

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM ECONOMIA – PIMES
COMÉRCIO EXTERIOR E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

MOVIMENTO DE CAPITAIS E CRESCIMENTO ECONÔMICO
A Reinserção do Brasil ao Crédito Internacional na Década de 90

Uranilson Barbosa de Carvalho

RECIFE
Junho/2005

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
PROGRAMA DE MESTRADO PROFISSIONAL EM ECONOMIA – PIMES
COMÉRCIO EXTERIOR E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

MOVIMENTO DE CAPITAIS E CRESCIMENTO ECONÔMICO
A Reinserção do Brasil ao Crédito Internacional na Década de 90

Dissertação apresentada como requisito
parcial para obtenção do grau de Mestre
em Economia.

Mestrando: Uranilson Barbosa de
Carvalho

Orientador: Prof. João Policarpo de
Lima, PhD.

RECIFE
Junho/2005

Carvalho, Uranilson Barbosa de

**Movimento de capitais e crescimento econômico:
A reinserção do Brasil ao crédito internacional na
década de 90 / Uranilson Barbosa de Carvalho. – Recife:
O Autor, 2005.**

81 folhas : il., tab., quadros.

**Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de
Pernambuco. CCSA. Economia, 2005.**

Inclui Bibliografia.

**1. Fluxo de capitais – Brasil. 2. Desenvolvimento
econômico. 3. Finanças internacionais. I. Título.**

33

CDU (2.ed.)

UFPE

332

CDU (22.ed.)

BC2005-346

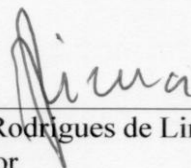
UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA
PIMES/ PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

**PARECER DA COMISSÃO EXAMINADORA DE DEFESA DE DISSERTAÇÃO
DO MESTRADO PROFISSIONAL EM ECONOMIA DE**

URANILSON BARBOSA DE CARVALHO

A Comissão Examinadora composta pelos professores abaixo, sob a presidência do primeiro, considera o candidato Uranilson Barbosa de Carvalho **APROVADO**.

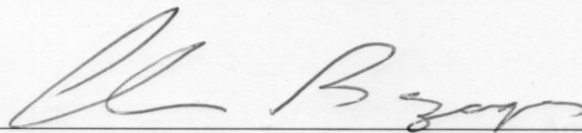
Recife, 18/04/2005



Prof. Dr. João Policarpo Rodrigues de Lima
Orientador



Prof. Dr. Zionam Euvécio Lins Rolim
Examinador Interno



Prof. Dr. Abraham Benzaquen Sicsu
Examinador Externo/Deptº de Eng. de Produção/UFPE

meus pais, Urany e
Carvalho. À minha
irmã Helena Borba de
Carvalho e a minha filha Vanessa
Helena Borba de Carvalho.

Aos meus pais, Urany e Terezinha
Carvalho. À minha esposa Verônica
Helena Borba de Carvalho e a minha
filha Vanessa Helena Borba de
Carvalho.

AGRADECIMENTOS

À Deus, pela saúde, força e disposição.

Aos meus pais, pelo grande esforço e dedicação na construção da minha base educacional e formação pessoal.

À minha esposa, pela imensa colaboração, pelo encorajamento e compreensão.

Aos meus irmãos e demais familiares pela torcida.

Ao Professor João Policarpo, cuja capacidade técnica e olhar crítico construtivo contribuiu deverás ao aperfeiçoamento desse trabalho.

À Faculdade de Ciências Humanas Esuda pelo grande incentivo.

À Direção da Faculdade Salesiana do Nordeste – FASNE, pelo apoio.

À Ivete Cavalcanti, bibliotecária da Faculdade Esuda, por disponibilizar as bibliografias.

Aos professores do Programa de Mestrado Profissional em Economia da UFPE, pelo interesse na transmissão dos conhecimentos.

Aos colegas do mestrado, pelo excelente convívio.

RESUMO

Esse trabalho teve como objetivo discutir a incompatibilidade percebida nas economias dos países emergentes e, mais especificamente, no Brasil entre a livre mobilidade dos investimentos na conta de capital e financeira do Balanço de Pagamentos e o propósito ao estímulo do crescimento do produto e da renda.

A abertura financeira, independente do regime cambial adotado, limita a gestão do Banco Central ao exercício da política monetária contracionista para atrair capital de curto prazo e, também, evitar sua evasão. Tal atitude provoca sérios danos à atividade produtiva do país, pois empresários e consumidores terão que se adaptar às elevadas taxas de juros, que tendem a subir progressivamente, nos momentos dos ataques especulativos contra a moeda nacional.

O caminho apresentado nesse trabalho foi a sugestão à efetivação de controles diretos e indiretos sobre o movimento do capital de curto prazo. A menor liberdade ao mesmo tempo em que estabelece as condições à prática dos juros mais baixos, possibilita uma política fiscal mais expansiva, vista a redução da pressão dos juros nos gastos públicos, construindo as condições necessárias à ampliação dos montantes dos investimentos realizados pelo governo na economia.

Em suma, no Brasil o controle de capitais criaria um ambiente favorável para efetivação da política monetária e fiscal mais expansivas, fundamentais ao estabelecimento dos meios para alcançar o legado do crescimento sustentável.

ABSTRACT

The objective of this work was to discuss the incompatibility perceived in the economy of emergent countries, more specifically, in Brazil within the free mobility of investments in the account of capital and financial Balance of Payment with the purpose of stimulating the growth of products and revenue

The financial opening, independent of the cambial regime adopted limits the administration of the Central Bank to the exercise of the contractionistic monetary policy to attract short term capital and, and also avoid its escape. Such an attitude provokes damage to the productive activities of the country, since businessmen and consumers will have to adjust to the increase of interest rates which tend to progressively augment at the moments of speculative attacks against the national money.

The path presented in this work was the suggestion for the accomplishment of direct and indirect controls concerning the movement of short term capital. Less liberty at the same time in which it establishes the conditions for the practice of lower interests, enables more expansive fiscal policy, view the reduction of interests pressure in public expenses, building the necessary conditions to the enlargement of the amount of investments achieved by the government in the economy.

Resuming, in Brazil the control of capital would create a favourable environment for the achievement of more expansive monetary and fiscal policies, fundamental for the establishment of the means to achieve the legacy of sustainable development.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Tabela 3.2.1 – Brasil – Razão da dívida líquida total do setor público/PIB - %	24
Tabela 3.3.2 – Inflação e PIB no Brasil na década de 90	26
Tabela 3.2.3 – Fluxo líquido de capitais privados para o Brasil (US\$ bilhões)	28
Tabela 4.3.1 – Brasil: Superávit primário consolidado (1994/2000) – Em % PIB – 12 meses	40
Tabela 5.1.1 – Brasil – saldo do balanço de transações correntes (1994-1999)	45
Tabela 5.1.2 – Países Selecionados: Taxas de inflação e crescimento econômico/1985-2001	48
Tabela 5.3.1 – Malásia – Variação anual do PIB em %	62
Tabela 5.3.2 – Chile e Brasil – Variação anual do PIB em %	65
Tabela 5.4.1 – Proposta de alíquota de IOF sobre ganhos financeiros e investidores	72
Quadro 5.2.1 – Resumo dos tipos de controle sobre o movimento de capitais	57

