação entre poupança e investimento. Trata-se, no dizer de MADI (1993)<sup>35</sup>: "(...) de superar o enfoque meramente monetário proposto pelos modelos ortodoxos (...). Uma proposta alternativa de política monetária, baseada nos fundamentos pós keynesianos deve integrar a teoria da moeda e a teoria financeira, inserindo a política monetário-creditícia numa estratégia de crescimento."

Para os teóricos keynesianos, o investimento não exige um ato de poupança prévia, equalizado pela taxa de juros. A determinação da taxa de juros não se dá através da igualdade *ex ante* entre nível de poupança e nível de investimento. Ela ocorre no mercado monetário e seu determinante principal é a demanda por moeda que expressa a preferência pela liquidez. O nível de investimentos depende das expectativas dos capitalistas quanto aos rendimentos futuros e não de um fundo prévio de poupança. Os empresários decidem o que vão gastar (investir) e não o que vão poupar.

O crédito, o *inside money* (não a poupança) é o motor financeiro do processo de acumulação de riqueza.<sup>36</sup> Nesse sentido, pode-se entender algo como: **o financiamento prescinde da captação**; e mais, ele é anterior a esta, na medida em que não se necessita de poupança prévia. Assim, o papel do sistema financeiro não é de simples intermediador de recursos, mas de influir no nível de liquidez e crédito na economia, e por suposto, no processo de acumulação de capital. A moeda de crédito é endógena, é criação do sistema bancário. O mercado de capitais tem duas funções : a) desdobrar prazos e b) fornecer liquidez ao sistema.

As determinações da poupança financeira e do investimento são diferentes, podendo inclusive, ser contraditórias. Para Keynes, é fundamental distinguir entre poupança

<sup>35</sup> Madi, M. Alejandra Caporale, Tese de Doutorado, Unicamp, 1993, p.97.

<sup>36</sup> A questão básica da teoria da repressão é que a expansão de crédito ocorreria a partir da poupança previamente acumulada.

financeira e poupança real (correspondente a um fluxo de renda associado a um ato de investimento).

Nessa direção, McKinnon estaria perdendo o essencial ao dizer que oferta de crédito corresponde à oferta de poupança e que demanda por empréstimos corresponde à demanda por investimento, análise essa, que tornaria o sistema financeiro passivo. Para Keynes, o sistema financeiro é ativo ao criar moeda para suprir o avanço do crédito, bem como a política monetária, porque existem medidas de poder regulatório que afetam a liquidez da economia. A existência de mercados de crédito desenvolvidos, onde se torna possível financiar posições de longo prazo por um fundo rotativo de passivos de curto prazo, advertem os críticos, poderá conduzir ao aumento da fragilidade financeira das economias, quando o risco de endividamento se torna muito alto, i.é., quando não se verificam as expectativas dos agentes com relação ao nível de investimentos.<sup>37</sup>

Por fim, a perspectiva pós-keynesiana quanto ao aumento da taxa de juros é pessimista já que nada garante que isso levará, irremediavelmente, à elevação dos fundos de financiamento ao investimento (poupança não é determinada por taxa de juros). Pelo contrário, o efeito poderá ser negativo para o nível de investimento (inviabilizando novos projetos), além de provocar o agravamento das dificuldades financeiras (incapacidade de repagamento das dívidas), deixando seqüelas sobre a possibilidade de crescimento econômico.

Nessas condições uma intermediação financeira com base na captação de aplicações a prazos médios e longos capaz de garantir estabilidade e solidez às instituições financeiras é de importância crucial. Daí, por exemplo, o papel dos bancos na antecipação temporária do poder de compra destinado a cobrir o hiato temporal entre a decisão de investimento e sua efetivação - o chamado *finance*.<sup>38</sup>

**Tal análise (a pós keynesiana) aponta a necessidade de um ambiente institucional favorável ao crescimento financeiramente estável bem como a existência de mecanismos de financiamento a longo prazo, que nem sempre se desenvolvem somente através das “forças de mercado”, muito menos pela simples desregulamentação do mercado financeiro.**

<sup>37</sup> Minsky (1986): "Stabilizing on unstable economy", New Haven, 1986.

<sup>38</sup> Entende-se por *finance*, linhas de crédito que permitem antecipar recursos futuros para financiar o investimento.

O que resta do debate é a percepção do fato de que não existem soluções simples para os entraves financeiros ao crescimento. É preciso analisar a estrutura financeira de cada país e suas condições de desenvolvimento, o que envolve a atuação de políticas financeiras. Convencido disto, efetuei esse tipo de análise no capítulo três dessa monografia.

C-2) Abordagem inter-paises: As implicações da visão crítica e as inovações institucionais

A nível externo, enquanto a economia internacional passa por uma de suas crises mais sérias (com um comércio mundial virtualmente estagnado e com um sistema financeiro que se caracteriza por elevadas taxas de juros e financiamento a curto prazo), postula-se como grande estratégia para se promover a eficiência e a competitividade dos países em desenvolvimento (PED), a sua integração na economia internacional. Assim, o pressuposto ou a hipótese implícita é a de que *a liberalização comercial e financeira e a integração na economia internacional não afetam a sobrevivência do parque industrial (lógica produtiva), mas, ao contrário, torna-o mais eficiente o que a longo prazo, acarretará o desenvolvimento econômico*.

A necessidade de se contar com recursos externos para o financiamento do desenvolvimento econômico (na forma de créditos bancários ou financiamento a longo prazo, ou ainda, na forma de capital de risco), a mobilidade de fluxos internacionais de capitais e a maior integração dos mercados financeiros facilitam o acesso a recursos externos (capital estrangeiro). Entretanto, a articulação com fluxos internacionais de financiamento tem sérias **implicações**<sup>39</sup> como as que citarei em seguida.

Uma delas é que se abre a possibilidade de canalização de recursos para fora do país, externalizando investimentos, por exemplo, limitando a capacidade de intervenção das autoridades monetárias de um país que não tem reservas (poder) para intervir no mercado internacional. Outra implicação é o aumento da vulnerabilidade da Balança de Capitais que fica à mercê das políticas monetárias dos países centrais.

<sup>39</sup> Há interações entre as mudanças financeiras denominadas como globalização e outras duas dimensões - a reestruturação industrial e tecnológica (pós-fordismo) e a reformulação das agendas de política econômica intra e inter-nacionais (neoliberalismo). Estarei tratando apenas das implicações que se referem à dimensão financeira, portadora de uma lógica própria.

A partir de meados dos 60, com a internacionalização dos circuitos financeiros, a política monetária perde seu caráter regulador autônomo, dado o grau de especulação de moedas que afeta o movimento de reservas. Observa-se um movimento em direção a investimento em ativos financeiros geradores de juros, substituindo a posse da moeda propriamente dita (M1).

A nova institucionalidade monetário-financeira apresenta algumas características relevantes como por exemplo, a generalização e homogeneização das operações financeiras, com a diferença entre as instituições financeiras sendo eliminada (desregulamentação), com destaque para o banco universal (múltiplo).

As próprias empresas emitem títulos da dívida, bônus e *commercial papers* captando recursos junto a investidores institucionais. Por fim, os depósitos à vista reduzem-se nos passivos do sistema bancário. A consequência da proliferação de passivos remunerados foi a flexibilização dos ativos das instituições financeiras, sua transformação em instrumentos negociáveis (securitização). No que se refere aos bancos, privilegia-se a administração do passivo (*liability management*).

Parafraseando MINSKY (1986) : "(...) com a aceleração das inovações financeiras, nos anos 60 e 70, tornou-se claro que há uma diversidade de tipos de moeda, e que a natureza da moeda relevante se transforma com o desenvolvimento das instituições".

Como algumas outras **implicações**<sup>40</sup> pode-se citar: a) as inovações financeiras e os novos agentes ( investidores institucionais ) alteram o significado da poupança financeira no processo de reestruturação produtiva. Segundo BRAGA<sup>41</sup> : "(...) a defesa da riqueza, do patrimônio, faz-se nas operações de macroestrutura financeira, reduzindo a separação entre mercados de crédito e de capitais" ;

b) um aumento na oferta de ativos financeiros de curto prazo com elevada liquidez, as quase-moedas, torna mais complexa a regulação monetária por parte do BACEN e mais difícil a monitoração da política monetária como sinalizador dos investimentos ( pela variação positiva da taxa de juros) ;

<sup>40</sup> Essas implicações podem ser encontradas mais detalhadas na Tese de Mestrado de Marcos Cintra, das páginas 76 a 91.

<sup>41</sup> Braga, José Carlos: "A financeirização da riqueza - a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismos centrais", IESP/FUNDAP, Textos para Discussão, ano 6, no. 3, SP, 1991, p.18.

c) de a) e b) decorre que, com a redução da participação de M-1 e o simultâneo aumento de M-3, pela emissão de títulos da dívida direta, o estoque de riqueza (sob a forma de ativos remunerados líquidos, ou se quiser, M-3) impõe limites à criação do crédito. A capacidade de alavancagem de crédito na economia, se origina, agora do mercado financeiro (M-3).

Mas, a expansão do M-3 e a proliferação dos instrumentos financeiros não induz ao aumento do investimento, como afigura a teoria da repressão, pois há incerteza quanto ao futuro.

Com relação aos possíveis impactos na estrutura e no nível das taxas de juros, um dos sinais mais explícitos dessa “nova dinâmica do crédito bancário” está na crescente elevação do patamar dos juros nos principais mercados financeiros entre 1960 e 1990. (tabela 1). É de se destacar que não os seus níveis, mas a sua instabilidade que inviabiliza o investimento em capital fixo.

Como se vê, a questão é mais complexa do que simplesmente a repressão no mercado de capitais, envolvendo política monetária e de crédito em condições de incerteza. **O caráter nacional, a evolução das relações entre empresas e instituições financeiras nos mostram a reação às mudanças nos mercados financeiros (regulação/desregulação) e do funcionamento do mercado de capitais (alocação eficiente/ineficiente).**

### *Especificidades do padrão de financiamento latino-americano*

O insuficiente desenvolvimento dos sistemas financeiros latino-americanos no que concerne ao volume, prazos e condições de crédito, não deriva da repressão, mas da instabilidade e da incerteza, bem como da falta de confiança dos poupadores e investidores<sup>42</sup>.

Um dos equívocos fundamentais da Teoria da Repressão Financeira : os mecanismos de capitalização financeira e de endividamento supõem não a existência de “poupanças prévias”, mas de uma institucionalidade financeira e monetária capaz de fazer

<sup>42</sup> ver Cintra (1993), p. 98.

proliferar toda a espécie de títulos, com diferentes graus de risco, rentabilidade e liquidez. Da compreensão da análise keynesiana, tem-se que os problemas do subdesenvolvimento decorrem da ausência de mecanismos de financiamento e da impossibilidade de canalizar recursos para projetos de investimento, e não de simples restrições públicas.

A questão essencial é que não se trata simplesmente de reorientar recursos, como querem os teóricos da "repressão financeira", mas de montar um aparelho de financiamento da economia.

O controle do sistema de financiamento pelo Estado, viabilizando recursos para o investimento produtivo, é fundamental. A orientação pública devidamente coordenada se faz necessária na maior participação de instituições financeiras públicas na captação/oferta/canalização dos recursos financeiros. As dificuldades encontradas na mobilização de recursos para o financiamento público e privado não foram acompanhadas por modificações importantes na estrutura financeira interna. Tanto o setor privado quanto o setor público não dispunham de instrumentos financeiros e fiscais para cobrir os programas de expansão do capital produtivo. A solução encaminhada pela Cepal foi a entrada de capitais externos na forma de investimentos de risco ou endividamento com instituições<sup>43</sup>.

O movimento nos sistemas financeiros dos principais países desenvolvidos, notadamente nos anglo-saxões, em direção a ativos líquidos, à primeira vista pode parecer muito semelhante à desmonetização característica das economias latino-americanas: a moeda perde progressivamente a função de reserva de valor. Mas "se os sistemas financeiros internacionais têm os seus recursos (inovações em instrumentos e instituições), os latino-americanos têm os seus limites"<sup>44</sup>.

A dinâmica dos mercados monetário-financeiros latino-americanos, com elevado grau de desmonetização, na década de 80, está associada à desconfiança no padrão monetário e ao patamar inflacionário<sup>45</sup>. Em processos inflacionários crônicos, a moeda não

<sup>43</sup> Como tentarei mostrar de forma mais clara, no capítulo 2, o capitalismo na América Latina consolidou um padrão de desenvolvimento sem solução aos problemas de financiamento a longo prazo.

<sup>44</sup> Ver Cintra (1993), p. 105.

<sup>45</sup> No Brasil, a redução de M-1 (desmonetização), que significou o aumento das quase-moedas, correspondeu à introdução da "moeda indexada", que é o dinheiro financeiro protegido pelo seu valor real.

exerce a função de reserva de valor e de padrão de referência dos preços. As "quase-moedas" passam a englobar toda a forma de riqueza financeira.<sup>46</sup>

Por fim, a volatilidade dos sistemas financeiros das economias em desenvolvimento revela que o problema não é de carência de poupança, mas de inexistência de mecanismos seletivos e confiáveis de direcionamento dos recursos financeiros.

Tentarei agora analisar algumas questões mais especificamente no caso latino-americano. O aspecto que mais me interessa no âmbito deste trabalho é a **relação entre abertura ao capital estrangeiro destes países e os investimentos externos**. Hoje, há um consenso quase generalizado, na América Latina, de que o crescimento econômico só tornará a ocorrer pela abertura econômica ao comércio e aos capitais internacionais.

Para o caso brasileiro, isso será abordado também pela ótica da coordenação de instrumentos de políticas macroeconômicas a nível nacional e sua compatibilidade (ou não) em relação à inserção internacional de nossa economia.

---

<sup>46</sup> Isto pôde ser observado na segunda metade dos anos 80, em todos os países do Cone Sul, quando a porcentagem de M-1/PIB caiu para 7% na Argentina, 6% no Chile e 8% no Uruguai. Esses dados estão compilados em Cintra (1993), tabelas 17 a 22.