SUMÁRIO

RESUMO	5
ABSTRACT	6
LISTA DE ILUSTRAÇÕES	7
CAPÍTULO I – Introdução	9
CAPÍTULO II – Tópicos Especiais sobre a Nova Ordem Econômica	12
2.1. Globalização: “Rodada Uruguai” e Conceito Atual	14
2.2. Da Vantagem Comparativa à Competitiva	16
2.3. Blocos Econômicos	17
2.4. Globalização Financeira	19
CAPÍTULO III – A Política Monetária, Cambial e Movimentos de Capitais	21
3.1. Tecnologia da Informação e os Movimentos de Capitais	22
3.2. Taxa de Juros e o Movimento de Capitais	24
3.3. A Política Cambial do Brasil na Década de 90	28
3.4. Conclusão sobre a política Econômica Brasileira nos anos 90	31
CAPÍTULO IV – A Dinâmica Política dos Movimentos de Capitais	33
4.1. A Hegemonia Política do Investidor Financeiro	33
4.2. O “Consenso de Washington” e o FMI	35
4.3. Movimentos de Capitais, Disciplina Fiscal e os Ataques Especulativos	38
CAPÍTULO V – Controle de Capitais e Crescimento Econômico	43
5.1. Desafios para Implementação dos Controles de Capitais	51
5.2. Tipos de Controles de Capitais	53
5.3. Experiências de Controles de Capitais na Malásia e Chile	57
5.4. Brasil: Controle de Capitais e Crescimento Sustentável	66
CAPÍTULO VI – Conclusão	
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	78

1. INTRODUÇÃO

O desenvolvimento dessa pesquisa se deu a partir da observação de que o atual paradigma de captação de dólares, baseado, principalmente, nas vendas dos Títulos da Dívida Pública, não serviu para promover o crescimento sustentável do Brasil, mas para contornar os históricos e elevados índices inflacionários. Percebe-se uma situação paradoxal entre o discurso da estabilidade dos preços com os pressupostos da promoção do aquecimento dos setores produtivos do país.

Após uma década, vimos através de fortes evidências que o programa de combate à inflação conduziu-nos a um dos piores resultados em relação aos indicadores de crescimento econômico (ver Tabela 3.2.2) A disciplina fiscal e monetária bloqueou o aquecimento da economia, portanto, há a necessidade de discutirmos a praticidade e viabilidade de um modelo alternativo.

A inserção do Brasil na nova dinâmica da globalização financeira, obrigou-nos a uma abertura da conta capital e financeira do balanço de pagamentos e a aplicação da política monetária contracionista, com elevadas taxas de juros reais. Contraditoriamente, essa apreciação conduz à inusitada desconfiança dos investidores estrangeiros na capacidade de pagamento do país, estimulando o processo de resgate dos títulos da dívida pública. Para evitar a evasão novos papéis são negociados, agora, com maiores ganhos e prazos menores, ampliando desmedidamente a dívida do setor público em relação ao PIB, deteriorando a relação Dívida Pública/PIB (ver Tabela 3.2.1).

Dentro desse cenário, apresentamos aqui algumas evidências: num primeiro momento, i) as elevadas taxas de juros e a desregulamentação do mercado financeiro nacional, atenderam às expectativas dos investidores internacionais, ii) essa forma de captação deixou vulnerável a economia brasileira às crises internacionais e aos ataques especulativos. Na segunda parte, que é objeto central da nossa pesquisa, verificamos que iii) independente do regime cambial – âncora cambial (câmbio fixo) ou de *metas de inflação* (câmbio flutuante) – no Brasil a suscetibilidade às crises eram notórias, restringindo a política monetária à escalada dos juros para coibir os

movimentos de saídas e a iv) inconsistência da livre mobilidade dos capitais com o propósito de estimular o crescimento econômico dos países emergentes, especificamente do Brasil.

Com efeito, analisando essa última evidência, levantamos a hipótese principal deste trabalho: a adoção do controle mais efetivo das abruptas oscilações do capital financeiro é condição necessária para estabelecer um ambiente salutar ao estímulo da produção, do emprego e da renda.

O controle nos movimentos de capitais possibilitará a implementação de taxas de juros reais mais baixas e, conseqüentemente, atribuir um papel mais dinâmico ao Governo Federal através da condução de uma política fiscal expansiva, designada aos investimentos em despesa de capitais, importantes para qualquer programa que verse pelo estímulo positivo da expansão da estrutura produtiva do país.

No desenvolvimento do trabalho, ficamos circunscritos a dois Objetivos Gerais: 1) apresentar o modelo de reinserção do Brasil ao crédito internacional e 2) analisar e discutir a incompatibilidade da livre mobilidade de capitais com o crescimento econômico.

Em relação aos objetivos mais específicos, optamos por a) apresentar a discussão do câmbio no Brasil como variável secundária em relação a conquista da autonomia da política monetária; b) analisar a livre mobilidade de capitais como causadora principal dos ataques especulativos; c) apresentar os principais instrumentos de controles de capitais; d) mostrar alguns casos de sucesso na implementação de controles de capitais; e) verificar os controles de capitais como prática à obtenção da autonomia da política monetária e f) apresentar e discutir o controle de capitais no Brasil como meio a atingir o crescimento sustentável.

Para alcançarmos os objetivos supracitados dividimos o trabalho em quatro etapas: o Capítulo II – “Tópicos Especiais sobre a Nova Ordem Econômica”, versa pela apresentação resumida das principais características contextualizadas no processo da globalização, trazendo a tona discussões sobre o papel das multinacionais, a questão da vantagem competitiva, blocos econômicos e uma breve reflexão sobre a globalização financeira.

“A Política Monetária, Cambial e Movimentos de Capitais”, intitula o Capítulo III que discorre sobre o papel da livre mobilidade de capitais no âmbito mundial e a abertura financeira com elevadas taxas de juros, implantadas em nosso país, como variáveis importantes para possibilitar a aquisição de dólares via mercado de capitais. Com efeito, a política econômica nacional volta-se para este intento com a adoção de política monetária e cambial objetivando o ingresso de capital especulativo, peça-chave ao programa de controle da inflação.

O Capítulo IV, “A Dinâmica Política e Econômica dos Movimentos de Capitais”, traz uma análise política apresentando a categoria do Investidor Financeiro Internacional como um agente econômico que apropriou-se do discurso da plena flexibilização dos mercados, estabelecido na “nova ordem econômica internacional”, para auferir grandes ganhos com a especulação financeira. Além de uma reflexão sobre os ditames do “Consenso de Washington” e as “novas” regras econômicas estabelecidas pelo FMI aos países periféricos para conquistar o caminho do crescimento econômico.

No Capítulo V, concentramos a discussão sobre o “Controle de Capitais e Crescimento Econômico”, construindo uma correlação entre a efetivação de controles de capitais financeiros e crescimento sustentável. Com isso procuramos mostrar que a prática de taxas de juros reais compatíveis aos estímulos do setor produtivo e ao consumo dependerá da menor liberdade da conta de capital e financeira do Balanço de Pagamentos. Assim, o controle de capitais e a construção de reservas internacionais mais estáveis, criarão as condições para gestão da política monetária expansiva, além de possibilitar uma política fiscal em consonância com o volume maior de investimentos públicos, estabelecendo os meios para alcançar o paradigma do crescimento sustentável.

2. TÓPICOS ESPECIAIS SOBRE A NOVA ORDEM ECONÔMICA

Neste capítulo observaremos, inicialmente, que a contemporaneidade constitui mais uma etapa do processo histórico da globalização da economia. Em princípio aludiremos a um sistema que se originou das Grandes Navegações – o Mercantilismo. Doutrina econômica dos séculos XVI a XVIII, considerava o comércio internacional como ferramenta importante para o desenvolvimento de uma nação; o acúmulo de metais preciosos e o superávit na balança comercial eram os principais fundamentos econômicos. Uma nação, para ser considerada desenvolvida, teria que possuir um “*pool*” de colônias e auferir delas o máximo de riquezas, transformando-as em financiadoras do processo de internacionalização.

Já pela terceira parte do século XVIII, mais precisamente, em 1776, o comércio internacional fora respaldado cientificamente pela Teoria da Vantagem Absoluta, do economista clássico Adam Smith (1723-1790). A eliminação das barreiras alfandegárias e, em consequência, a aquisição de produtos a custo menores, possibilitaria a diversificação do consumo nacional e a melhoria no nível de bem-estar. Cada país deveria se especializar na produção de bens e serviços que proporcionassem ganhos de escala, sendo parte da produção destinada ao mercado nacional e o excedente utilizado no mercado externo, de modo a financiar a aquisição de excedentes de outros países. Com isso, todas as nações sairiam ganhando com a plena liberdade comercial.

Em seu livro *A Riqueza das Nações: Investigação Sobre Sua Natureza e Suas Causas*, Smith traça o seguinte quadro do comércio internacional: “*Outorgar o monopólio do mercado interno ao produto da atividade nacional, em qualquer arte ou ofício, equivale, de certo modo, a orientar pessoas particulares sobre como devem empregar seus capitais – o que, em quase todos os casos, representa uma norma inútil, ou danosa. Se os produtos fabricados no país podem ser nele comprados tão barato quanto os importados, a medida é evidentemente inútil. Se, porém, o preço do produto nacional for mais elevado que o importado, a norma é necessariamente prejudicial . . . O alfaiate não tenta fazer seus próprios sapatos, mas compra-os do sapateiro. O sapateiro não tenta fazer suas próprias roupas, e sim utiliza os serviços de um alfaiate . . . Se um país estrangeiro estiver em condições de nos fornecer uma mercadoria a preço mais baixo do que a mercadoria fabricada por nós mesmos, é melhor compra-lo com uma parcela da produção de nossa própria atividade, empregada de forma que possamos auferir alguma vantagem*” (Smith, 1776, pp. 438/439)

Dentre os relatos históricos, um dos mais surpreendentes, sobre a internacionalização do capital e a interdependência entre as nações, é do célebre filósofo e economista Karl Marx (1818-1883) e de seu amigo e colaborador Friedrich Engels (1820-1895), conhecidos como os mais severos críticos do sistema capitalista, descrevem de maneira profética, a onipresença do capitalismo pelo mundo, com formação de grandes conglomerados econômicos e a forte tendência à unificação dos mercados. No *Manifesto do Partido Comunista*, lançado em 1848, Marx e Engels argumentam: “A grande indústria criou o mercado mundial, para o qual a descoberta da América preparou o terreno. O mercado mundial deu imenso desenvolvimento ao comércio, à navegação, às comunicações por terra . . . A necessidade de mercados cada vez mais extensos para seus produtos impele a burguesia para todo o globo terrestre. Ela deve estabelecer-se em toda parte, instalar-se em toda parte, criar vínculos em toda parte. Através da exploração do mercado mundial, a burguesia deu um caráter cosmopolita à produção e ao consumo de todos os países . . . E continuam Marx e Engels explicando o que seria hoje a base logística e o perfil de concentração industrial inerentes a globalização: “As antigas indústrias nacionais foram destruídas e continuam a ser destruídas a cada dia. São suplantadas por novas indústrias, cuja introdução se torna uma questão de vida ou morte para todas as nações civilizadas – indústrias que não mais empregam matérias-primas locais, mas matérias-primas provenientes das mais remotas regiões, e cujos produtos são consumidos não somente no próprio país, mas em todas as partes do mundo . . . desenvolve-se em todas as direções um intercâmbio universal, uma universal interdependência entre as nações . . . Os produtores intelectuais de cada nação tornam-se patrimônio comum . . . Com rápido aperfeiçoamento de todos os instrumentos de produção, com as comunicações imensamente facilitadas, a burguesia arrasta para a civilização todas as nações, até mesmo as mais bárbaras . . . Numa palavra, cria um mundo à sua imagem e semelhança.” (Marx e Engels, 1997, pp.46,47,48,49)

O mercantilismo no século XVI à XVIII, Adam Smith no século XVIII e Karl Marx e Engels no século XIX, representam alguns dos períodos em que se manifestaram as idéias sobre a globalização da economia, indícios empíricos importantes que nos levam a defender a hipótese e a refletir sobre a questão da interdependência entre as nações como um processo histórico, sendo o final do século XX e o início do XXI, mais uma fase do desenvolvimento do capitalismo, representando avanços consideráveis na tecnologia da comunicação, do sistema financeiro internacional, da oligopolização dos mercados e das diversas formas de intercâmbio entre firmas multinacionais.

2.1. Globalização: “Rodada Uruguai” e Conceito Atual

Alguns estudiosos citam a “Rodada Uruguai”, iniciada em 1986 e concluída em 1993, como um marco importante no processo globalizante. Porém, na pauta de discussão dos países participantes, negociou-se a eliminação gradativa de barreiras alfandegárias, com a formação das áreas de livre comércio, para alguns produtos, possibilitando sua livre circulação sem protecionismo que impõe estorvos ao comércio internacional. Essa questão já foi abordada amplamente por Adam Smith no século XVIII.

Uma ressalva importante quanto à “Rodada Uruguai” é o fato inusitado do favorecimento de mercadorias produzidas nos países centrais. O debate sobre a eliminação de barreiras limitou-se à bens de informática e telecomunicações, os bens primários não foram colocados na preferência dos debates, permanecendo até então uma complexa teia de proteção consubstanciada na forma de barreiras tarifárias e não tarifárias, como os impostos sobre importação de *commodities* e, principalmente, os subsídios aos produtores agrícolas dos Estados Unidos e União Européia.

O destaque desta Rodada foi a extrapolação do foco das negociações, superando as tradicionais discussões, que versavam principalmente a intensificação do comércio de mercadorias, para a construção de regras que vão desde as questões do direito de propriedade intelectual, passando pelos investimentos internacionais até aspectos direcionados à política industrial.

Como principais pontos apresentados na “Rodada Uruguai” podemos destacar (Rêgo, 1996):

- a) Os países desenvolvidos assumiram o compromisso de reduzir as tarifas dos produtos industrializados em média de 49%. Em relação ao comércio internacional acordou-se uma redução média de 37% nas tarifas de importação.
- b) Ampliação dos produtos registrados na OMC (Organização Mundial do Comércio) de 78% para 99% do total das linhas alfandegárias dos países desenvolvidos e de 21% para 75% dos países em desenvolvimento e de 73% para 98% para as nações consideradas em fase de transição. No Brasil, mais especificamente, as tarifas dos produtos industrializados registrados na OMC não seguiram o acordo, ficando numa média de 35% e os produtos agrícolas em 55%.
- c) Os produtos agrícolas obtiveram poucos avanços. Na pauta de discussão houve a inclusão desse setor ao sistema multilateral de comércio.

- d) Inclusão do setor têxtil e de serviços ao sistema multilateral de investimento.
- e) Evolução das discussões sobre direitos de propriedade intelectual.
- f) Disciplinamento das políticas comerciais e a criação de um novo modelo de solução de disputas comerciais.

As novas regras firmadas na “Rodada Uruguai” ficaram sob o controle da OMC, que desde a sua criação em janeiro de 1995 tem a responsabilidade de administrar o sistema multilateral de comércio estabelecidas nesta Rodada. O trabalho da OMC deve permitir que as relações comerciais internacionais possibilitem ganhos multilaterais, favorecendo práticas comerciais que permitam uma disputa mais justa entre os países.