## CAPÍTULO II - LIBERALIZAÇÃO E ABERTURA FINANCEIRA

### QUESTÕES PARA A AMÉRICA LATINA

"Na América Latina, a integração é um instrumento essencial para ampliar as fontes endógenas de crescimento e para reforçar a capacidade de decisão em um sistema mundial globalizado e interdependente". (Aldo Ferrer, Indic. Econômicos, nov. 92)

"O que se lamenta é que quando o país cria condições especiais para o desenvolvimento, uma política econômica equivocada, fundada num monetarismo cego e irracional, cuja essência é sustentar a especulação financeira, mantém a estagnação econômica como meta, empobrecendo a população e desestruturando o mercado interno, trazendo o maior e mais grave dos riscos, que é, pela deterioração do parque industrial, fazer o país retornar à condição de exportador de produtos primários." (Dércio Munhoz, Indicadores Econômicos, nov 92)

## I. LIBERALIZAÇÃO EXTERNA E ABERTURA FINANCEIRA

### II. - DEFINIÇÕES

Por liberalização financeira externa entende-se ações políticas que aumentam o grau de facilidade com o qual residentes podem adquirir ativos e obrigações denominadas em moedas estrangeiras; e não residentes podem operar em mercados financeiros nacionais, isto é, abertura financeira. Os tipos de transações que podem ser distinguidas a esse respeito são<sup>1</sup> :

(1) transações para dentro ("inward transactions"): permitem a residentes tomarem emprestado livremente em mercados financeiros internacionais e não-residentes investirem livremente em mercados financeiros domésticos.

(2) transações para fora ("outward transactions"): permitem residentes transferirem capital e adquirir bens financeiros no exterior, e não-residentes emitirem obrigações e tomar emprestado em mercados financeiros domésticos.

(3) transações domésticas em moeda estrangeira ("domestic transactions in foreign currencies"): permitem relações devedores-credores entre residentes em moedas estrangeiras tais como depósitos bancários e empréstimos em moeda estrangeira.

A definição de abertura financeira é mais abrangente do que a de liberalização da conta capital porque inclui transações financeiras entre residentes denominadas em moeda estrangeira.

---

<sup>1</sup> Essas definições estão presentes em Akyüz, op. cit. p.27.

## 1.2-INTRODUÇÃO

As conseqüências da abertura financeira em países em desenvolvimento não têm sido adequadamente tratadas na literatura pois constitui um fenômeno muito recente. O pensamento "mainstream" é uma extrapolação da "macroeconomia aberta" e trata o assunto no contexto da "seqüência de reformas econômicas". Essa literatura emergiu de uma tentativa "ex-post" para explicar o fracasso da liberalização no Cone Sul.

Em países em desenvolvimento, o impulso condutor da liberalização é a crença (baseada na noção de que políticas financeiras intervencionistas foram uma das principais causas da crise destes países) em sua ajuda na retomada do crescimento e da estabilidade pelo aumento dos níveis de poupança e melhora da eficiência econômica global. Acredita-se que a liberalização financeira externa tenha efeitos positivos no nível e alocação do investimento e que os ganhos de eficiência compensariam a perda de autonomia dos instrumentos de política econômica.<sup>2</sup>

De acordo com essa visão, a liberalização financeira externa somente provocaria resultados adversos se houvesse problemas econômicos (déficit, distorções no mercado de trabalho e de bens e serviços, instabilidade monetária). A fim de se evitar tais problemas dever-se-ia seguir uma seqüência certa, ou seja, liberalizando em primeiro lugar os mercados financeiros domésticos, junto com a Conta de Transações Correntes e depois a Conta de Capital. Antes, porém, de qualquer liberalização, o equilíbrio monetário e fiscal (com estabilidade) deveriam ser atingidos, conforme mencionei no capítulo anterior.

"As vantagens da abertura financeira estão baseadas na hipótese de que a internacionalização das finanças permite que poupanças possam ser alocadas globalmente através de movimentos de capitais inter-países em resposta a oportunidades de investimento, melhorando a distribuição de recursos a nível internacional e equalizando as taxas de retorno sobre o investimento".<sup>3</sup> Com a liberalização dos mercados financeiros domésticos e a subida das taxas de

<sup>2</sup> O problema maior segundo outros autores, encontra-se na reorganização do sistema financeiro internacional, pois inexistente tanto um problema de penúria de poupança quanto um mau sistema de alocação da mesma. Sem isso, dificilmente os mercados se abrirão. Seria necessário, de fato, chegar a um financiamento de 1% do PIB da OCDE para que uma estratégia nesse sentido, desse resultado. Sem crescimento desses países, é impossível a mesma tornar-se realidade.

<sup>3</sup> ver Akyüz, Yılmaz: "Financial Liberalization: The Key Issues", UNCTAD Discussion Paper, março 1993, p. 29.

juros, a liberalização financeira externa em países em desenvolvimento impulsionaria o influxo de capitais.

Entretanto, tais expectativas são, às vezes, frustradas. Em muitos desses países, em vez da subida no nível de poupança e investimento, a liberalização financeira tem aumentado a instabilidade. Embora o aprofundamento financeiro<sup>4</sup> ocorra, não se verificam benefícios em termos de desenvolvimento econômico.

Evidências sugerem que os fluxos internacionais, na prática, não melhoram a alocação de poupança a nível internacional. O motivo principal é que a maioria das transações financeiras internacionais são decisões de portfólio de rentistas, muito mais do que decisões de negócios de empresários.

O aprofundamento financeiro não é uma boa medida da contribuição do *finance* ao crescimento e desenvolvimento porque não está associado, necessariamente, aos níveis de recursos direcionados ao investimento, mas à criação de maiores oportunidades para especulação.

O que ocorre é um movimento especulativo, motivado pela perspectiva de ganhos de capital de curto prazo, em detrimento de oportunidades de investimento e retorno a longo prazo, perturba a economia, ao instabilizar as taxas de câmbio, podendo causar reversões nos fluxos de capital. Nesse caso, a **abertura financeira** seria responsável por "problemas sistêmicos", difíceis de serem controlados, dada a maior limitação de políticas monetárias e cambiais em influenciar os movimentos de capitais.

Os altos níveis de taxas de juros, por sua vez, podem prejudicar a estabilidade macroeconômica e o nível de investimento agregado. A questão crucial é como desenhar políticas de taxas de juros compatíveis com a manutenção da estabilidade e do crescimento.

No segundo pós-guerra e desde o início dos anos 80 houve compatibilidade entre taxas de juros reais elevadas com baixa inflação e expansão econômica,<sup>5</sup> o que nos diz que

<sup>4</sup> Significa um aumento na intermediação entre poupadores e investidores porque elevações nas taxas de juros, aumentam o nível de poupança e, a partir daí, trocam-se bens "improdutivos" por bens "financeiros", deste modo, aumentando o volume de investimento produtivo. Mas a realocação não é a única e mais importante razão para o aprofundamento financeiro. A liberalização pode conduzir ao aprofundamento pela redistribuição de poupanças e investimentos entre vários setores.

<sup>5</sup> ver Akyuz, p. 04.

nas taxas de juros reais não impedem o investimento e o crescimento, mas ajudam na estabilidade de preços. Entretanto, a expansão a taxas de juros muito altas deprime o nível de renda e investimento, afetando negativamente o crescimento econômico.

O caminho relevante na reforma financeira é, então, a eficiência acima do aprofundamento. Aqui se coloca o cerne do problema. Um sistema financeiro interno ineficiente é aquele que, no processo poupança-investimento, exibe sua incapacidade em efetuar seu papel primordial, qual seja, o de transferir poupança agregada para investimento agregado. Nessa direção, se constitui em um sistema financeiro "reprimido", isto é, com estrutura financeira limitada que representa um entrave financeiro ao crescimento.

Dai a literatura propor, como combate à repressão financeira, duas medidas básicas: 1) a liberalização do sistema financeiro ; 2) a unificação do mercado de capitais, visto que os mercados financeiros se encontram fragmentados. Essas duas medidas em conjunto visam integrar os mercados financeiros e desregulamentar o acesso aos fluxos de capitais financeiros. As mudanças no mercado financeiro internacional e a evolução do mercado de capitais serão abordadas, de maneira sucinta, nas seções que se seguem.

## II. O PROCESSO DE GLOBALIZAÇÃO DOS CAPITAIS FINANCEIROS

A realidade da globalização financeira e o processo de liberalização colocam a regulamentação dos sistemas financeiros diante de novos desafios (ligados também ao abandono do sistema monetário de Bretton-Woods e ao desenvolvimento do Euromercado).

As transformações do sistema financeiro nos países centrais ao longo dos anos 80 que visavam maior flexibilidade e menor regulamentação (através de processos de inovações financeiras)<sup>6</sup>, desembocou na crescente internacionalização dos mercados financeiros e na maior integração dos mercados nacionais (globalização). Nesse sentido, houve um novo reordenamento dos mercados na dinâmica mundial (onde destaca-se a maior presença dos países em desenvolvimento nos mercados internacionais) e a expansão da mobilidade internacional de capitais e novos mecanismos de intermediação financeiros.

<sup>6</sup> especialmente aquelas advindas do desenvolvimento do Euromercado. Para melhor caracterização das inovações financeiras, ver: FERREIRA & FREITAS, M. C.: "O mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80", S.P., IESP/FUNDAP, 1990.

Essas mudanças estão relacionadas com a tentativa de criação de um sistema financeiro mais eficiente seja pela superação das dificuldades de atuação do sistema financeiro anterior (como por exemplo a incapacidade de prover crédito a longo prazo, no caso dos países latino-americanos), seja simplesmente pelo aperfeiçoamento e desenvolvimento de novos instrumentos (como os de captação), dado o alto grau de competitividade e de disputa de mercados (de produtos e/ou clientes) com que as instituições financeiras vêm se deparando nas últimas duas décadas.<sup>7</sup>

Nesse sentido, a lógica da concorrência financeira supera qualquer limite geográfico; sua delimitação não tem fronteiras. A institucionalidade monetária e financeira dos países desenvolvidos, que vinha sofrendo alterações desde meados dos anos 60, nos principais países industrializados, dita as regras do sistema financeiro mundial e influencia os sistemas financeiros internos dos países em desenvolvimento, tendo reflexos em seu desenvolvimento econômico (caso por exemplo dos países latino-americanos), à medida em que, os sistemas financeiros destes últimos demonstrou sua incapacidade em financiar autonomamente o crescimento dessas economias, isto é, suas estruturas financeiras apresentaram limites.

Dessa forma, há uma dependência explícita de recursos externos, que se estabelece sob as mais diversas formas de relações financeiras com o Sistema Internacional. A consolidação se verifica na internacionalização dos circuitos de capitais financeiros, resultando em uma integração aos grandes centros mundiais.

É nesse contexto que, por exemplo, se acirra a concorrência entre instituições financeiras bancárias e instituições financeiras não-bancárias, com as primeiras reagindo de maneira a desenvolver um maior número de depósitos remunerados e as últimas criando novos mercados de captação de fundos. Tais fundos são aplicados nos mercados de títulos atuando na concorrência direta com a atividade de intermediação dos bancos ou no campo da institucionalidade do sistema de pagamentos.

Passada a experiência dos anos 80 de desregulamentação generalizada, a nova fase traz em primeiro plano o tema da re-regulamentação. Além de episódios de ruptura e desgaste institucional, o sistema financeiro internacional passa por processos criativos, como a emergência

---

<sup>7</sup> Nesse sentido, houve o desenvolvimento de novas técnicas operacionais, para empréstimos, por exemplo, como os empréstimos consorciados e a repactuação periódica das taxas de juros.

de novas estratégias de concorrência, a absorção de novas tecnologias na era de informática, a universalização de bancos múltiplos e a conglomeração financeira de redes empresariais em vários setores (automobilístico, varejista e de consultoria). Em suma, alterou-se o panorama da indústria de serviços financeiros, o que exige novas modalidades regulatórias.

Em termos globais, o principal desenvolvimento da década passada foi a dominância da securitização<sup>8</sup> como inovação financeira fundamental (graças à desregulamentação dos sistemas financeiros nacionais e emergência de investidores institucionais como foras relevantes)<sup>9</sup>. Nessa década adquirem grande importância os mercados derivativos (swaps, opções e futuros).

## II-1. A EVOLUÇÃO DA INTEGRAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS INTERNACIONAL

De posse das informações anteriores, pode-se agora apresentar uma descrição da tendência do mercado de capitais internacional, bem como algumas conclusões importantes para o estudo analítico a que se propõe a presente monografia.

O que se observou nas últimas duas décadas foi uma expansão dos fluxos de capitais inter-países industrializados, com aumento da participação de investimentos estrangeiros e de instituições financeiras estrangeiras nos maiores mercados financeiros domésticos. Isso promoveu uma maior liberalização dos mercados financeiros em países industrializados, o que estimulou a concorrência e conduziu à integração de mercados domésticos e "off-shore".<sup>10</sup>

De outro ângulo, os fluxos privados foram os maiores responsáveis pelo financiamento da conta corrente e de problemas fiscais dos países industrializados nas décadas de 70 e 80, uma vez que tais fluxos representaram 75% do financiamento do déficit acumulado em

<sup>8</sup> A securitização no mercado de capitais é o processo de substituição de empréstimos por títulos de dívida direta (sem a intermediação bancária) emitidas por empresas privadas.

<sup>9</sup> Entenda-se aqui por investidores institucionais, como intermediadores contratuais, pois criam instrumentos financeiros que estabilizam a relação contratual com o comprador, tal como o pagamento de um seguro. Operam com estruturas patrimoniais tipo "hedge", detendo passivos de longo prazo.

<sup>10</sup> Constituem os mercados financeiros internacionais onde se transacionam com moedas fora do país de origem, isto é, não são garantidas pelas autoridades monetárias fora do mercado nacional. Uma das primeiras necessidades para funcionamento é a existência de "brokers", como intermediários para casarem operações cambiais e interbancárias e o estabelecimento de um mercado de títulos para a região.

conta corrente do EUA no período 1983-1988. Notou-se também, que a desintermediação do sistema bancário<sup>11</sup> no que se refere a "securities" e mercado de capitais foi mais avançada nos EUA, UK, França, mas ocorreu além disso no Japão e outros países desenvolvidos.

Esses movimentos de integração financeira e inovação têm maior impacto sobre a efetividade da política macroeconômica doméstica, essencialmente a política monetária com implicações negativas para a coordenação de políticas internacionais.