Em busca de um conceito sintetizado poderíamos colocar a globalização¹ como uma tentativa ao livre comércio entre as nações, posto em prática pelas grandes corporações internacionais. As multinacionais vendem seus produtos aos países que oferecerem melhores preços ou mercado para escoamento, produzem nas regiões onde o custo de produção for menor. Dessa forma, polarizam-se os investimentos diretos na tríade – Estados Unidos, Japão e União Européia – cabendo aos países periféricos uma inserção passiva, cujos protagonistas são as empresas multinacionais com intensificação das relações filiais-matrizes. (Chesnais, 1996)

Ainda sobre o papel das multinacionais no mercado mundial, o economista francês François Chesnais apresenta quatro modelos de intercâmbio entre as multinacionais que estabelecem, em grande parte, o fluxo internacional de mercadorias e capital e dão origem aos recursos financeiros que circulam com alta volatilidade pelos mercados de capitais de todos os continentes². São eles:

- Comércio Intersetorial com Companhias Independentes: exportação das matrizes e das filiais para companhias independentes;
- Comércio Intersetorial com Intercâmbio Intragrupal: fluxo comercial dentro do espaço próprio “internalizado” da multinacional;

¹ François Chesnais comumente utiliza a expressão “Mundialização” para diferenciar da expressão “Globalização” cunhada pela Estados Unidos. Para Chesnais o termo global “. . .permite ocultar uma das características essenciais da mundialização: integrar como componente central da ação de um capital ‘liberado’ um duplo movimento de polarização que acaba com uma tendência secular que ia no sentido da integração e da convergência”. Continua Chesnais: “A polarização. . . cava um fosso brutal entre os países localizados no coração do oligopólio mundial e aqueles que ficam na periferia deste.” (Chesnais, 1996, p.15) Chesnais, também, utiliza a expressão “mundialização” para caracterizar o novo regime de acumulação sob a forma de capital financeiro.

² Para leitura sobre o assunto ver Chesnais (1996)

- Comércio Intra-Setorial com Companhias Independentes: intercâmbio resultante de relações de terceirização internacional entre matriz ou filial com companhias independentes;
- Comércio Intra-Setorial com Intercâmbio Intragrupal: intercâmbio de produtos intermediários entre filiais, intercâmbio intracorporativo de produtos acabados entre filiais e matriz e filiais entre si.

Destaca Chesnais (1996) que nos países centrais predominam os intercâmbios entre as filiais, através da integração produtiva entre a tríade, por isso não se confirma a formação de uma relação de dependência tecnológica e financeira. Já nas nações periféricas predomina o intercâmbio matriz-filial, ocasionando uma monopolização comercial à aquisição do capital e da tecnologia no país do qual a empresa originou-se, cujas conseqüências são o déficit comercial desses países e a redução dos suprimentos locais, o que acarretará o aumento do desemprego onde tais filiais estão instaladas.

O processo de aquisição de empresas nacionais por grupos estrangeiros e a fusão entre multinacionais, outro fato comum, elimina pequenos concorrentes, oligopoliza o mercado nacional e internacional e reduz a possibilidade do aviltamento dos preços.

Dessa forma, o lucro anual dessas empresas chega a ser superior ao PIB (Produto Interno Bruto) de alguns países da América Latina. Assim, com a globalização, a tendência desses grupos é tornarem-se cada vez mais fortes, podendo barganhar com governos, inclusive os do primeiro mundo. Os autores Hans-Peter e Harald Schumann, destacam a fragilidade das nações diante das multinacionais: *“Lucros somente são declarados naqueles países em que a alíquota de impostos seja realmente mínima. No mundo todo, cai drasticamente a porcentagem que capitalistas e detentores de patrimônio concedem ao financiamento das metas sociais dos governos. De outro lado, os manipuladores dos fluxos globais de capital vivem achatando o nível de remuneração dos cidadãos, contribuintes de impostos. Também a cota de salários, a participação dos assalariados na riqueza social, diminui em proporções mundiais. Nenhuma nação, sozinha, tem condições de opor-se a tal pressão.”* (Martin, 1996, p.16)

2.2. Da Vantagem Comparativa à Competitiva

As tradicionais teorias do comércio internacional, como a Teoria da Vantagem Absoluta de Adam Smith e, posteriormente, a Teoria da Vantagem Comparativa de David Ricardo, deixaram lugar para um novo substituto: a Teoria da Vantagem Competitiva. Para se obter ganhos no mercado extremamente competitivo, aberto à concorrência internacional, as empresas terão que

racionalizar ao máximo sua estrutura produtiva e administrativa, sem comprometer a qualidade, melhor, deverão buscar incessantemente o aperfeiçoamento do seu produto. Portanto, para uma empresa sobreviver nesse mundo dominado pela competição – o reino das “mega-empresas” -, que suplantam os mercados nacionais, ela deverá conjugar redução de custos com melhorias crescentes na qualidade. Além de contar com uma infra-estrutura moderna e instituições ágeis, sem leis ou carga tributária que impossibilitem os ganhos dos arranjos produtivos.

Chesnais (1996) observa que o atual quadro de competição entre as multinacionais elimina a essência dos postulados firmados na Teoria Clássica que estabelecia um jogo de soma positiva com ganhos mútuos. Hoje, ao contrário, o ganho de uma empresa representará a perda de outra: *“O movimento de centralização e concentração vem se desenvolvendo há mais de dez anos de modo sem precedentes, impulsionado pelas exigências da concorrência aos grupos mais fortes no sentido de arrebatar das firmas absorvidas suas fatias de mercado e reestruturar e ‘racionalizar’ suas capacidades produtivas, sendo favorecidas pelas políticas de liberação, de desregulamentação e de privatização”* (Chesnais, 1995, p.09)

O oligopólio mundial adquire sua vantagem competitiva não só pela sua capacidade técnica, como também, através de um conjunto sofisticado de medidas protecionistas – como os subsídios – que elevam nações (empresas), antes incapazes de escoar sua produção no mercado externo, a poderosas concorrentes das nações com natural vantagem comparativa.

2.3. Blocos Econômicos

Os Blocos Econômicos têm como principal objetivo estimular as relações comerciais em determinada região. Para tanto, acorda-se a eliminação de barreiras aduaneiras, cuja consequência inexorável é o acirramento das disputas, possibilitando ganhos crescentes aos países cujas empresas detém maior poder de negociação e competitividade.

Existe uma situação paradoxal entre globalização e os blocos econômicos. A idéia da globalização é conflituosa, até certo ponto, com a formação dos blocos, que estão buscando a unificação entre os países geograficamente próximos com características econômicas similares, adaptando formas consensuais nas cobranças de taxas aos países não participantes. Com isso contraria-se a “Cláusula de Nação mais Favorecida” que defende tratamento não discriminatório. Pois, se um país conceder algum benefício alfandegário para uma nação, esse deve ser estendido aos demais. Ao contrário, nos blocos observa-se uma tendência protecionista entre os países que

formam alianças, excluindo os demais, na tentativa precípua de barganhar vantagens no comércio internacional.

Esses blocos podem se enquadrar em cinco estágios: 1. Área de Livre Comércio; 2. União Aduaneira; 3. Mercado Comum; 4. União Econômica e 5. Integração Econômica Total³. As Áreas de Livre Comércio limitam-se a negociar a redução gradativa das taxas alfandegárias, numa tentativa em intensificar o comércio entre os países membros. Já na União Aduaneira, segundo estágio, além de eliminar as barreiras alfandegárias adota-se uma tarifa em comum para produtos importados dos países que não pertencem ao bloco. O terceiro estágio é a formação do Mercado Comum, que após estabelecida a União Aduaneira, libera capital e trabalho. A União Econômica ocorre quando o bloco encontra-se no estágio do Mercado Comum e possibilita harmonizar as políticas econômicas. O último estágio é representado pela Integração Econômica Total. Este caso só é possível ocorrer quando o bloco atinge o estágio de União Econômica, criando-se um Banco Central único e uma moeda comum para circular dentro dos países-membros. É importante ressaltar, que nos blocos, a maioria dos acordos limitam-se aos países participantes, impondo barreiras a países não membros.

Dentro da dinâmica dos blocos é plausível construir um cenário onde as negociações não serão realizadas no âmbito dos países isoladamente e, sim, entre os conglomerados de países⁴, dividindo o mundo de três à cinco áreas de influência. A exclusão de uma nação, ou até mesmo, a formação dos blocos de menor poder econômico, determinará as possíveis desvantagens que um país obterá com o comércio internacional.

Certamente, o que não mudará nessa nova etapa do capitalismo, mesmo com a formação dos Blocos, são os centros decisórios, que permanecerão nas regiões desenvolvidas. As pesquisas e os conhecimentos científicos e tecnológicos concentram-se nos países ricos, agravando, ainda mais, as disparidades econômicas e sociais. (Lastres e Albagli, 1999)

Porém, outra faceta da globalização transcende os limites das fronteiras dos blocos, trata-se da dinâmica do capitalismo financeiro cujo dinheiro, graças à velocidade de informações, estimuladas pelos avanços tecnológicos, está circulando por todos os continentes, através de um mercado financeiro interligado, sendo o objetivo dos aplicadores internacionais

³ Para uma discussão mais detalhada sobre as etapas de formação dos Blocos Econômicos ler Machado (2000).

⁴ Em paralelo, vale relatar a ampliação nos últimos anos dos acordos bilaterais construídos independentes da formação do blocos econômicos, entre outros: Acordo México-Chile; Acordo México-Bolívia; Acordo Cuba-Argentina; Acordo Cuba-Uruguai; Acordo Cuba-Peru; Acordo Chile-Canadá; Acordo EUA-Chile; Acordo EUA-Países Andinos; etc. Para a OMC os Acordos tendem ao desvio de comércio, enquanto os blocos fomentam a

obter ganhos em curto prazo, não havendo a preocupação de transformá-los em investimentos produtivos e muito menos de se ater com as consequências que a evasão desses recursos poderão acarretar para alguns países.

2.4. Globalização Financeira

A tecnologia de informação possibilita as interligações entre as principais bolsas de valores. Ordens de compra e venda de ativos financeiros acontecem numa velocidade sem precedência histórica. Portanto, a liberalização dos mercados locais, associada aos movimentos de capitais que “navegam” pelas *infovias*, capazes de transmitir todo tipo de informação: desde os aspectos políticos relevantes como guerras e golpes, passando pela tradicional avaliação financeira e patrimonial das empresas até a divulgação de expectativas em relação à condição de solvência de determinados países em relação a seus títulos.

Essa vertente de captação de recursos servirá para atrair divisas, oriundas da dinâmica dos movimentos de capitais, objetivando lastrear as moedas nacionais de alguns países periféricos: *“As prioridades da política econômica de muitos governos, não apenas da periferia como também do coração do sistema, tornaram-se o pagamento dos juros e do principal das dívidas públicas e a garantia de taxas reais positivas, implementando políticas sob a égide do combate à inflação. . .”* (Chesnais, 1995, p.22) Tal procedimento deixa vulnerável a economia dessas nações diante dos ataques especulativos contra o câmbio, obrigando os governos a adotarem uma política monetária contracionista com elevação das taxas de juros sempre que se esboça um movimento de retirada – ou mesmo ameaça – de dólares desses mercados, cuja inevitável consequência é o aumento contínuo de dívida pública.

Porém, esse novo paradigma mundial de acumulação, respaldado no capital financeiro, representa uma extensão do tradicional sistema capitalista, que agora utiliza o mercado de capitais para ampliar os ganhos. Para Pudwell (2003) *“Hoje, as corporações multinacionais são grandes centros financeiros, que utilizam sua estrutura financeira não somente para dar suporte às operações tradicionais, como também ter resultados em investimentos em bolsa de valores, em aplicações financeiras variadas e com a compra e venda de moedas estrangeiras”* (2003, p.04).

A principal fonte dos recursos financeiros destinados para fomentar a atividade financeira, portanto, origina-se dos oligopólios industriais, operando e influenciando as oscilações no mercado de câmbio. A economia mundial no século XXI continua apresentando um elevado poder de barganha das grandes empresas multinacionais, sendo uma ilusão a autonomia do setor financeiro, pois “... *o capital que se valoriza na esfera financeira nasceu – e continua nascendo – da esfera produtiva.*” (Chenais, 1995, p.21)

A década de 90 apresentou profundas alterações em relação à inserção do Brasil ao crédito internacional. A retração do tradicional sistema financeiro internacional – cujo escopo eram os bancos – que marcou a origem dos recursos para os projetos desenvolvimentistas brasileiros nas décadas de 60 e 70, é substituída pela captação de recursos de curto prazo, através dos mercados de capitais.

A dívida externa acentuada no período do “milagre brasileiro” (1968-73) é transformada, em grande parte, em títulos da dívida pública lançados no exterior – *commercial papers, floating rates notes*, entre outros – e em *American Depositary Receipts* (ADR), que são ações das empresas nacionais negociadas nas bolsas de valores nos principais mercados internacionais. (Gremaud, 2002)

Essa mudança no perfil da dívida impôs aos países periféricos, inclusive ao Brasil, a crescente necessidade da desregulamentação do mercado financeiro nacional para possibilitar o ingresso capital financeiro, que à luz do pragmatismo representaram uma alternativa de curto prazo para viabilizar os programas de controle da inflação implantados em grande parte desses países.

Portanto, a nova ordem econômica mundial vem representada por um conjunto de importantes características que diferenciam o passado da contemporaneidade. Em resumo, podemos citar como pontos dignos de destaque, na atualidade, i) a intensificação na formação dos Blocos Econômicos; ii) os avanços na tecnologia da informação; iii) a abertura da conta financeira com transformação da maior parte da dívida externa dos países em desenvolvimento em dívida interna; iv) o papel estratégico das multinacionais na intensificação das relações comerciais e, também, v) como fonte originária de grande parte dos recursos financeiros que navegam em frações de segundos por diversos mercados, em busca de ganhos rápidos e elevados, consubstanciando numa nova etapa do sistema capitalista denominada de Globalização Financeira.

3. A POLÍTICA MONETÁRIA, CAMBIAL E MOVIMENTO DE CAPITAIS

Este capítulo tem como objetivo principal analisar o modelo de reinserção do Brasil ao crédito internacional. Para isso verificar o papel da livre mobilidade de capitais no âmbito mundial e a abertura financeira com elevadas taxas de juros, praticadas em nosso país, como variáveis importantes para possibilitar a aquisição de dólares via mercado de capitais. Com efeito, a política econômica nacional volta-se para este intento com a adoção de política monetária e cambial objetivando o ingresso de capital especulativo, peça-chave ao programa de controle da inflação, pois, as reservas internacionais, necessárias para estabelecer a âncora cambial da moeda nacional serão constituídas, principalmente, por dólares atraídos pelas elevadas taxas de juros.

Observamos que o novo paradigma de captação de dólares não serviu para promover o crescimento da economia e, sim, para contornar os históricos e elevados índices inflacionários. Há uma situação paradoxal entre o discurso da estabilidade dos preços com ações que pudessem estabelecer o aquecimento dos setores produtivos do país.

Para estudo do tema dividimos inicialmente este capítulo em quatro tópicos: o primeiro verifica a contribuição da tecnologia da informação para o aquecimento dos movimentos de capitais e sua extrema volatilidade.

Os tópicos II e III representam a discussão sobre a política monetária e cambial, sendo analisado o papel da taxa de juros e flexibilização do mercado financeiro nacional e do câmbio, como fatores-chave à reinserção do Brasil ao crédito internacional, cuja meta interna é o controle da inflação com evidências do desvinculamento da estabilidade dos preços com os propósitos da promoção do crescimento da economia.

No último tópico apresentamos as considerações finais, destacando que a linha de captação de dólares via mercado de capitais na década de 90, representa o reingresso do Brasil ao crédito internacional e, conseqüentemente, a eclosão do novo modelo de dependência externa brasileira.