Assim, inovações financeiras diluíram o potencial para controle monetário doméstico e forçaram as autoridades monetárias a se moverem (de restrições quantitativas) em direção a instrumentos que operam mais através de taxas de câmbio e de juros.

Além disso, mercados financeiros mais "líquidos" e "securitizados" exigem das autoridades monetárias, formas de "salvamento" das instituições financeiras, com ações eficazes quando há "problemas de liquidez", sem desviar a atenção da possibilidade de envolvimento de "riscos morais" ("moral hazard"). Como instrumentos de proteção, destacam-se o papel do Banco Central como "lender of last resort" e os seguros de depósitos (vinculação dos depósitos líquidos a ativos de baixo risco como os títulos públicos, por ex.).

O problema é que o envolvimento rigoroso do BC na regulação e supervisão dos mercados financeiros podem desviá-lo de sua responsabilidade máxima de implementação da política monetária, o que traria conseqüências adversas para a performance da inflação.

Por fim, a experiência das duas últimas décadas mostra que o processo de desregulamentação, globalização e inovação em mercados financeiros tem sido uma faca de dois gumes. De um lado tem sido aumentada a eficiência dos mercados financeiros; de outro, a volatilidade dos mercados financeiros (Tabela 6) tem crescido e estão surgindo elementos de riscos novos que podem contribuir para mudanças abruptas nos fluxos de crédito.

O tipo de estrutura do mercado financeiro (baseado nos bancos comerciais ou guiados por securities) que traria a melhor combinação entre eficiência e estabilidade ainda é uma questão aberta. A possibilidade de um "trade-off" entre eficiência e estabilidade é ilustrada pela evolução das estruturas financeiras nos países mais industrializados.

---

<sup>11</sup> Trato do termo na sua acepção mais simples: desintermediação implica em desenvolvimento de novas instituições financeiras, essencialmente as não bancárias, na relação com os agentes econômicos.

Como os sistemas financeiros têm se tornado mais competitivos, mais securitizados e mais líquidos, eles se tornam mais eficientes. Ao mesmo tempo, cada sistema financeiro pode ser mais suscetível a pressões de liquidez e crise. Salienta-se a necessidade também, de entrosamento na condução das políticas monetárias dos países desenvolvidos e melhor administração de suas ofertas monetárias, fatores que podem contribuir para a liberação de suas economias, permitindo maior integração de seus mercados de capitais.<sup>12</sup> Então, o investidor será amplamente beneficiado pela maior liberalização dos mercados, ao se defrontar com maiores oportunidades para realizar suas aplicações, melhorando o "trade-off" entre risco e retorno de uma aplicação.

Dessa forma, variações cambiais excessivas são incompatíveis com maior ritmo de integração dos mercados de capitais, ao diminuir o grau de substitubilidade entre dois ativos financeiros. Também, o uso de controles para evitar movimentos cambiais contínuos poderá levar a maiores instabilidades.<sup>13</sup>

Mas: "A ambigüidade da globalização financeira sugere que conflitos de política econômica continuarão a ser realidade internacional, por trás do discurso de 'coordenação de políticas'"<sup>14</sup>. E mais:

"O crescimento econômico continua baixo mas os efeitos das inovações tecnológicas e da globalização dos mercados financeiros ainda não se completaram. O liberalismo aposta na construção racional das novas instituições. Há uma lógica de sustentação dos fluxos financeiros que crescem a taxas muito superiores às taxas de crescimento real das economias produtivas. Isso está baseado na liberação dos fluxos internacionais de capitais e nas inovações financeiras". (Ibidem, op.cit.).

<sup>12</sup> A necessidade de maior coordenação monetária internacional é frisada também pelo lado cambial. Assim, "a prática de flutuações administradas que admite intervenções constantes no mercado cambial, diminui a eficácia da política de mercado aberto" (GOMES, de Freitas Carlos: "Captação de recursos no mercado internacional de capitais).

<sup>13</sup> A noção utilizada aqui de taxa de câmbio é a sua correspondência com o preço de um ativo. Como as expectativas de taxas de retorno dos ativos são influenciadas pelo comportamento das taxas de juros, é imprescindível a adoção de políticas monetárias estáveis e coordenadas para evitar movimentos cambiais erráticos (idem, ibidem).

<sup>14</sup> ver Relatório Parcial IESP/FUNDAP n. 6, p. 51.

### III. EXPERIÊNCIAS DE LIBERALIZAÇÃO NOS PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

#### III.1. O CASO DO PAÍSES DO CONE SUL (ARGENTINA, CHILE E URUGUAI)

Os programas de liberalização interna e externa representaram a primeira tentativa de ruptura com a ideologia desenvolvimentista predominante na América Latina desde os anos 30. Foi nos países do Cone Sul que a teoria da repressão financeira, fiscal e de comércio exterior sustentou um programa de reformas estruturais seguido pela aplicação de política de estabilização de uma economia aberta, o "enfoque monetário do Balanço de Pagamentos".

As políticas monetária e financeira de elevação da taxa de juros e de abertura aos fluxos externos de capitais elevaram a taxa de poupança global da economia. Este aumento, entretanto, não se direcionou ao investimento<sup>13</sup>. Ao contrário do que ocorre em países desenvolvidos, na América Latina, os fundos de pensão não se converteram em importantes Investidores Institucionais, embora tenham desempenhado o papel de mobilizadores de fundos, elevando assim, a taxa de poupança global.

Na década de 80, a maioria dos países latino-americanos tinham como principal variável de política monetária, a taxa de juros, porém mantiveram controle sobre o crédito, com estabelecimentos de tetos para o nível de taxa de juros. Na maioria dos países coexistem taxas de juros controladas para empréstimos dirigidos e taxas livres para outros empréstimos. Tal controle pode ser atribuído ao fato de os governos exercerem maior regulação sobre o déficit público (em economias com elevado nível de endividamento, elevadas taxas de juros originaram problemas financeiros ao setor empresarial e público<sup>14</sup>). Essa é a razão de se recomendar a liberalização das taxas de juros somente em contexto de programa macroeconômico coerente e de economia estável. Em alguns países, a melhora da estrutura do sistema financeiro pode se dar pelo aumento da concorrência, promovendo-se o ingresso de novas entidades financeiras.<sup>15</sup>

<sup>13</sup> Na verdade, houve saída líquida de serviços de capital e deterioração das relações de troca. ( Ver Cintra, Marcos: "Uma visão crítica da teoria da repressão financeira", cap. 2, item 2.2, Dissertação de Mestrado, IE/UNICAMP, Campinas, 1993.

<sup>14</sup> Esse é o chamado risco de "default".

<sup>15</sup> Ver Documento para Discussão do Banco Mundial: Os sistemas bancários da América Latina nos anos 80".

No caso chileno, a falta de prudência em contexto de risco, i.é., o fato de os bancos financiarem empréstimos sem levar em consideração o fator incerteza, e.g., não racionando crédito, deveu-se ao fracasso da regulamentação e supervisão preventiva do sistema financeiro.

Assim, ao contrário dos países asiáticos que promoveram a liberalização gradual com reforço da supervisão, no Cone Sul, a supervisão "inadequada", a instabilidade macroeconômica e o estímulo ao risco geraram uma crise financeira.<sup>18</sup>

Observou-se, baseado no estudo do caso chileno, que o pressuposto da liberalização financeira seria a estabilidade macroeconômica interna e a regulação preventiva eficaz. Portanto, o diagnóstico de McKinnon (1973) centrado na defesa dos juros elevados e na remoção da intervenção pública nos mercados financeiros não é mais defensável.<sup>19</sup> Dissocia-se a relação entre aprofundamento financeiro e liberalização, pois esta última pode prescindir da primeira, já que sua aplicação está relacionada à seqüência de reformas a seguir e "de preferência após um sistema em que exista um aprofundamento financeiro razoável."<sup>20</sup>

### III.2- A NATUREZA DOS FLUXOS DE CAPITAIS NA AMÉRICA LATINA

Como não é pretensão deste trabalho realizar um estudo detalhado da literatura sobre o tema, apenas passarei em revista algumas das idéias e políticas dominantes sobre a mobilidade de capital. Para tanto, poderão ser consultadas as Tabelas 2 e 3 do Anexo.

Inicialmente, para se situar no tema deve-se reconhecer a existência de uma relação entre liberalização financeira e o surgimento de incertezas e instabilidades definidas como "bolhas especulativas", decorrentes de fatores que elevam o risco sistêmico, ou seja, riscos de maior vulnerabilidade das economias a distúrbios dos sistemas financeiros, aliados a uma expansão global da atividade especulativa, seja com moedas, seja com taxas de câmbio e de juros (que se tornam mais instáveis a partir do momento em que se pode efetuar troca de posições) ou ainda, decorrente do descasamento de prazos, dada a flexibilidade das operações (por exemplo quando se

<sup>18</sup> A liberalização da taxa de juros deveria ter sido relativizada, dado que a partir de um certo nível, ocorre indução ao risco.

<sup>19</sup> Para McKinnon, em muitos países da América Latina, as políticas governamentais obstaculizaram o desenvolvimento do mercado de capitais porque reprimiram a intermediação financeira.

<sup>20</sup> Um aprofundamento financeiro razoável significa, nesse caso, um maior desenvolvimento do sistema não-bancário. Ver Relatório Parcial n. 7, IESP/FUNDAP, in: "Visão Crítica do Mainstream".

faz um financiamento de longo prazo por fundos de curto prazo). Isso torna as instituições mais frágeis e com maiores riscos de insolvência. Há uma passagem em Akyüz que retrata bem o comentário acima:

*"After the initial shift in market sentiment, a bandwagon develops and creates a speculative bubble where people are lending or investing simply because everybody else is doing so. The boom doesn't necessarily peter out smoothly: a recently liberalized, well-performing economy can suddenly find favour with foreign capital off all sorts, but if things go wrong for some reason, the capital can disappear just as rapidly. When the bubble bursts and the currency comes under pressure, even a very large positive real interest rate differential may be unable to check the capital outflow."<sup>21</sup>*

Se de um lado, a expansão financeira (globalização) inspira temores quanto ao risco sistêmico, de outro, preciso ressaltar que parte dos investimentos da década de 80, (contexto de crescente instabilidade cambial) deveu-se às inovações financeiras e à securitização, num padrão de transformação institucional eminentemente internacionalizado e de interpenetração dos mercados.

Assim é que, os investimentos diretos no mundo, no período 1983-1990, expandiram-se a taxas superiores a 25% a.a., sendo que entre os países desenvolvidos, essa taxa superou os 35%. Isso se deu como resultado do processo de globalização financeira, que, em um ambiente desregulamentado, favoreceu uma onda de fusões e aquisições além-fronteira; bem como do desenvolvimento do setor de serviços, particularmente relacionados a finanças e em um segundo plano, dos serviços industriais relacionados aos encadeamentos dos novos padrões tecnológicos, baseados nas novas tecnologias de comunicações e de informática.

Já para o período mais recente (1991-1992), constata-se uma queda nos fluxos de investimentos diretos no mundo, de um patamar de US\$ 217 bi em 1990, os fluxos de investimentos diretos alcançaram US\$ 160 bi em 1992, mas ainda assim superiores ao da primeira metade dos anos 80.<sup>22</sup>

Quanto aos países em desenvolvimento, perderam espaço nos fluxos de investimentos diretos nos anos 80 (apenas 15,2% do total ao final da década). Recuperaram-se, a partir de 1991, tendo participado com 29% dos fluxos em 1992, devido a políticas agressivas para

<sup>21</sup> Akyüz, Ylmaz, op. cit. p. 30.

<sup>22</sup> Para a América Latina, os valores poderão ser encontrados na Tabela 5.

atrair capitais, a partir do menor controle de movimentos cambiais, privatizações e proliferação dos "serviços financeiros" relacionados ao mercado de ações e valores.

Entre os países em desenvolvimento, a América Latina perdeu espaço em relação à Ásia (60% do total) nos anos 80. No início dos 90, verifica-se maior presença da América Latina, com o México absorvendo 22,6% do total dos fluxos em 1992 e a Argentina 9,1% dos fluxos. O Brasil absorveu apenas 7,3% contra 22% na primeira metade dos anos 80. [Destacam-se também China (18,3%), Malásia, Tailândia e Indonésia (29% dos fluxos em conjunto)].

Nem todos os capitais que vieram foram de curto prazo, mas parece que a maioria foi, especialmente na Argentina e Brasil<sup>23</sup>. As entradas de capital continuaram em 1992, graças a várias medidas que visavam diminuir a margem de arbitragem do câmbio, visto ter havido uma política de valorização cambial temporária pelas autoridades monetárias latino-americanas devido às baixas taxas de juros internacionais dos países desenvolvidos. O que é notável sobre a vinda recente de capitais para a América Latina não é apenas que os países receptores estão em posições diferentes comparando com os anos 70, mas que eles diferem muito entre si quanto à inflação, postura fiscal, taxas de câmbio e políticas comerciais. Por exemplo: Argentina, Chile e México têm regimes de comércio livre enquanto o Brasil tinha controles rígidos. Assim, o capital foi atraído por uma combinação de valorização de moeda e taxas reais de juros altas no Chile, México e especialmente na Argentina. No Brasil, o fator subjacente foram somente as taxas de juros reais muito altas (4 a 5% ao mês).

Uma reação ideal à vinda desses capitais seria um aumento correspondente em investimentos domésticos em setores de bens comercializáveis. Isto evitaria uma forte valorização da moeda, além de poder aumentar a capacidade de exportação, algo muito necessário quando os fluxos de capital param ou são revertidos. Todavia, o fato de as taxas de juros se situarem em um nível considerado "proibitivo", aliado ao fato de os investimentos de longo prazo (com fundos emprestados no exterior) carregarem riscos de câmbio consideráveis, impede a realização de investimentos maiores.

A vinda de capitais à América Latina resultou de um movimento no sentido de transferência de recursos ao exterior (saídas decorrentes de pagamentos de dívidas) em mais ou menos 4% do PIB regional durante 1990-1991, mas o investimento continuou deprimido no Brasil

---

<sup>23</sup> ver Akiüz, op. Cit. P.31.

e Argentina, onde a taxa de investimento ficou abaixo dos níveis dos anos 80, quando esses países pagaram grandes parcelas do serviço da dívida (transferência de recursos ao exterior).