3.1. Tecnologia da Informação e os Movimentos de Capitais

A discussão no Brasil, na década de 90, passa em grande parte pelo “Consenso de Washington”. Sustenta-se no binômio: mobilidade de capitais e flexibilidade cambial. Representa um conjunto de reformas apresentadas pelo economista inglês John Williamson, que apresenta, como meta principal de um país, a estabilização da economia. Contrapondo-se ao modelo de “substituição de importações”, praticado com vigor em décadas anteriores. (Benecke e Nascimento, 2003)

Sobre o novo paradigma respaldado no capitalismo financeiro, Carneiro (1999) destaca a assimetria entre o capitalismo produtivo e o financeiro. O princípio de acumulação da riqueza transforma-se significativamente de um sistema produtivo de geração de bens de consumo e capital para um de “capital fictício”, cuja renda deriva-se do sucesso das aplicações financeiras: *“Essa é uma inovação produzida pela liberação financeira através da consolidação das finanças de mercado e resulta do aprofundamento dos mercados de ativos intangíveis, dando-lhes maior liquidez e reduzindo o risco de mercado, permitindo que se tornem objetos de acumulação”* (1999, p.59).

Para Vasconcellos (1997), o abstrato produto pertencente à *new economics* está sendo popularizado no oscilante comportamento dos indicadores do Ibovespa, Dow Jones, Nasdaq entre outros, dando a sensação que os estados-nações são tão frágeis quanto o são as aplicações nas bolsas de valores. O fenômeno simboliza aspectos importantes da internacionalização financeira, representando a *“passagem do capital industrial para o capitalismo vídeofinanceiro, em que o moderno money maker especulativo prepondera sob o ‘arcaico’ capitalismo laborioso e produtivo”* (1997, p.43)

Essa agenda alicerça-se no conjunto de reformas institucionais que impactam sobremaneira na economia dos países da América Latina, cuja revisão está sendo proposta com grande fôlego nas academias. Trataremos dessas reformas, sendo a principal o controle nos movimentos de capitais financeiros, em capítulos posteriores.

A Globalização Financeira, terminologia utilizada para caracterizar a acentuada mobilidade de capital financeiro, depende de uma cadeia de infra-estrutura informacional que possibilita as interligações *just in time* entre as diversas regiões do globo. Apresentam-se como setores estratégicos o avanço na informática (supercomputadores; microcomputadores; PCs e software) e

nas telecomunicações (satélites; equipamentos de telecomunicação; comunicação ótica e redes de cabos transoceânicos interligando os continentes). A tecnologia de informação possibilita as interligações entre as principais bolsas de valores. Ordens de compra e venda de ativos financeiros acontecem numa velocidade sem precedente histórico. Portanto, a liberalização dos mercados locais associadas aos movimentos de capitais que “navegam” pelas *inforvias*, capazes de transmitir todo tipo de informações, desde notícias políticas como guerras e golpes de Estado, passando pela tradicional avaliação financeira e patrimonial das empresas até a divulgação de expectativas em relação à real condição de solvência de determinados países em relação a seus títulos. (Lastres e Albagli, 1999)

Portanto, o avanço da tecnologia da informação e de processamento de dados cumpre papel estratégico, ao possibilitar o surgimento de uma política econômica-financeira global. (Carciente, 2003)

Os impactos são sentidos direta e indiretamente por todas as nações, independentemente do grau de desenvolvimento de suas economias. O que na verdade pode-se diferenciar é o *gap* entre economias periféricas e centrais, cujos movimentos abruptos de capital podem trazer resultados catastróficos para países com maior dependência desses recursos.

A fragilidade de algumas nações deve-se, em grande parte, ao processo denominado de “*securitização*”, esse permitiu a conversão de empréstimos bancários e outros ativos em Títulos da Dívida Pública (*securities*, em inglês). Portanto, a tecnologia da informação possibilitou uma maior dinâmica na transformação do montante da dívida externa em interna, com a opção dos credores internacionais concentrando-se, principalmente, na aquisição de Títulos de maturação em curto prazo. As negociações “*just in time*” com permissão para qualquer momento ocorrer a repatriação desses investimentos, é um forte indicador para compreender por que os países periféricos sofrem com as crises internacionais, pois os investidores trocam os Títulos por dólares e seguem para nações com mercado mais desenvolvidos, essa fuga é devastadora já que o mercado financeiro está interligado, permitindo que as decisões tomadas por alguns investidores espalhem-se rapidamente por todos os Continentes.

3.2. Taxa de Juros e o Movimento de Capitais

A Teoria Econômica nos mostra claramente os impactos nocivos de elevadas taxas de juros no nível do produto da economia. Para Blanchard (2001), na análise da demanda agregada, o investimento depende da produção e da taxa de juros, sendo que o aumento dos juros reduz o nível de investimento na economia. Assim, a deterioração nos investimentos acarreta a redução da produção, contraindo ainda mais o consumo e o investimento. Esse efeito dominó é bastante claro quando verificamos a dinâmica econômica de qualquer país que possui altas taxas de juros, entre eles o Brasil. Evidentemente, há outros impactos maléficos ressentidos no aumento da dívida pública em relação ao PIB.

A elevação dos juros conduz à inusitada desconfiança dos investidores estrangeiros na capacidade de pagamento do país, estimulando a troca de títulos por dinheiro e a conseqüente evasão de divisas devido à conotação do risco ampliado neste mercado⁵. Com isso, a cotação do dólar sobe, provocando o aumento de custos pelos insumos importados, pressionando os indicadores de inflação.

Tal fato amplia-se num constante ciclo de subida exagerada dos juros. A dívida do setor público sobe desmedidamente em relação ao PIB, deteriorando a relação dívida/PIB. A Tabela 3.2.1 apresenta o alto grau de endividamento do setor público brasileiro na década de 90.

Tabela 3.2.1 - Razão da Dívida Líquida Total do Setor Público/PIB -%
Brasil

ANO	RAZÃO
1990	36,7
1991	39,9
1992	38,2
1993	32,8
1994	28,5
1995	31,6
1996	33,3
1997	34,5
1998	42,4
1999	46,9
2000	49,5

Fonte: Banco Central do Brasil

⁵ O risco de se investir no país estão sendo avaliados pelas *Credit Rating Agencies* cuja função é montar parâmetros para classificação dos riscos.

O aumento da dívida pública no Brasil decorrente do aumento dos juros é incontestável. Porém, a reinserção do Brasil no crédito internacional dependeu do grau de liberalização e do prêmio estabelecido para atrair e manter significativo volume de capital volátil⁶ em nosso mercado. Assim como um conjunto de medidas consubstanciadas nas privatizações⁷ e, principalmente, na abertura do mercado bancário, que permitiu investimentos estrangeiros na aquisição de instituições financeiras nacionais⁸.

O déficit externo, acentuado como o aumento dos juros, cumpriu papel fundamental no fechamento das contas externas e na manutenção do controle da inflação: “*A disponibilidade internacional de recursos à época e a rentabilidade assegurada ao capital externo garantiram o financiamento do balanço de pagamentos e mantiveram a estabilidade cambial até o início de 1999.*” (Lopreato, 2002, p.290) Portanto, a escalada dos juros serviu para atrair investimentos de curto prazo, diminuir o nível de atividade econômica e controlar o câmbio como prerrogativas essenciais à eliminação das pressões inflacionárias.