### III.3 - OS FLUXOS DE CAPITAIS NA DÉCADA DE 90

Um dos problemas para avaliar a afluência de capital é o caráter relativamente limitado da informação disponível. Não existe uma só fonte completa de dados sobre os diversos componentes dos fluxos de capital. Por essa razão, tratarei neste e no próximo capítulo com aquilo que possa ser mais significativo para o objeto de estudo dessa monografia - os investimentos estrangeiros diretos.<sup>24</sup> (Tabela 5).

O retorno do fluxo de capital privado à América Latina está associado ao contexto de maior mudança nos mercados de capitais internacional, à recessão nos países centrais e à maior liquidez dos mercados. Assim o crescimento dos empréstimos securitizados e o aumento do papel dos investidores institucionais está levando a uma diversificação geográfica dos investimentos que favorece a América Latina (proximidade com os EUA induz à procura de formas de investimento mais lucrativas na região).

Um segundo fator, a renegociação das dívidas dos bancos comerciais com os países da região está permitindo o restabelecimento da normalidade dos pagamentos da dívida externa, o que implica em novos fluxos de dívida privada no futuro, pois não há exigências elevadas de reservas de capital para provisão, nos países que buscam novas oportunidades de investimentos.

Terceiro, a queda acentuada da taxa de juros nos EUA desde 1989 forneceu um incentivo poderoso para a repatriação de capitais da América Latina. A outra face dessa questão é dada pela diferença ex-post entre as taxas de juros internacionais, em dólares, e as predominantes nos mercados de capitais dos países latino-americanos, ou seja, uma diferença considerável a favor dos últimos<sup>25</sup>. Cerca de 70% dos instrumentos de política de incentivo ao investimento provieram

<sup>24</sup> Talvez aqui a palavra "estrangeiro" não seja totalmente apropriada já que engloba operações de residentes latino-americanos na repatriação de capitais através de instrumentos financeiros.

<sup>25</sup> A causa das elevações das taxas de juros na região difere segundo a situação apresentada. Em alguns países eram o reflexo de políticas monetárias restritivas, para controlar a demanda agregada e preços internos. Em outros casos, estavam vinculadas à escassez de capital e à instabilidade cambial. Por outra parte, sabe-se que parte importante do capital externo se aproveitou das oportunidades de ganhos oferecidos pela bolsas de valores da região.

da fuga de capitais. Cerca de 5% dos investimentos em "securities" foram devidos a Investidores Institucionais, Fundos de pensão e Cias. de Seguro.

Um quarto fator, as privatizações e outras reformas econômicas liberalizantes tem melhorado as oportunidades de lucro para investidores estrangeiros e estimulado o influxo de capital estrangeiro. Entre 1990 e 1992, privatizaram-se, na América Latina, empresas públicas por um valor em cerca de US\$ 40 000 milhões no México, Argentina, Chile, Venezuela e Peru.

Para a região como um todo, a entrada de capital parece ser distribuída da seguinte forma: 1/3 para mercados de títulos, 1/3 para mercados "hot money" e 1/3 para investimentos diretos. Países cujo processo de estabilização foi mais avançado (México e Chile), contaram com maiores fluxos de investimentos diretos e obrigações de médio prazo (geralmente operações de financiamento com endividamento via bancos comerciais), enquanto que em outros como o Brasil e Peru, os influxos foram, em sua maioria de curto prazo<sup>26</sup>. No que diz respeito a investimento estrangeiro direto, em 1992, tais fluxos atingiram US\$ 14000 milhões, superior aos US\$ 11000 milhões de 1991 e os US\$ 6500 milhões de 1990.

Nota-se que apesar do maior acesso da América Latina ao financiamento internacional nos últimos anos, o panorama financeiro para a região ainda é frágil, dado o fato de os fluxos de capital, direcionados à região, serem bastante voláteis (em virtude da variação das taxas de juros internacionais). Isso coloca a necessidade de intervir para administrar os efeitos que os fluxos de capital provocam sobre o mercado cambial e o mercado monetário (juros). Da mesma forma, o desenvolvimento mais dinâmico e estável depende de uma orientação de política econômica coerente e sustentada.<sup>27</sup>

Mais uma vez emerge o debate em relação à dinâmica do processo de abertura da conta de capital, do qual a posição predominante e de que esta se deve dar de maneira sequencial e depois de consolidados outros processos de liberalização - a comercial e o do mercado financeiro interno).

Outra idéia fundamental para se desenhar políticas econômicas associadas a movimentos de capitais passa pela capacidade de distinção entre fluxos de capital de curto prazo

<sup>26</sup> Para a América Latina, em seu conjunto, consultar a Tabela 4.

<sup>27</sup> É o que propõe a Comissão Econômica para América Latina e o Caribe (CEPAL) in: *América Latina y el Caribe: Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*", das Nações Unidas, publicada no Chile em 1994.

(na maioria das vezes, de caráter mais especulativo) e os de longo prazo (geralmente associados ao investimento produtivo). Como se observou em 1992, quase 1/3 da afluência líquida de capital era de curto prazo.<sup>28</sup> Do restante, 1/4 adotava a forma de investimento em carteira, que tem vencimento ou pode ser liquidado a prazos relativamente curtos. Quanto ao investimento estrangeiro direto, que constituiu quase 1/3 dos fluxos líquidos em 1992, é, em sua essência, um compromisso a longo prazo.

Uma outra idéia apresentada como fator de perspectiva dos novos fluxos, a ser analisado, além dos prazos, é a volatilidade do capital vindouro. Assim, o impacto favorável dos fluxos de capital a médio prazo, por exemplo, dependerá de sua estabilidade no tempo e da eficácia da política econômica em relação aos fluxos de capital, no que tange à competitividade internacional. O impacto desfavorável se daria quando esses capitais especulassem com rentabilidades de ativos de curto prazo. Isso seria potencialmente instável para o ajuste externo e Balança de Pagamentos.<sup>29</sup>

Por isso, alguns autores defendem a idéia de controles quantitativos de capital como meio de limitação de fluxos de capitais voláteis, que induzem à volatilidade do câmbio, ou mudanças abruptas no nível de reservas (Mathieson, 1993). Somente quando acompanhada por políticas financeiras apropriadas é que uma maior abertura da conta capital poderia aumentar os ganhos de eficiência:<sup>30</sup> a) em poupanças globais que podem ser alocadas para os investimentos mais produtivos; b) para países com limitado acesso ao financiamento externo privado, a liberdade de entrada e saída de capitais poderia facilitar o constante acesso aos mercados financeiros internacionais.

No que se refere à relação lógica produtiva-financeira, a abertura (que deve ser sustentada por políticas macro) forçaria a competição externa, levando os produtores domésticos a se tornarem mais eficientes e estimularem inovações e aumento da produtividade e erosão de ganhos oligopolistas, conclui Mathieson.

<sup>28</sup> Entenda-se por curto prazo, operações que se esgotam, ou melhor que têm prazo de vencimento até um ano.

<sup>29</sup> Na década de 90, os fluxos de capital de curto prazo representaram 29% em 1992 e 58% em 1991. Isto sugere que a região enfrentaria um novo risco de vulnerabilidade do Balança de Pagamentos. Estes dados estão no relatório da CEPAL às NAÇÕES UNIDAS, publicado em 1994.

<sup>30</sup> como argumentam Akyüz (1992) e Mathieson, D. (1993): Occasional Paper 103 in "Liberalization of the Capital Account: experiences and issues", Washington, D.C., IMF, 1993, V.39.

Aos fluxos de capitais se tem associado papéis importantes no desenvolvimento econômico. Com respeito à mobilidade do capital internacional verificam-se cinco papéis centrais, na visão de Mathieson (1993):

a) melhor alocação a nível mundial de recursos, dada a mobilização de poupança externa: isso tende a ampliar a intermediação financeira global de recursos de poupadores a investidores dadas as estimações de riscos e retornos inerentes;

b) melhor alocação do gasto;

c) diversificação dos riscos: empresas passarão a diversificar suas atividades no exterior mais facilmente e adotar tecnologias e técnicas gerenciais, especialmente aquelas envolvendo o uso de novos produtos financeiros para administrar riscos;

d) eficiência microprodutiva: com um portfólio mais diversificado, as empresas reduzirão sua vulnerabilidade a financiamentos domésticos e a choques exógenos (por exemplo, de preços), além de reduzir seus custos de empréstimos. Muitos sistemas financeiros "reprimidos" possuem uma estrutura financeira inflexível na qual a maior parte das instituições financeiras mantêm portfólios não diversificados. Assim, grandes choques externos que criam dificuldades ao serviço da dívida no setor empresarial afetam o setor financeiro.

f) maior credibilidade para as autoridades monetárias: a credibilidade e a consistência das políticas econômicas têm um papel relevante na sustentabilidade da abertura da conta capital. A experiência histórica sugere que as consistências de políticas de câmbio, financeiras e macroeconômicas é mais importante para a sustentação da abertura do que a seqüência de remoção dos controles de capital, quando se inicia a liberalização financeira. Veremos isso, de maneira breve, para o caso brasileiro.

A partir desse momento, as autoridades monetárias poderão tomar decisões no que se refere ao financiamento externo: se agirão sobre o câmbio (política de acumulação de reservas, por exemplo); se efetuarão políticas de esterilização (para diminuir o impacto monetário interno da acumulação de reservas); ou se efetuarão políticas de incentivos ou controles quantitativos à entrada de capitais de curto prazo (via tetos de taxas de juros, regulação do capital estrangeiro na Bolsa de Valores). Se houver a opção por política não esterilizadora, como aconteceu no caso argentino, perde-se o controle sobre os agregados monetários. Se a opção for esterilizadora, como

nos casos de Chile, Colômbia e México, tem-se a regulação de oferta monetária, na busca de um equilíbrio macroeconômico estável.

A mobilidade de capitais faz com que as autoridades monetárias de um país percam sua capacidade de manejar a oferta monetária, que passa a ser variável endógena. Ela se ajusta automaticamente à demanda real de dinheiro mediante mudanças nas taxas de juros e das transações de Balanço de Pagamentos, que modificam os saldos de reservas internacionais.

Entretanto, o enfoque monetário é polêmico e tem sido alvo de muitos debates. Alguns autores dizem que o resultado é que as autoridades monetárias tenham certa influência sobre a oferta monetária. Em consequência pode-se ter uma apreciação real do câmbio e até uma crise financeira. Tais implicações e efeitos de políticas serão abordadas especificamente no caso brasileiro no período 1990-1992, no próximo capítulo.

Na realidade, todos esses problemas surgiram nos países latino-americanos que triaram do enfoque monetário para estabilizar preços em fins dos anos 70 (RAMOS, 1986). É a partir dessas indagações que se coloca a necessidade de reformas fiscais, monetárias e institucionais diretas, cuja integração levaria a uma maior "eficiência" econômico-financeira.

Por fim, é preciso frisar que a abertura da conta de capitais deve seguir uma seqüência, partilhada tanto por McKinnon (1973), quanto por Mathieson (1993) e pela CEPAL. Ela deve ser precedida, pois, por: 1) uma reforma financeira e 2) a liberalização do comércio exterior. A abertura da conta capital é delicada porque supõe uma ação conjunta com outras reformas - de indução ao ingresso de capitais - o que poderia ocasionar uma apreciação prematura do câmbio, em contraste com o programa de liberalização comercial - onde o câmbio competitivo era decisivo. Tais questões serão discutidas no último capítulo.

Todavia, não basta seguir tais prescrições. Como a liberalização financeira da conta de capitais está sujeita a riscos de sobreendividamento externo e flutuações cambiais, a regulação e a supervisão das instituições financeiras é fundamental para assegurar a estabilidade.

**CAPÍTULO III - A POLÍTICA FINANCEIRA NO**  
**GOVERNO COLLOR**

## INTRODUÇÃO

Este capítulo tem por objetivo fundamental estabelecer a possível relação que possa existir entre a abertura do Brasil ao capital estrangeiro e o nível de investimentos externos. A finalidade dessa pesquisa poderá vislumbrar uma resposta à pergunta: Afinal as instituições financeiras têm um papel relevante no processo de desenvolvimento econômico? De que forma ela contribui? Há implicações sérias para os países, dependendo do estágio de desenvolvimento em que se encontram? A nível de relações entre os sistemas financeiros internacionais, as determinações são unívocas? Há possibilidades nessa "nova ordem mundial" de se seguir diferentes caminhos e desembocar numa mesma "saída"?

Estas não são questões fáceis de se responder. É bom lembrar que muitas das questões que perpassam o âmbito deste trabalho não tem respostas bem definidas e muitas vezes representam temas ainda "em aberto". Não pretendi assumir um lado prospectivo dessas indagações.

Por isso, para o caso brasileiro, achei por bem apenas delinear uma ótica que, não necessariamente é a melhor ou a mais otimista.

Trata-se de uma abordagem que privilegie a lógica do ajustamento e da estabilização via coordenação de instrumentos de políticas macroeconômicas em dois níveis: 1) nacional e 2) de inserção da economia internacional. O primeiro se refere mais às políticas de demanda agregada, no que diz respeito à regulação do crédito e das taxas de juros e o segundo está associado à política cambial e política em relação ao capital estrangeiro que forneçam condições na nova ordem, à participação maior dos países em desenvolvimento (PED) na relação com o capital estrangeiro.

### 3.1. APRESENTAÇÃO DE MEDIDAS DA POLÍTICA MONETÁRIO-CREDITÍCIA DESDE O PLANO COLLOR I

O Plano Collor tem início em meio a um deslocamento da preferência pela liquidez dos detentores de riqueza financeira, que estava na iminência de desencadear uma corrida ao consumo ou de fuga para a moeda estrangeira. O Plano previa uma **Reforma Monetária** de grandes dimensões, baseada no bloqueio de aplicações financeiras<sup>1</sup>, na substituição da indexação por uma regra de reajustes através de um índice pré-fixado. No âmbito cambial, optou-se pelo câmbio livre como substituto da política de mini-desvalorizações. na área fiscal, baseou-se em reduzir os gastos e os investimentos públicos e ampliar a incidência do IR (setor agrícola e exportador), de forma a reduzir o montante da dívida mobiliária.

<sup>1</sup> O Governo atribuía os desequilíbrios monetários ao elevado nível de demanda agregada (excesso de demanda agregada). Assim, o "corte" da liquidez tinha dois objetivos: A) reduzir a demanda agregada (interrompendo a aceleração de preços); B) eliminar corrida a ativos de risco e formação de estoques especulativos. Pautava-se, portanto pela política de controle da quantidade de moeda e os instrumentos básicos eram o compulsório, o redesconto e o open-market.

A regressão do crédito é notada pelas operações do setor bancário privado que se concentra nas operações de financiamento de capital de giro com prazos curtos.

A associação de elevadas taxas de juros e redução da liquidez não se aplicou no Brasil. Com a concentração de riqueza no curto prazo,<sup>2</sup> o efeito de uma elevação das taxas de juros é um aumento e não uma redução da liquidez.

Se o bloqueio dos cruzados novos não gerou condições para o controle efetivo da liquidez, certamente ampliou a margem de manobra para a taxa de juros. Com a retenção da dívida mobiliária pública financiada no curto prazo se dava margem ao aumento das taxas de juros, sem comprometer as contas públicas. O impacto da elevação dos juros sobre a liquidez ficava também reduzido com a queda dos haveres financeiros e diminuía o risco de corrida para ativos de risco.

A instabilidade econômica, mais a facilidade de conversão dos depósitos à vista e de aplicações de curto prazo dificultaram o controle do M-1 (a demanda por moeda de transação que depende do nível preços) e o Governo viu sua primeira tentativa ser frustrada. Em maio de 90, 40% da liquidez foi recomposta (período de remonetização).

Em agosto, a retomada da inflação mais a desconfiança dos agentes fizeram com que o Governo tomasse novas medidas de impacto, de restrição da liquidez. Em novembro houve forte influxo de recursos externos<sup>3</sup> graças à alta rentabilidade das aplicações internas. As principais formas de afluxo foram os ACC's, a captação direta, os empréstimos filial-matriz e as aplicações em bolsa de valores.

De forma geral, as mudanças no mercado financeiro instituídas pelo Plano Collor II (na gestão Marcílio) aumentaram o raio de manobra da política monetária em dois aspectos: fixação da taxa de juros em níveis elevados e controle da liquidez (austeridade monetária). Tais medidas surtiram efeito no mercado financeiro que assumiu nova face com a desindexação da economia, a criação da TR, a extinção do over e a criação do FAF.

A contrapartida da entrada de divisas é aumento da liquidez interna que é agravado pela continuidade de liberação dos cruzados novos e pela manutenção de elevadas taxas de juros. Nesta direção, as metas de políticas macro a nível nacional contradizem o efeito que tais políticas tinham em relação ao exterior. Entre outubro de 1991 e março de 1992, o M-4 cresceu 47% em termos reais. Nesse processo, destaca-se o crescimento da dívida mobiliária federal<sup>4</sup>. A maior parte da expansão da liquidez foi destinada à aquisição de títulos públicos federais (direta ou indiretamente como os FAF's e os DER's).

Resumindo: enquanto os aumentos de taxa de juros reais em fins de 90 foram incapazes de impedir a elevação da inflação, pois o resultado foi um aumento da liquidez que se transformou em aumento dos preços, a sua elevação em fins de 91 e começo de 92 tem sucesso relativo na contenção da inflação.

<sup>2</sup> O M-4 caiu de 15,7 % do PIB em 13/3 para 5,2% em 19/3, quando os mercados financeiros se abriram. Essa foi a mais séria intervenção em contratos privados já feita no Brasil. Para maiores informações ver Carneiro, Dionísio; Werneck, R.; Garcia, M. em "Strengthening the Financial Sector in the Brazilian Economy".

<sup>3</sup> As reservas saltaram de US\$ 7bi em outubro para US\$ 18,1 bi em junho de 1992.

<sup>4</sup> Esse período correspondeu também à primeira crise cambial (valorização do câmbio) que implicou em queda do saldo da Balança Comercial e redução das reservas internacionais, agravada pela especulação com divisas.

Na realidade, a política monetária no Brasil se restringe ao controle dos juros. O controle dos meios de pagamento é impossível com inflação alta e instável. O controle dos agregados monetários é inviabilizado pelo efeito dos juros sobre a liquidez, pela política de acomodação do BACEN e após a abertura financeira, pelo afluxo de recursos externos, atraídos pelas rentabilidades das aplicações internas. O controle monetário é problemático também, pela crescente importância dos ativos remunerados de curto prazo no total dos meios de pagamento (M-4). A política de controle quantitativo é impotente face às instituições financeiras. É inviável uma política de restrição da liquidez monetária (Base monetária e M-1) diante da expansão da liquidez financeira (M-2, M-3 e M-4).

### 3.2. DIAGNÓSTICO DA POLÍTICA CAMBIAL DESDE O PLANO COLLOR I

Em 1990, com o advento do Plano Collor, o regime cambial foi modificado. As minidesvalorizações foram substituídas por um regime de taxas cambiais flutuantes administradas com restrições cambiais (sem livre conversibilidade).

As principais vantagens da introdução de um regime de flutuações administradas seriam:<sup>5</sup>

- "a possibilidade de lançar mão do mercado como um instrumento de aproximação da taxa de câmbio de equilíbrio";
- "a compatibilização do novo regime com a política monetária empregada no programa de estabilização e a despolitização das mudanças na taxa de câmbio";

Quanto às principais desvantagens estariam, o aumento da volatilidade da taxa de câmbio e os possíveis movimentos especulativos associados a este aumento. Na prática, as desvantagens superaram as possíveis vantagens no novo regime cambial, como tenho procurado demonstrar no âmbito investigativo deste trabalho. As intervenções no mercado cambial pelo Banco Central, por intermédio de leilões de aquisição e fornecimento de divisas, foram numerosas desde o início. No novo regime cambial registraram-se duas importantes crises no mercado de câmbio, nos últimos trimestres de 1990 e 1991, respectivamente.

<sup>5</sup> Isso é o que conclui o Relatório do "Estudo de Competitividade da Indústria Brasileira", intitulado "Câmbio, Custos e Competitividade: Política Cambial e Estabilidade Macroeconômica", documento elaborado pelo prof. Mário Presser (IE/UNICAMP) em Campinas, 1993.

## 2.1 - A INFLUÊNCIA DO NOVO CENÁRIO ECONÔMICO PARA A AMÉRICA LATINA

A queda das taxas de juros de curto prazo nos mercados internacionais de capitais, que acompanhou a generalização da recessão nos países da OCDE, foi a grande novidade da economia internacional em 1991.

A combinação de baixas taxas de juros reais internacionais e taxas elevadas internamente, num momento em que os riscos cambiais das operações privadas com a América Latina tornavam-se menores (pela primeira vez, em 10 anos, as transferências líquidas de recursos para a região foram positivas - ver Tabela 2) e escasseavam as oportunidades para aplicações de curto prazo na economia internacional, recolocou o Brasil na rota de aplicação dos capitais voluntários, ainda que em posição menos destacada do que Argentina, Chile, México e Venezuela.

Ressalte-se que o aumento da captação bruta de recursos externos contou, além da mudança favorável no cenário internacional, com diversas medidas de **liberalização financeira** para facilitar a atração de capitais externos, adotadas no Governo Collor. Uma série de decretos, que seguiram o anúncio do Plano Collor II, permitiram a captação de recursos externos por bancos brasileiros de capital nacional, empresas exportadoras e algumas estatais (como a Petrobrás e a Vale do Rio Doce). Estes decretos permitiram a diversificação das modalidades de captação externa em resposta às inovações financeiras criadas nos últimos anos nos mercados internacionais de capitais. Veremos alguns desses Decretos e Resoluções adiante.

### PLANO COLLOR I - IMPACTOS DA POLÍTICA MONETÁRIA SOBRE AS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

O Plano Collor I exerceu impactos significativos sobre a institucionalidade financeira tanto no mercado aberto como na expansão da quantidade de moeda.

A Reforma Monetária deveria impactar de três formas as instituições financeiras que buscavam o equilíbrio por meio de uma combinação da liquidez com alta rentabilidade resultante da aplicação de recursos não remunerados, depósitos à vista e "float" bancário.

Primeiramente, houve uma redução das lucratividades das instituições. "Com o bloqueio dos haveres financeiros deveria haver uma forte redução no volume de títulos públicos financiados no curtíssimo prazo, cuja corretagem era uma das principais fontes de lucro para os bancos".

Em segundo lugar esperava-se uma redução no volume de crédito (operações ativas junto ao setor privado).

Como último impacto a possibilidade de ocorrência de problemas de liquidez, com o bloqueio das aplicações, em função do descasamento de prazos das operações.

Entretanto, a previsão de tais impactos não se consumou. Isso porque as autoridades monetárias amenizaram os problemas de caixa das instituições financeiras, ao ceder financiamentos expressivos em cruzados novos. Da mesma forma, a postura complacente do Bacen e o crescimento do volume de cruzeiros em circulação impediu a ocorrência de crises de liquidez. Também, ao longo de 1990 houve ampliação do volume de crédito, frustrando as expectativas esperadas, dada a necessidade das empresas em obterem a nova moeda para a manutenção de suas atividades.

Como tendência geral, ocorreu um aumento do volume de depósitos à vista e dos depósitos a prazo, em detrimento dos depósitos de poupança e dos instrumentos lastreados em títulos públicos.

Complementarmente, contribuíram para os bons resultados das instituições financeiras, no ano: a retomada da inflação, que possibilitou ganhos sobre depósitos à vista; a cobrança de tarifas e serviços e corte nas despesas (de pessoal).

O que se pode esperar do sistema financeiro pós-estabilização é que, a partir do "supply side" da intermediação financeira, ele é hoje mais forte como um ofertante de crédito potencial<sup>6</sup> do que antes, devido ao aperfeiçoamento tecnológico e ao padrão das inovações financeiras que são parte do negócio financeiro diário. Do "demand side" pode ser percebido um encolhimento do crédito como proporção do PIB, de 35% (em meados dos 70) para menos de 12% (nos anos 90). Isto tem conduzido para uma situação onde uma economia de "credit-less", similar ao que McKinnon chamou uma economia reprimida financeiramente, está em funcionamento, onde o sistema financeiro público não tem condições de financiar o setor privado. As razões para essa repressão financeira estão nos efeitos de um longo período de adaptação do sistema financeiro brasileiro às inflações altas e persistentes.

## POLÍTICA CAMBIAL EM 1990

No biênio 1990-91, a análise parte das mudanças implementadas no Plano Collor I em especial a substituição da política de preços administrados, ou políticas de mini desvalorizações, pelo mercado livre de câmbio. A taxa de câmbio passou a ser determinada pela relação entre oferta e demanda de divisas no mercado (taxa de câmbio flutuante, cujo nível passou a ser estabelecido pela interação dos participantes do mercado pela Res. 1690 de 18/03/90). [Bacen deixou de comprar (vender) à taxa estipulada, todo o fluxo de entrada (saida) de divisas no país]. Entretanto, a forte restrição à posse e à remessa de divisas, respectivamente monopólio e centralização descaracterizaram o "mercado livre", fora o fato de o BACEN ser o maior comprador e vendedor no mercado cambial. Na verdade, isso resultou em maior controle das reservas internacionais.

<sup>6</sup> A expressão é de Garcia/Werneck/Carneiro (1993).

A participação do Bacen comprando divisas evitou a valorização real da taxa de câmbio nos primeiros meses do Plano, após abril até julho, tornando-o relativamente constante. Ao mesmo tempo, repunha as perdas de reservas anteriores, mas contribuiu como um dos fatores de expansão de liquidez nos meses subseqüentes ao plano.

No bimestre agosto-setembro verificou-se uma valorização real da taxa de câmbio, agora com menor participação do Bacen no mercado de divisas, adequando-se à política de contenção da liquidez. No que se refere à liberalização das restrições cambiais, o Banco Central, em agosto, alargou o prazo para contratação do câmbio por parte dos exportadores e para a compra de moeda estrangeira pelos importadores. Ademais, o diferencial entre a taxa de câmbio no mercado de câmbio-turismo e no mercado comercial interbancário foi reduzido substancialmente. O Governo dava mostras de se empenhar na eliminação das restrições cambiais remanescentes, no tocante aos pagamentos relativos às transações internacionais correntes.<sup>7</sup> O último trimestre registrou a desvalorização real da taxa de câmbio para deter o risco de uma crise cambial, visto que as reservas internacionais crescem e verificam-se pontos positivos da Balança Comercial com a retomada das exportações.

Quanto ao Balanço de Pagamentos, o resultado ao final do ano foi um déficit da ordem de US\$ 7.207 milhões, dos quais US\$ 4.818 milhões da Conta Capital, devido à queda de recursos de curto prazo, isto é, ao corte nas linhas de crédito que financiavam o comércio exterior brasileiro. O financiamento compreendeu aumento dos haveres de US\$ 481 mi e aumento de US\$ 7.688 mi nas obrigações monetárias. O item que apresentou saldo positivo na Conta Capital foram os "Financiamentos", que incluem créditos de fornecedores e empréstimos de instituições financeiras internacionais e bancos de financiamento à exportação que somaram US\$ 2.622 milhões.

## O PLANO COLLOR II

Para os bancos o impacto foi o fim do overnight e dos fundos de curto prazo e a criação dos Fundos de Aplicação Financeira (FAF), que se tornaram a única alternativa de curto prazo. Com essas medidas, os bancos perderam a corretagem da dívida pública.

Ao contrário de 1990, ao longo de 1991, o volume de operações de crédito se reduziu nas instituições bancárias e não bancárias. Os depósitos a prazo continuaram sendo o principal instrumento de captação, das instituições em 1991.

No final de 1991 e início de 1992, o grande aumento de liquidez provocado pela entrada de recursos externos e pela liberação dos cruzados novos levou a aumentos em todos os instrumentos de captação, exceto depósitos à vista.

O movimento de liberalização nas relações financeiras internacionais, as operações com câmbio ganharam um destaque muito especial em 1991 no conjunto das operações das instituições bancárias, respondendo por aproximadamente 10% do total da receita destas instituições - cinco vezes mais que no início de 1990.