Ainda sobre a estabilidade cambial em níveis aceitáveis para coibir ataques especulativos, Lopreato (2002) salienta a conjugação entre juros atraentes com títulos públicos indexados ao dólar, uma vez que “*nos momentos de stress do mercado financeiro internacional, o governo foi forçado a manter os juros elevados e usar os títulos indexados ao câmbio como hedge ao capital privado diante das condições de risco.*” (2002, p.291)

O espectro do risco só encontra amparo no mercado norte-americano, servindo de ancoradouro às desventuras do capital financeiro. Os papéis do tesouro americano garantem a rentabilidade e liquidez dos investidores no momento de turbulência nos mercados dos países periféricos. (Cintra, 2000) Neste caso, o *Federal Bank* não necessita adotar a política de juros elevados, pois os Estados Unidos representam um mercado com baixíssimo risco aos investidores.

A abertura financeira propalada na década de 90 e a desburocratização consubstanciada nas emissões de *securities*, com liberação estrangeira de *portfólio* no mercado de capitais brasileiro e a benevolente legislação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) que eliminava a exigência de autorização do Banco Central para qualquer tipo de captação de recursos, passando de

⁶ Utilizaremos as terminologias: capital volátil, capital especulativo, capital de curto prazo e *hot money* como sinônimos.

⁷ “*As privatizações fizeram parte do rol de ativos usados na atração do capital externo e atuaram como elementos da equação patrimonial empregada no pagamento da dívida pública*” (Lopreato, 2002, p.298)

⁸ Para estudo mais aprofundado dos efeitos da internacionalização do sistema bancário brasileiro na década de 90, ver Freitas e Prates (2001).

“autorizativo” para “declaratório” não seriam suficientes, ainda, para atrair dólares das economias centrais (Freitas e Prates, 2002). A flexibilização cambial e a garantia de ganhos reais seriam variáveis fundamentais à definitiva integração passiva do Brasil ao crédito internacional.

Por outro lado, o motivo da constante elevação dos juros foi apresentado por Ferrari-Filho (2001) através de uma correlação entre o crescimento do PIB e a queda da inflação em 1995.

Tabela 3.2.2 - Inflação e PIB no Brasil na Década de 90

PERÍODO	Índice IGP-DI/FGV	PIB
1990	1.476,7	(4,3)
1991	480,2	1,0
1992	1.157,8	(0,5)
1993	2.708,2	4,9
1994	1.093,9	5,8
jan/jun – 94	763,2	
jul/dez – 94	38,1	
1995	14,8	4,2
1996	9,3	2,7
1997	7,5	3,6
1998	1,7	(0,1)
1999	19,9	0,8

Fonte: Banco Central do Brasil e FGV

O crescimento da economia de 5,8% com a brusca queda nos índices de preços a partir do 2º semestre de 1994 e o bom desempenho da economia em 1995 com taxa de crescimento do PIB de 4,2% com uma inflação de 14,8% provocou uma pressão pela “monetarização”. O caminho foi política monetária contracionista com o aumento do depósito compulsório e a conseqüente elevação dos juros básicos da economia, originando, conforme já assinalamos, um influxo de capital externo.

Diante do competitivo mercado financeiro com diversas praças procurando atrair capitais, uma nação que não se enquadre nos parâmetros organizacionais e de extrema solvência como é o caso dos mercados europeus e norte-americanos, teria que possibilitar, como condição favorável à vantagem competitiva, ganhos reais em seus papéis. Concorrer com nações com histórica estabilidade econômica e política, ficaria muito difícil senão pelo paradoxal aumento dos juros. *“A conseqüência do crescimento da taxa real de juros interna, diferenciando-a, assim, da taxa*

real de juros internacional, foi o ingresso de capital estrangeiro na economia brasileira . . .” (Ferrari-Filho, 2001, p.10)

Neste mesmo sentido Mellagi-Filho e Ishkawa (2000) destacam o papel importante cumprido pela política monetária na década de 90, para atração de capital estrangeiro externo, fomentando um novo modelo de endividamento externo: “*. . .a entrada de capital estrangeiro no país, estimulada pela abertura comercial e de capitais promovida pelo país na década de 90 e pelo fato de as taxas de juros internos serem bem superiores às taxas de juros internacionais, aumentou significadamente a oferta de moeda estrangeira, sem que exigisse o esforço de geração de expressivos superávits comerciais. Na verdade, podemos dizer que o Brasil entrou em novo ciclo de endividamento externo.*” (2000, p.97) Em suma, o novo ciclo de endividamento brasileiro, protagonizado na década de 90, esmerava-se em superávits primários para honrar as despesas com juros da dívida pública.

Podemos sumariamente concluir que a margem de manobra para os países periféricos optarem por outras políticas, que não a de elevação das taxas de juros, é diminuta, pelo menos numa perspectiva de curto e médio prazo, pois a não remuneração satisfatória do capital especulativo traria resultados como em diversos episódios contemporâneos de fuga em massa desses investidores, com ou sem motivos aparentes, baseando-se ou não nos fundamentos econômicos, a volatilidade é extrema e sensível a rumores de qualquer natureza. Na hipótese de Carneiro (1999) se os países emergentes “*fixarem taxas de juros internas abaixo da taxa fixada pelo mercado, não só deixariam de receber capitais como provocariam uma fuga de capitais locais.*” (1999, p.66)

Tal situação só não ocorreria se o país não tivesse necessidade de obter tais capitais. Esse não é o caso do Brasil, pois a política econômica dos anos 90 dependia de estoques de dólares necessários à manutenção do câmbio estável. A decisão de não elevar os juros dependeria de uma revisão da política econômica nacional, direcionada para o controle nos movimentos de capitais, com o crescimento financiado pela elevação dos gastos públicos.

Se bem que haja alguns argumentos econômicos para a prática da elevada taxa *selic* no Brasil, não deixaremos de lado as análises que enfocam exclusivamente os aspectos políticos, como a apresentada pelo professor Munhoz (2002). Na sua avaliação o controle da inflação foi um poderoso instrumento para obtenção de ganhos eleitorais. Qualifica de “suicida” a manobra das autoridades monetárias para manter o capital volátil em forma de reservas internacionais e comenta que “*o mecanismo de atração de capital de curto prazo, altamente especulativo, foi o*

aumento das taxas de juros sobre títulos públicos. . .” Continua Munhoz agora destacando o interesse meramente político: “Os governos da região (América Latina) tinham plena consciência de que praticavam um liberalismo suicida; mas o objetivo era a erradicação da inflação a qualquer preço, na busca dos ganhos políticos proporcionados pela estabilização monetária.” (2002, p.14,17)

Tabela 3.2.3 - Fluxo Líquido de Capitais Privados para o Brasil (US\$ bilhões)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Investimento Estrangeiro Direto	0,3	0,1	1,9	0,8	2,0	2,8	10,0	15,5	25,2
Portfólio	0,5	3,8	14,5	12,3	51,1	11,7	21,4	10,5	17,5
Empréstimos Bancários e Outros	7,3	- 0,8	- 2,3	- 1,2	- 43,2	18,6	3,8	- 5,5	- 25,4
Total	8,1	3,1	14,1	12,0	10,0	33,1	35,2	20,5	17,1

Fonte: Banco Central do Brasil

As informações contidas na tabela 3.2.3 mostram a reinserção do Brasil no crédito internacional, mudando o perfil de captação de dólares via bancos pelo modelo via mercado de capitais pela formação de portfólio nos capitais de curto prazo.

No próximo item, iremos expor com um pouco mais de detalhe o papel do câmbio na dinâmica do capitalismo financeiro para os países em vias de desenvolvimento, mais especificamente, o caso brasileiro.

3.3. A Política Cambial do Brasil na Década de 90

Para adequar-se ao “Consenso de Washington” o Brasil necessitava ainda promover uma política cambial mais flexível, permitindo que o jogo entre a oferta e demanda de divisas estabelecesse a taxa de câmbio “ideal”.