<sup>7</sup> De: "Programa Económico, set/90, in Carta de Intenções ao FMI (13/09/90).

Este aumento das operações de câmbio deve-se à criação do mercado de taxas livres, à ampliação das operações no mercado flutuante, ao bom desempenho das operações internas, especialmente ACCs, e especialmente à elevação da entrada de capital estrangeiro no país e à volta do Brasil ao mercado internacional de capitais. Alguns bancos ampliaram suas operações através da intermediação de aplicações estrangeiras no mercado de capitais nacional.

A análise dos anos de 1990 e 1991 demonstra a grande flexibilidade das instituições financeiras brasileiras. Os níveis elevados de rentabilidade foram mantidos graças à concentração de operações no curto prazo e a manutenção de taxas elevadas de inflação.

## POLÍTICA CAMBIAL EM 1991

Nos cinco meses iniciais o mercado de câmbio mostrou-se estável. A tendência da taxa de câmbio efetiva real em 1991, após a política de realinhamento cambial adotada no último trimestre de 1990, foi de valorização até setembro. No segundo semestre houve queda das exportações e queda das reservas internacionais (dado o aumento do pagamento da dívida externa). A mini desvalorização de setembro acelerou ainda mais a inflação. A política de desvalorização seguiu até o fim do ano (desvalorização real da taxa de câmbio no biênio 1991-1992 foi de 14,5%).

No primeiro trimestre de 1992 houve aumento das reservas com afluxo de recursos externos e a redução do risco-Brasil a níveis compatíveis com a rentabilidade oferecida por empresas estabelecidas no país aos investimentos internacionais.

Quanto às diferenças entre mercado de câmbio livre e política de mini-desvalorizações, é ingenuidade acreditar que o primeiro se constitui em um mercado com formação de preços pela oferta x demanda de divisas. O Bacen pôde controlar as reservas internacionais ou a taxa de câmbio estando no mercado livre ou efetuando as mini-desvalorizações.

O capital estrangeiro que ingressou no país atingiu níveis equivalentes a US\$ 11,6 bilhões ( em 1990 tinha atingido apenas US\$ 406 milhões), sob as mais variadas formas: US\$ 278,3 milhões em securitização de exportações, US\$ 1,8 bilhões em *commercial papers* e US\$ 1,5 bilhões em bônus, por exemplo.

O Balanço de Pagamentos apresentou um déficit de US\$ 3.679 milhões, devido à recessão, às pressões inflacionárias e ao desequilíbrio externo, que acabaram por desestimular a entrada maciça de capitais. A Conta Capital foi responsável por cerca de US\$ 4.888 milhões desse déficit, a conta "Financiamentos" apresentou superávit de US\$ 1.995 milhões e "Investimentos Diretos" representou US\$ 209 milhões, enquanto "Empréstimos em Moeda" teve um déficit de US\$ 7.749 milhões.

Os investimentos estrangeiros, na forma de capital de risco, mostraram ingresso líquido de US\$ 866 milhões (jan-set 1991). O capital estrangeiro ingressado nos

primeiros nove meses somou, em moeda US\$ 951 mi, sendo US\$ 497 aplicados em subsidiárias e filiais. Os retornos têm apresentado redução, comparativamente ao mesmo período (jan-set) de 1990. Eles somaram US\$ 153 mi, em contraposição aos US\$ 283 mi de 90.

## POLÍTICA MONETÁRIA EM 1991

O ano teve início em meio ao aprofundamento da crise, que se traduzia em elevada inflação e queda do nível de atividade econômica, cenário desfavorável para a maioria dos países em desenvolvimento.

Em fevereiro, um novo conjunto de medidas que constituíram o assim chamado "Plano Collor II" entraram em vigor. Os instrumentos básicos: congelamento de preços e desindexação da economia. O *over* foi substituído pelo FAF, de liquidez diária e lastreado em título público.

Em maio ocorreu a mudança de equipe econômica, que resultou num processo de descongelamento dos preços. Entretanto, entre maio e agosto, as taxas de inflação duplicaram.

A política monetária foi a âncora da política de estabilização ( não se esperava a repetição do superávit operacional de 90). Seu objetivo era o controle da demanda agregada pelo aumento das taxas de juros até que o ajuste fiscal desse sua contribuição à estabilização.

Como resultado do controle dos agregados monetários verificou-se uma queda de 32% da base monetária e de 25,5% em M-1. Foi instituído também um recolhimento compulsório sobre depósitos a prazo a fim de se evitar o aumento da liquidez com a devolução dos cruzados. Quanto à relação M-4/PIB, em dezembro foi de 14%.

## POLÍTICA CAMBIAL EM 1993

Diante da queda de receita cambial nas transações com alguns países industrializados importantes (em virtude da estagnação econômica do mundo industrializado nos últimos 3 anos e seus reflexos sobre a desaceleração do crescimento do comércio mundial e sobre a queda dos preços dos produtos exportados pelos países em desenvolvimento), o Brasil pôde reorientar suas exportações para outros mercados, sustentando suas vendas ao exterior, que foi um elemento de apoio ao crescimento de 9,6% na produção industrial doméstica.

De outro lado, a estagnação econômica observada em 1993, nos países industrializados determinou a queda nas taxas de juros e o aumento da disponibilidade de crédito, fatores que estimularam o ingresso de poupança externa, que a exemplo de 1992,

continuaram a afluir ao país. Com as novas entradas de capital e com o aumento das vendas externas, o país sustentou o rápido aumento das importações (graças à queda dos preços dos insumos no mercado mundial, à redução das tarifas para 14%, em média e ao menor custo das importações em relação aos custos internos) e o superávit em relações econômicas com o exterior.

O Balanço de Pagamentos apresentou um superávit de US\$ 8.404 milhões (Conta Capital = US\$ 9.903 milhões) abaixo do nível de 1992 (US\$ 15.775 milhões), devido ao menor superávit comercial; às menores entradas de capital; e ao maior gasto em moeda estrangeira (conta serviços).

Quanto ao movimento de capitais, houve uma saída líquida de US\$ 10.258 milhões, pois a maioria dos fluxos que vieram eram de caráter especulativo e dessa forma, havia um alto risco de reversão dada a instabilidade monetária e a valorização do câmbio.

Na forma de “Investimentos Diretos”, o afluxo foi de US\$ 6.179 milhões (no mercado de capitais e essencialmente para compra de ações). “Financiamentos” representou US\$ 2.409 milhões (em sua maioria proveniente de agências e organismos internacionais). Os “Empréstimos em Moeda” foram US\$ 11.110 (principal fator de superávit da Conta Capital). A principal forma de absorção foi pela colocação de títulos via instrumentos financeiros como “*fixed/floating rate notes*”, “*commercial papers*” e bônus.

As reservas internacionais subiram de US\$ 23.268 milhões em 1992 para US\$ 31.711 milhões em 1993. No fim desse ano, o país se colocava como um dos maiores do mundo no “ranking” da liquidez internacional.

## POLÍTICA MONETÁRIA EM 1993

Permaneceu como pilar de sustentação da política econômica. A política adotada foi a de juros altos que tinha por objetivos atuar como instrumento de controle das expectativas e da liquidez e favorecer o ingresso de recursos, com operações com o setor externo que agiu como fator de expansão da base monetária.

As autoridades monetárias adotaram medidas restritivas para conter o saldo líquido dos investimentos externos (Circular 2.344, de 21/07/93).

A política econômica esteve centrada em duas fases: a primeira, de incerteza dos agentes econômicos e de expectativas de implementação do plano de estabilização; e a segunda sob a égide do P.A.I. (Plano de Ação Imediata).

Com o objetivo de controle estrutural da liquidez, o Banco Central, em fevereiro, alterou as regras do recolhimento compulsório e criou o mercado de DI em reservas, porém, as medidas foram inócuas e a autoridade monetária permaneceu utilizando-se das operações de mercado aberto como única alternativa de controle da moeda. Em novembro, o Banco Central voltaria a alterar as regras do compulsório, porém, mais uma vez sem efeitos sobre a formação de “bolhas de liquidez”.

A partir de julho, com uma nova equipe, o ministro Fernando Henrique Cardoso anunciou a derrubada da inflação e a liberalização cambial no curto prazo, o que gerou grande confusão no mercado, que especulava quanto à real intenção do Governo na área cambial. A agitação nos mercados de juros e de câmbio traduziam as expectativas dos agentes econômicos, levando o Banco Central a realizar uma operação coordenada nos dois mercados.

Assim, em fins de setembro, o Banco Central elevou substancialmente os juros, indicando novo patamar a partir de outubro. O objetivo foi evitar especulações sobre câmbio e preços.

A pressão pela adoção de medidas eficazes contra a inflação levaram o governo a anunciar, em dezembro, um novo programa econômico, procurando atacar o componente expectativas da inflação.

Apesar da constante instabilidade ao longo de 93, o capital estrangeiro continuou entrando pelas mais diferentes vias, principalmente a partir do 2o. semestre, quando as taxas de juros internas foram aumentadas.

As operações com o setor externo geraram ingresso de US\$ 1,5 trilhões (desde operações na Bolsa de Valores até pagamento antecipado de exportações, incluindo-se empréstimos em moeda e financiamentos).

Ao longo de 93, o fluxo de capital externo oscilou conforme o desenrolar da crise política, mas o saldo total apresentou incremento de 83% frente ao movimento de 92, resultado não só do diferencial entre juros internacionais e internos, como também pela atratividade dos preços de ações no Brasil.

A mudança política dos juros a partir do segundo semestre voltou a atrair o capital estrangeiro, levando o Banco Central a adotar medidas restritivas em julho e agosto. Primeiro, reduziu a posição vendida em moeda estrangeira dos bancos à metade e aumentou em cinco vezes a posição comprada. Em seguida, coibiu a aplicação dos Fundos de Capital Estrangeiro em títulos de renda fixa nos fundos de commodities, que nos três meses seguintes registraram captação negativa (líquida).

Para desestimular o capital estrangeiro especulativo, o governo instituiu o IOF sobre o capital estrangeiro e criou um novo Fundo de Renda Fixa, se apropriando de parte dos recursos que estavam entrando no país.

Apesar das medidas, o ingresso de recursos em 1993 foi expressivo, gerando dificuldades ao Banco Central na execução da política monetária. O ingresso do capital estrangeiro, as subidas das taxas de juros e as atuações do BC no mercado de câmbio foram suficientes para desestimular operações no mercado de dólar paralelo, cujas cotações sofreram desvalorizações reais no ano.

Na análise do Governo Itamar em 93, o país se debateu em contradições. O governo oscilou entre o conservadorismo e o liberalismo; entre a abertura da economia e o protecionismo; entre o estatismo e a privatização; entre a política de juros elevados e a retomada do desenvolvimento; entre o social e o desequilíbrio orçamentário. Caberia para 1994, definir seu programa e cumprir seu papel.

## BRASIL - A ABERTURA FINANCEIRA AO EXTERIOR

### Liberalização dos obstáculos ao investimento estrangeiro

Um dos traços marcantes do primeiro biênio do Governo Collor é a abertura financeira ao exterior e o retorno do país ao mercado internacional de capitais. Estes acontecimentos inserem-se num movimento mais amplo, iniciado em 1989, através do qual os países em desenvolvimento altamente endividados voltam a ter acesso aos fluxos de capitais externo voluntário.

Uma parte substancial desses novos fluxos tem assumido a forma de “securities”, configurando um retorno, ainda que incipiente, ao padrão histórico de fluxos de capital. Em termos médios, os títulos emitidos pelos tomadores dos países em desenvolvimento incluem um amplo leque de “premium” sobre as taxas de juros livres de risco (“risk-free rates”). A legislação recente colocou também, ênfase na captação de recursos institucionais externos para aplicações nos mercados mobiliários, facilitando inclusive o acesso desses investidores aos mercados de opções e futuros para operações de *hedge*.

Da mesma maneira, tem ocorrido aumento dos fluxos de empréstimos bancários espontâneos para os países em desenvolvimento que enfrentaram dificuldades para honrar seus compromissos externos, caso por exemplo, do Brasil.

Os investimentos estrangeiros nos mercados de capitais domésticos têm sido um outro canal de entrada de recursos externos nos países em desenvolvimento. É a partir da análise dos investimentos estrangeiros diretos (IED) que tentarei vislumbrar as implicações fundamentais dessa abertura para a economia (no que se refere ao financiamento do desenvolvimento) e sua coerência ou não com os objetivos de política macroeconômica interna de redução da inflação.

O reingresso do Brasil explica-se tanto por fatores internos quanto externos.

Do ponto de vista **externo** esse reingresso foi facilitado pelo colapso do mercado de *junk bonds*. Assim, “os títulos emitidos por empresas brasileiras ao pagar alto prêmio de risco ocuparam, junto à carteira dos investidores mais agressivos, o espaço dos títulos de alto risco e rentabilidade emitidos por empresas norte-americanas”.

A relativa recuperação da imagem de alguns países latino-americanos, como o Chile e o México acabou também tendo efeito benéfico para outros países da região.

De outro lado, a área latino-americana voltou a ser sinônimo de altos lucros para as instituições financeiras, que estão sofrendo com a retração do mercado de crédito bancário em virtude da recessão mundial.

Do ponto de vista interno, a troca de comando de política econômica com a adoção de medidas liberalizantes no relacionamento financeiro com o exterior estimulou o ingresso de recursos externos. Entre essas medidas destacam-se:

- como decorrência da Reforma de 64-67 que visava o aprofundamento da intermediação financeira e reestruturar as instituições monetárias existentes, a Lei 4595, da reforma bancária, organizou o Sistema Financeiro Internacional e a Lei 4728 regulamentou o mercado de capitais. A correção monetária foi criada pela Lei 4357 que indexou a dívida pública de longo prazo (através das ORTN's). A Lei da reforma bancária transformou a diretoria do SUMOC do Banco do Brasil em Conselho Monetário Nacional (CMN) e o próprio SUMOC em Banco Central;
- Resolução 1102/86 que autorizou a emissão de Certificados de Depósitos Interbancários (CDI) entre instituições financeiras;
- Constituição de 1988 que apresenta propostas para reestruturação do sistema. Consenso quanto à extinção do CMN, criação de BC independente e introdução de seguro de depósito até certo limite como no Sistema de Reserva Federal e no caso do FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), nos EUA;
- Resolução 1526/88 que autorizou o estabelecimento de bancos múltiplos;
- Circular 126 -BC/89 que autorizou bancos a participarem de empresas externas ao setor (seguros, serviços, indústrias, transportes);
- abertura do mercado de capitais aos investidores institucionais estrangeiros, acompanhada da eliminação do prazo mínimo de permanência dos recursos no país (Resolução no. 1832, de 31/05/91);
- autorização para emissão no exterior de certos tipos de "securities" por empresas brasileiras e bancos, de acordo com as Resoluções ns. 1734 de 31/07/90, 1809 de 27/03/91, 1834 de 26/06/91 e 1848 de 31/07/91;
- permissão para que empresas privadas e algumas estatais pudessem honrar sua dívida externa independentemente do acerto do país com os credores (Resolução no.1838, de 26/06/91);
- concessão de isenção de IR sobre juros, comissões e despesas com colocação dos títulos, com prazo superior a 2 anos no mercado internacional (Resolução no.1853 de 31/07/91 e Circular no. 1747 de março de 1992);
- isenção de IR na fonte sobre ganho de capital nos investimentos em ações e alíquota de 15% sobre a remessa de lucro para o exterior ( a alíquota para os investidores brasileiros é de 25%) (Resolução no.1847 de 31/07/91);
- redução da carga fiscal sobre a remessa de lucro a partir de 1992.

Por outro lado, a manutenção de uma política de juros altos, implicando em diferencial de juros positivo frente ao mercado internacional, também foi muito importante

para garantir a continuidade do afluxo de recursos externos, especialmente a partir do final de 1991.

Desde o início do Governo Collor até março de 1992 o ingresso de recursos externos foi da ordem de US\$ 21,6 bilhões. A captação foi efetuada via empréstimos intra-empresas, emissão de títulos da dívida direta, empréstimos e financiamento de organismos internacionais e fornecedores e investimento direto e em bolsas de valores.

Sob a forma de empréstimo em moeda, ingressaram US\$ 7,2 bi (empréstimos intraempresas e emissão de títulos de dívida direta). É de se destacar também a entrada de US\$ 3,9 bilhões em investimentos em moeda, dos quais US\$ 1,3 bi constituem investimentos líquidos nas bolsas de valores.

Além disso, para o ano de 1991 ocorre uma significativa alteração, tanto na composição dos fluxos de recursos externos quanto na intensidade de entrada desses recursos, indicando êxito da política de abertura externa patrocinada pelo ministro Marcílio no que se refere à atração de capital estrangeiro. Em 1991, a captação externa atinge US\$ 11,6 bi (mais que o dobro do ano anterior), com crescente participação dos títulos de dívida direta e dos investimentos em bolsa de valores.

Um instrumento que vem adquirindo espaço no mercado internacional, entre os títulos da dívida direta é a "euronote", com prazo de maturação entre um e cinco anos emitido a taxa de juros fixa ou flutuante.

Desde 1992, as emissões privadas, de empresas multinacionais e grandes grupos nacionais, vêm superando as das empresas públicas. As taxas de juros oferecidas pelos títulos são bastante superiores às taxas de mercado dos tomadores de bom risco.

As empresas brasileiras que possuem receitas em divisas no exterior também estão utilizando em seu retorno ao mercado internacional de capital uma inovação financeira desenvolvida na segunda metade dos anos 80 conhecida como "*asset backed securities*". Nesse tipo de operação, a empresa tomadora emite títulos com lastro em receitas futuras (por exemplo, receitas de exportação), que ficam depositadas em uma conta no exterior. Essa operação possibilita a obtenção de recursos mais baratos do que através da emissão de outros títulos de dívida direta.

Quanto ao mercado de valores, o baixo preço de ações de empresas brasileiras e seu alto potencial de valorização são as principais razões apontadas para a entrada de recursos externos no mercado acionário brasileiro, a partir do segundo semestre de 1991. O ingresso bruto de recursos para investimento em bolsa foi em torno de US\$ 759,8 milhões em 1991. Nos três primeiros meses de 1992, esses investimentos atingiram a cifra US\$ 1 bilhão. Os recursos em bolsas de valores no Brasil são do tipo "smart money".

Os principais investidores estrangeiros que vem se destacando são: os administradores de carteira, os fundos mútuos de investimento, outros investidores institucionais, como os fundos de pensão e as seguradoras.

A análise do retorno do país ao mercado internacional de capital indica que o país ainda está longe de contar com uma fonte alternativa de recursos de médio e longo prazo que possam alavancar investimentos produtivos. O reingresso do país deve ser examinado de

forma cautelosa e sem excesso de otimismo; sobretudo quando se considera que os prêmios de risco pagos pelos tomadores brasileiros são os mais altos do mercado.

O acesso das empresas ao mercado de capital tem sido vantajoso, na medida em que as empresas se financiam a juros menores e prazos maiores do que no mercado doméstico.

Os riscos mais sérios dos altos juros domésticos se relacionam à instabilidade cambial que pode ser provocada por uma reversão dos fluxos financeiros externos, num momento em que ainda não se consolidou a estabilidade interna.

A reinserção financeira brasileira nos mercados internacionais tem sido decisiva nos seguintes pontos:

- a) maiores liberalidades na "conta de capitais" e menores incertezas quanto ao retorno do capital;
- b) diferencial de taxa real de juros;
- c) presença agressiva de bancos brasileiros e estrangeiros (operando no Brasil);
- d) contorno do risco Brasil.

### DIAGNÓSTICO DA SITUAÇÃO BRASILEIRA: PADRÃO DE FINANCIAMENTO EXTERNO E INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO

Defendo aqui a mesma tese que Otávio de Barros desenvolve em seu "Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira"<sup>8</sup>: a de que "não se tem, ainda, sinais de firme retomada dos investimentos privados, sobretudo industriais. As taxas de retorno do investimento estrangeiro encontram-se deprimidas pela ausência de horizontes de sustentação de coerência macroeconômica global e pelo desaparecimento de políticas de desenvolvimento estruturantes nos planos de estabilização em curso".

O que procuro apontar, nesse item, é como a retomada do capital estrangeiro no Brasil sob a ótica da relação entre o novo padrão de financiamento externo e o investimento estrangeiro direto, está inserida no contexto do processo de globalização financeira.

A ruptura do sistema de crédito bancário voluntário (sindicalizado), no início dos anos 80, que se deu sob a forma de crise da dívida externa brasileira correspondeu também a uma retração dos investimentos diretos, já que ele esteve associado ao primeiro, pois nesse período, ambos tinham uma dinâmica considerada complementar.

O argumento central tratado aqui é o de que a expansão dos investimentos diretos, naquilo que chamamos hoje de "ciclo de transnacionalização", depende da prévia inserção no contexto da globalização financeira e de suas implicações, da mesma forma que a

<sup>8</sup> O documento elaborado por Otávio de Barros é "Oportunidades Abertas para o Brasil face aos fluxos globais de investimento de risco e de capitais financeiros nos anos 90", Campinas, 1993.

expansão dos investimentos diretos estiveram associadas aos fluxos de crédito internacionais dos anos 70 e 80.

Como se sabe o ingresso no circuito da globalização financeira pode trazer riscos e oportunidades. Entretanto se tratarmos dos investimentos diretos fora da órbita da globalização financeira, estaremos perdendo de vista seus papéis mais destacados nesse trabalho: o de elemento financiador das estabilizações macroeconômicas e de projetos de desenvolvimento sustentado.

Octávio de Barros alerta para o fato de que o padrão de financiamento externo de economias como a brasileira, através do investimento direto,<sup>9</sup> dependerá do estágio em que se encontrar a sua inserção financeira internacional (integração a outros mercados, por exemplo).

No que se refere ao ingresso de recursos via Resolução 63, as entradas brutas de recursos, impactadas pela crise de 1982, voltam a aparecer em 1992, atraídas pelo diferencial de taxa de juros entre os créditos domésticos e os créditos externos. O ressurgimento das operações 63 traduz uma possibilidade de restauração dos mecanismos de repasse de créditos via bancos comerciais, apesar de menos interessantes que outras formas de repasse, como a captação via papéis (*commercial papers e eurobonds*).

Quanto aos ingressos via empréstimos intercompanhias, a partir de 1990, observa-se uma recuperação justificada pela necessidade de suprimento de liquidez das empresas afetadas pelo Plano Collor. Em 1991 e 1992, o crescimento a um patamar cerca de quatro vezes superior a um período recente traduz entradas de recursos atraídos pelas possibilidades de arbitragem com o diferencial de taxa de juros interna e externa. Houve um ingresso bruto em 1992 de US\$ 850 milhões.

Quanto ao ingresso de recursos via mercado de bônus, este ressurge para o Brasil depois de oito anos. A captação, nos últimos dois anos, de cerca de US\$ 2 bilhões refere-se a operações realizadas por empresas estatais como a Petrobrás, Telebrás, Vale do Rio Doce e Embratel (somando cerca de 90% do total). Quanto aos *Fixed e Floating Rate Notes*, eles captaram juntos, em 1992, cerca de US\$ 4 bilhões, com maiores facilidades para as *fixed rate notes*.

Quanto aos investimentos estrangeiros no mercado de capitais, em termos brutos, a captação de recursos saltou de US\$ 760 milhões em 1991 para US\$ 3,9 bilhões em 1992, seguindo, no início de 1993, a um ritmo de US\$ 7 bilhões/ano. Não obstante, as taxas de juros reais da ordem de 25/30% ao ano possibilitaram operações de altos volumes de negócios em mercados de capitais. Um grande diferencial- juros garantiu, em 1992, uma "entrada líquida" de recursos em bolsa/mercado de capitais superior a US\$ 1,7 bilhão, três vezes maior que a entrada líquida de 1991 (US\$ 580 milhões) e cerca de três vezes superior, em termos reais, à entrada líquida de recursos ocorrida no "boom" de 1973.

A expansão maior da entrada de recursos foi decorrente da possibilidade de diversificação dos ativos dos investidores institucionais através da Res. 1867, de setembro de 1991.

<sup>9</sup> Estamos considerando apenas ingresso e saída de capitais, descartando os serviços de financiamento na análise de uma tendência desse tipo de financiamento externo. Examina-se, então a "Conta Capital" na sua dimensão de "entradas brutas".

Apesar da recuperação parcial do acesso ao sistema financeiro internacional, a captação bruta de recursos voluntários é inferior à metade do que se captava no final da década de 70, ou seja, um volume total de US\$ 14,8 bilhões de recursos captados e absorvidos<sup>10</sup> em 1992. Trata-se, contudo, de uma entrada bruta global de recursos duas vezes superior à média observada de 1984 a 1990.

Como conclusão, o investimento direto estrangeiro (de caráter pró-cíclico), com uma participação histórica de 10 a 20% dos recursos externos, não pode ser percebido como um canal decisivo de financiamento do desenvolvimento. Ainda que em condições de maior estabilidade macroeconômica, não superou a faixa dos 15% de recursos externos.

Dessa forma, ele não funciona como alternativa de financiamento frente à outras formas de crédito, mas como mecanismo de restauração do padrão de competitividade da economia brasileira e, nessa direção, é possível crer num potencial ainda maior de inserção do Brasil no circuito da globalização financeira, pré-condição para a recuperação dos fluxos sustentados de investimentos em capital.

---

<sup>10</sup> São recursos captados e absorvidos porque envolvem, além dos empréstimos, investimentos diretos e investimentos externos em mercados de capitais.

## **CONCLUSÃO**

Este trabalho, ao tratar da liberalização financeira, tocou na questão da relação entre os movimentos de capital, na década de 90 e as políticas macroeconômicas dos países latino-americanos.

Primeiramente recuperamos a teoria de McKinnon, da repressão financeira, levantando-se os aspectos mais fundamentais ao objetivo desse estudo, procurando mostrar a importância de um rompimento com os limites de crédito que uma economia possa apresentar, em virtude de não possuir um sistema financeiro razoavelmente desenvolvido. Isso seria conseguido com uma expansão dos empréstimos bancários (como vimos no cap. 1), que direcionasse a poupança real ao investimento produtivo.

A partir daí, colocou-se como necessário, proceder-se a reformas econômicas, de cunho liberalizante, ou seja, de relacionamento financeiro inter-países como estratégia de pleno desenvolvimento econômico. Foi comentada a seqüência lógica mais apropriada a se seguir para que se atinja uma abertura financeira responsável, isto é, que tenha ao mesmo tempo coordenação via políticas macroeconômicas nacionais, nos níveis monetário e cambial.

A discussão que ocorre nesse ponto gira em torno da conciliação/não conciliação dos objetivos internos - a busca da estabilidade econômica - e externos - a integração aos mercados de capitais internacionais. Nesse sentido, alternam-se políticas de combate à inflação - via controle de variáveis quantitativas - com políticas que operam mais através de taxas de câmbio e de juros, de acordo com as inovações financeiras e o movimento dos mercados financeiros internacionais.

Nesta idéia foram destacados os papéis importantes que a mobilidade de capitais (recursos externos) representa para o financiamento do desenvolvimento econômico. Tal desenvolvimento para se tornar mais dinâmico e estável depende de uma política econômica mais coerente e sustentada, intervindo<sup>1</sup>, quando necessário, sobre o mercado monetário (juros) e cambial (relação de moedas) para conter os efeitos dos fluxos de capital.

Destacou-se também, o debate em relação ao processo de abertura da conta de capital que deve ser sequencial e ocorrer após o processo de liberalização comercial e do mercado financeiro interno.

Da mesma forma foi colocado que para se desenhar a política econômica é preciso que se faça a distinção entre fatores internos e externos que explicam o ressurgimento do movimento de capitais e entre o fluxo de capitais de curto prazo (mais especulativos) e de longo prazo (mais associado ao investimento produtivo).

Vimos também as possíveis causas dos influxos de capitais na América Latina. Para Calvo e Reinhart (1993): "enquanto reformas domésticas são um ingrediente necessário

<sup>1</sup> A intervenção estatal, durante as décadas de 50 e 60 gozavam de certa legitimação devido aos resultados exitosos, ainda que nem sempre eficientes, do crescimento econômico, até que surgiram estudos que se centraram na necessidade de reduzir a intervenção governamental e liberalizar os mercados financeiros [Shaw(1973) e McKinnon (1973)].

para o influxo de capitais, eles explicam somente em parte a reentrada da América Latina em mercados de capitais internacionais. Alguns dos fluxos são devidos a fatores externos, daí a dependência dos fluxos de capitais às políticas econômicas internacionais. Assim, esses autores, identificam uma deterioração nas oportunidades de investimento em países da OCDE. Nesses sentido, o papel das condições externas explicariam a mudança de capital para países com desequilíbrios macroeconômicos e de reformas estruturais em avanço (como no Brasil até 1991).”

Rodriguez (1992) aponta fatores especulativos na explicação dos influxos de capital em economias que procuraram programas de estabilização depois de episódios de hiperinflação. Dias Carneiro e Garcia (1992) dizem que a experiência brasileira é um caso em que os fatores especulativos são os responsáveis por uma política monetária de elevação das taxas de juros.

De outro modo, a implementação de políticas macro como a causa principal do influxo foi proposta por Blejer (1992), quando são significativas (como o êxito dos programas de estabilização, esforços de privatização e sucesso nas negociações da dívida externa na Argentina, Chile e México, por exemplo).

Por fim, no último capítulo, a questão está centrada no retorno de capitais ao Brasil nos anos 90, que pôs fim à restrição externa que afetou a América Latina desde a crise financeira de 1982. Por outro lado, vê-se, no decorrer do texto que o impacto favorável dos fluxos de capital a médio prazo dependerá de sua estabilidade no tempo e da eficácia com que a política econômica destine os fluxos de capital a satisfazer as exigências de estabilidade macro, competitividade internacional e equidade social. Então, apresentei no capítulo 3, as medidas de política monetária e creditícia e cambial que dão conta do objetivo de se abrir a economia ao exterior. No caso brasileiro em questão é de fundamental importância, o papel que as instituições financeiras têm no desenvolvimento econômico. Encerro o capítulo com uma retomada das medidas de liberalização dos obstáculos ao investimento estrangeiro e da forma como se encontra inserida a economia brasileira no mercado financeiro internacional, através dos instrumentos mais relevantes de ingresso de recursos nos anos 90.

## ANEXOS

TABELA 1

## TAXA DE JUROS NOS EUA

consumidor	Prime rate	Índice de Preços ao
1988	9.3	4.1
1989	10.9	4.8
1990	10.0	5.4
1991	7.2	4.2

Fonte: FGV, "Conjuntura Econômica", vários números.

**TABELA 2 : TRANSFERÊNCIAS LÍQUIDAS DE RECURSOS**

Econ. Receptoras	Valores Anuais (bilhões US\$)			% total entrada			Tx. anual de cresc.(%)		
	1986-1990	1991	1992	1986-1990	1991	1992	1986-1990	1991	1992
<b>todos</b>	155	149	126	100	100	100	22	-27	-15
países em desenv.	26	39	40	17	26	32	14	24	3
América Latina	9	15	16	6	10	13	9	53	7

Fonte: UNCTAD, *World Investment Report*, 1993. Transnational Corporations and Integrated International Production (ST/CTC/156), N.Y.,1993. Publicação das Nações Unidas.

**TABELA 3:** América Latina e Caribe: Evolução do Movimento de Capitais, por tipo de transações (% PIB)

América Latina/Caribe	1990	1991	1992
Capital de L.P.	18	86	70
IED	<b>30</b>	<b>28</b>	<b>31</b>
Investimento em carteira	86	38	26
Empréstimos	-98	19	13
Capital de C.P.	<b>58</b>	<b>11</b>	<b>29</b>
Doações	15	7	6
Erros/Omissões	9	-4	5

Fonte: CEPAL, valores proporcionados pelo FMI.

**TABELA 4:** AMÉRICA LATINA: ALGUMAS FONTES DE FINANCIAMENTO EXTERNO

	1989	1990	1991	1992
<b>DÍVIDA</b>				
BÔNUS	900	3 600	7 600	10 100
BANCOS	-6 497	8 559	6 800	9 500
PAPÉIS COM.	127	---	1 210	840
CERT. DEPÓS.	---	---	670	1 100
<b>INVERSÃO</b>				
DIRETA	6 134	6 522	10 898	14 087
ADR/GDR	---	98	4 260	4 390
FUNDOS EXT.	608	483	771	259

FONTE : CEPAL      OBS: ADR = American Depository Receipts

GDR = Global Depository Receipts

**TABELA 5 - AMÉRICA LATINA: INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO** ( em milhões de dólares)

Paises não exportadores de petróleo (América do Sul)	<u>1990</u>	<u>1991</u>	<u>1992</u>
ARGENTINA	2008	2439	4179
BRASIL	236	-42	1308
CHILE	249	563	737
PARAGUAI	76	83	86

FONTE: “ América Latina e el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial - Nações Unidas, CEPAL, Santiago, 1994.

TABELA 6: VOLATILIDADE DOS FLUXOS EXTERNOS DE CAPITAL

Movimentos (BRASIL)	K	1990-1992	1980-1992
Longo Prazo		2.20	1.28
Empréstimos		3.70	1.70
IED		1.40	0.60
Curto Prazo		2.10	3.30
Doações		--	3.70
Erros e Omissões		0.70	0.80

Fonte: CEPAL, c/ base em informações oficiais

TABELA 7: AMÉRICA LATINA : INDICADORES MACROECONÔMICOS

## AMÉRICA LATINA : (% PIB)

	<i>1990-1992</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>
Entrada líquida Ks	3.9	2.2	3.8	5.6
Varição Res.	1.9	1.4	1.9	2.3
Poupança ext.	2.0	0.8	1.9	3.3
Déficit C/C	2.0	0.8	1.9	3.3
PIB Total	100.0	100.0	100.0	100.0
Investimento	16.6	16.1	16.5	17.8

Fonte: CEPAL, "América Latina e el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial", Santiago, 1994.

## BIBLIOGRAFIA

- AKYÜZ, Yilmaz: Financial Liberalization: the key issues, UNCTAD, Genebra, março 1993.
- AKYÜZ, Yilmaz: "On financial openness in developing countries", UNCTAD, Genebra, 1992.
- AKYÜZ, Yilmaz: "Financial policies in developing countries: issues and experience", UNCTAD, n. 40, 1992.
- "América Latina e el Caribe. Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial"- Nações Unidas, CEPAL, 1994.
- ANDRADE, Joaquim: " A ressurreição da teoria dos fundos emprestáveis e o motivo finanças de Keynes", In Amadeo: " John Keynes: 50 anos da Teoria Geral", no.20, R.J., 1992, FNPE/IPEA.
- BACEN: "Brasil - Programa Econômico", varios números.
- BACEN: Relatório do Banco Central, 1990, 1991 e 1992.
- BACEN: Boletim Mensal, vários números.
- BACHA, Edmar: "Latin America's Reentry into Private Financial Markets: Domestic and International Policy Issues", in Texto para Discussão n. 299, PUC-RJ, Brasil, fev. 1993.
- BARROS, L.C. M. de: "O Mercado Financeiro", Texto do CEDOC, mimeo, 1990.

- BARROS, L. C. M. De: "A moeda indexada", Revista Economia e Sociedade, n.2, IE/UNICAMP, Campinas, 1993.
  
- BARROS, Octávio de: "Oportunidades Abertas para o Brasil face aos Fluxos Globais de Investimentos de Risco e de Capitais Financeiros nos Anos 90" e "Câmbio, Custos e Competitividade: política cambial e estabilidade macroeconômica", CER/IE/UNICAMP, 1993, Campinas, In: "Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira".
  
- BATISTA, P.N.: "Crise monetária, dolarização e tipo de câmbio", Revista de la Cepal, agosto de 1993.
  
- BELLUZZO, L.G. M. & ALMEIDA, J. S. G.: "Crise e Reforma Monetária no Brasil". Revista São Paulo em Perspectiva. Fundação SEADE, vol. 4, n.1, SP, 1990.
  
- BELLUZZO, Luis G. e BATISTA, Paulo Nogueira: "A crise da dívida e suas repercussões sobre a economia brasileira" (1992 a) e "A questão da dolarização" (1992 b) in "A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional", Ed. Paz e Terra, 1992.
  
- BELLUZZO, Luiz G. E BATISTA, P.N.: "Movimentos de capitais, instabilidade monetária e desequilíbrio fiscal: um *post-mortem* da política econômica do Governo Collor", Indicadores Econômicos, v. 20, n.3, Fund. Economia e Estatística, Porto Alegre, 1992.
  
- BOLETIM DE CONJUNTURA: Cecon, UFRJ/IEI
  
- BRAGA, J.C. : "A financeirização da riqueza: a macroestrutura financeira e a nova dinâmica dos capitalismo centrais", IESP/FUNDAP, Textos para Discussão, ano 6, n. 3, S.P., 1991.

- CARVALHO, Carlos Eduardo, "Liquidez e choques anti-inflacionários" (1990 a) e "Âncora cambial, conversibilidade e dolarização" (1992 b) in: Belluzzo e Paulo Nogueira Batista (1992).
  
- CINTRA, Marcos: "Uma visão crítica da teoria da repressão financeira", Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Economia da Unicamp em 1993.
  
- CORBO, Vittorio & MELO, Jaime: "Liberalization with stabilization in the Southern Cone of Latin America: overview and summary, World Development, vol. 13, n. 8, Oxford, 1985.
  
- DAMILL, Frenkel & FANELLI, J.M.: "Perspectivas de crescimento para a América Latina: informações a partir da expansão recente", Revista Brasileira de Comércio Exterior, n. 36, R.J., 1993.
  
- DIAZ-ALEJANDRO: "Da repressão Financeira Crise: Experiências do Cone Sul" In: Revista de Pesquisa e Planejamento Econômico, vol. 14, no. 3, dez 1984.
  
- FAORO, Clóvis de: "A Economia Pós-Plano Collor II", in: Plano Collor: avaliações e perspectivas, R. J., Livros Técnicos e Científicos, Ed. Ltda, 1990.
  
- FERREIRA, Carlos: "Política monetária ativa e consistência fiscal: a experiência de 88/89", IESP/FUNDAP, Textos para discussão, ano 5, n.1, mar 1990.
  
- FERREIRA & FREITAS: "O mercado internacional de crédito e as inovações financeiras nos anos 70 e 80", S.P., IESP/FUNDAP, 1990.

- FREITAS & SCHWARTZ, G. : "Serviços financeiros: rumo à re-regulamentação", Revista SP em Perspectiva, vol. 6, n. 3, Fund. Seade, S.P. 1992.
- IESP/SCTDE/FUNDAP : " O Formato Institucional do Sistema Monetário-Financeiro: um estudo comparado",In: Relatório Parcial no. 7: "O Sistema Monetário dos Países em Desenvolvimento", S.P., 1992.
- IESP/SCTDE/FUNDAP : " O Formato Institucional do Sistema Monetário-Financeiro: um estudo comparado", In: Relatório Parcial no. 6: "O Sistema Monetário dos Países Desenvolvidos", S. P., 1992.
- MADI, M. A. C.: "Política Monetária no Brasil", Tese de Doutorado, Unicamp, 1993.
- MATHIESON, D.: "Liberalization of the Capital Account: experiences and issues, Washington, D.C., IMF, 1993, v. 39.
- MCKINNON, R: "Money and Capital in Economic Development", Washington, D.C., The Brookings Institution, 1973.
- MCKINNON, R: "Financial liberalization and economic development: a reassessment of interest-rate policies in Asia and Latin America", International Center for Economic Growth, Occasional Papers, n. 6, 1988.
- MCKINNON, R.: "Gradual versus rapid liberalization in socialist economies: the problem of macroeconomic control", World Bank, 1994.
- MIRANDA, J. C.: "Câmbio, juros e fisco: a experiência internacional", Tese de doutorado, IE/UNICAMP, Campinas, 1992.

- **MORRIS**, Felipe: "Los Sistemas Bancarios de América Latina em los anos 80's: um estudio comparativo de doce países", Documentos para Discussion del Banco Mundial, Banco Mundial, Washington, D.C., 1990 .
  
- **PASTORE**, Affonso Celso: "A Reforma Monetária do Plano Collor" in Faoro, Clóvis de (org.), Plano Collor: avaliações e perspectivas, R.J., Livros Técnicos e Científicos, Ed. Ltda., 1990.
  
- **PEREIRA**, L.C. Bresser: " O Consenso de Washington" In: Revista de Pesquisa e Planejamento Econômico, R. J., vol. 21, n. 1, abr 1991.
  
- **RAMOS**, J. : "Neoconservative Economics in the Southern Cone of Latin America, 1973-1983", The John Hopkins University Press, Baltimore, 1986.
  
- **REGO**, Elba: "Operacionalidade e mecanismos de transmissão da política monetária", Tese de Mestrado, ANPEC, 1992.
  
- **STEINER**, R. "Capital Inflows in Latin America: causes, consequences and policy options".
  
- **STUDART**, Rogério: "O Sistema Financeiro e o financiamento do crescimento: uma alternativa pós-keynesiana visão convencional", Revista de economia política, vol. 13, no. 1, SP, Ed. Nobel, 1993.
  
- **TAVARES**, M. Conceição: "As políticas de ajuste no Brasil: os limites da resistência."in TAVARES & FIORI. (Des) Ajuste Global e Modernização Conservadora. São Paulo. Ed. Paz e Terra, 1993.

- TSENG, Wanda e CORKER, Robert: "Financial Liberalization, Money Demand and Monetary Policy in Asia Countries", Occasional Paper, n. 84.
  
- VILLANUEVA, Delano and MIRAKHOR, Abbas: "Strategies for Financial Reforms", Staff Papers, IMF, vol. 37 no.3, set 90.
  
- VILLAREAL, Renê: "A contra-revolução monetarista". Teoria, Política Econômica e ideologia do neoliberalismo. Ed. Record. R. J., 1984.
  
- WILLIANSO, J.: " Reformas políticas na América Latina na década de 80", In: Revista de Economia Política, no. 45, jan/mar 1992.
  
- ZONISEIN, J. "O circuito financiamento-investimento-poupança financeira", in Amadeo, Edward, org. (1989), Ensaio sobre a Economia Política Moderna - Teoria e História do Pensamento Econômico, R. J.