Cabe destacar que ao longo da década de 90 foram adotados diferentes regimes cambiais, ora com maior intervenção, ora com maior liberdade. Na 1ª etapa, iniciada em 1994, optou-se por uma política flexível com interferência do Banco Central nos momentos em que a moeda nacional se igualasse ao dólar. Na 2ª etapa, executada até junho de 1995, adotou-se o regime de bandas cambiais, com administração do câmbio em limites mínimos e máximos. A 3ª etapa, iniciada em junho de 1995, foi marcada pelo monitoramento do Banco Central, sendo instituído

o sistema de *intradanda*. A autoridade monetária estabelecia previamente o *spread* que os bancos poderiam obter com a compra e venda de divisas. (Kenssel, 1998)

Pode-se observar, nas três etapas supracitadas, a determinação muito forte do Banco Central em manter o câmbio dentro dos parâmetros condizentes com a preservação da estabilidade dos preços internos. Não obstante, as constantes crises internacionais – entre outras a do sudeste asiático e da Rússia – exigiram do governo rigorosas intervenções no mercado de câmbio, com sucessíveis leilões de divisas para manter apreciada a moeda nacional.

Tal política só será abandonada em janeiro de 1999, quando as autoridades monetárias, não podendo manter sob controle um estoque de dólares apenas pelo pretexto da elevação dos juros, põe em prática a liberação cambial, permitindo a desvalorização da moeda nacional⁹.

Apesar dos riscos que a política de controle da inflação sofreria com a possibilidade de maxidesvalorização e com a conseqüente elevação dos preços de insumos importados, numa visão do conjunto os pontos positivos sobressaíram-se aos negativos. Neste aspecto, os índices de preços não majoraram a níveis que caracterizassem a derrocada do programa de combate à inflação.

O objetivo da flexibilidade foi estabelecer uma maior segurança e credibilidade aos investidores internacionais, para sentirem nesta atitude do governo a clara sinalização do compromisso em manter as condições favoráveis aos ganhos com as aplicações em ativos brasileiros.

Isso posto, o que levou o governo a não liberar o câmbio em outros momentos? A insegurança encontra-se fundamentada na Teoria Econômica. A desvalorização da moeda nacional reflete-se na oferta de moeda: troca-se mais moeda nacional por dólares; eleva-se os preços dos produtos importados em relação à moeda nacional e, também, acentuam-se os encargos da dívida externa. Todos esses acontecimentos refletem-se no inusitado aumento de preços locais. (Blanchard, 2001) Importante salientar que aqui estamos considerando um cenário de uma economia aberta com câmbio flutuante.

Analogamente, à luz da Teoria, no câmbio fixo com livre mobilidade de capitais a política monetária perde sua função, a taxa de juros nacional dependerá da praticada em outras nações. Como as autoridades monetárias não podem permitir as oscilações cambiais, uma maior oferta

⁹ Conforme comunicado nº 6.565 de 18 de janeiro de 1999 do Banco Central do Brasil: “A partir de hoje, segunda-feira, 18/01/99, o Banco Central do Brasil deixará que o mercado interbancário (segmento livre e flutuante) defina a taxa de câmbio.” O Banco Central só iria interferir em casos extremos, quando o câmbio caísse desmedidamente.

monetária, por exemplo, tem o objetivo de conter a taxa de juros para evitar um maior influxo de capitais externos, evitando a valorização da moeda nacional. Destarte, a política monetária servirá para anular as variações do câmbio.

Sendo assim, a flexibilidade cambial proporcionaria ao país a possibilidade do controle de sua política monetária, mas, é totalmente inconsistente com a mobilidade de capitais. Neste caso estamos dirigindo numa crítica ao modelo Mundell-Fleming¹⁰ com uma importante ressalva: para se ter autonomia dos países periféricos nas políticas monetárias, deverá ser estabelecido um controle nos movimentos de capitais.

A mobilidade de capitais pode provocar abruptas mudanças no câmbio, com maxidesvalorizações, colocando em cheque qualquer programa de estabilização, *“associado às oscilações bruscas e intensas da taxa de câmbio ao sabor do movimento instável dos fluxos de capitais, que pode afetar negativamente essas economias, como no caso da inflação . . .”* (Rodrigues de Paula, 2003, p.63)

O câmbio livre no Brasil a partir de 1999 possibilitou a recuperação das contas externas, com os sucessíveis superávits comerciais, porém na análise de Lopreato, reforçando a fragilidade das economias emergentes em relação à volatilidade dos capitais: *“O câmbio flexível mostrou ter limites na relação com os juros dos papéis emergentes . . . A instabilidade dos fluxos financeiros ampliaram a volatilidade do câmbio e os seus reflexos sobre as expectativas inflacionárias.”* (2002, p.292)

Neste contexto, mesmo com a flutuação do câmbio funcionando através das livres forças do mercado, a instabilidade econômica persistirá, diante da dependência financeira do Brasil, tornando o país vulnerável ao movimento de entrada e saída de divisas e sujeito a severas crises de confiança.

Numa primeira visão parece-nos que o epicentro da discussão encontra-se num grande desafio das nações com menor poder de barganha encontrarem um meio termo entre o câmbio flutuante e certo grau de “controle” dos movimentos de capitais. Há algumas sugestões na pauta de discussão entre diversos atores internacionais para criação de instrumentos capazes de reduzir os impactos negativos provocados pela volatilidade do *hot money*. Entre outras propostas, destaca-se a da criação de um imposto de âmbito internacional sobre o volume de movimentação financeira nos mercados de capitais proposta pelo economista James Tobin (1978-1992). Para

¹⁰ O modelo Mundell-Fleming defende, em suma, a possibilidade da coexistência da tríade: flexibilidade de capitais, taxa de câmbio flutuante e autonomia das autoridades monetárias nacionais.

reduzir o fluxo de capital de curto prazo, foi proposto “...um impuesto (com uma tasa entre 0.25 y 1%) sobre las transacciones en el mercado cambiário, cuyo objetivo es reducir los márgenes de ganancias em estas operaciones, desincentivar los fluxos especulativos y mejorar el monitoreo de los capitales a corto plazo.” (Carciente, 2003, p.39)

Mesmo que os recursos oriundos da “Taxa Tobim” sejam administrados pelo FMI e o Banco Mundial para ajudar os países com crises cambiais, não se coordenam bem com outro importante aspecto: a necessidade desse capital pelos países em desenvolvimento. Esse imposto poderá gerar dólares, mas não resolve o problema da contínua dependência macroeconômica que alguns países possuem em relação a esses recursos. O dinheiro continuaria deslocando-se, possivelmente, para mercados mais estáveis, cabendo aos demais continuar oferecendo taxas de juros reais mais atraentes.

O jogo financeiro dentro de um cenário de controle das ações dos investidores, talvez repercuta mais positivamente, mudando a direção para investimentos diretos ou, pelo menos, reduzindo o grau de volatilidade nas regiões menos desprovidas.

No debate devem aparecer outros mecanismos de controle e não estamos eliminando a possibilidade de sucesso da “Taxa Tobim”; porém no centro irradiador das mudanças atuam decisões de políticas econômicas nacionais, que possam dar origem a novos arranjos econômicos, capazes de gerar diretrizes monetárias e cambiais em consonância com variáveis que possam fomentar um cenário de expectativas macroeconômicas positivas.

3.4. Conclusão sobre a Política Econômica Brasileira nos Anos 90

Incontestavelmente a política econômica implantada no Brasil na década de 90, voltada para o controle da inflação, dependia sobremaneira das reservas internacionais em dólares. Portanto, a nova dinâmica do mercado financeiro internacional, com quantias volumosas dessa moeda – oriundas, principalmente, dos fundos de pensões e dos fundos de investimentos dos países centrais – exigia do Brasil a organização e a liberação do seu sistema financeiro, permitindo maior abertura e flexibilidade. Condições essas básicas para permitir a integração do país na dinâmica do capitalismo financeiro e para absorver uma pequena fatia do capital volátil e arredo por natureza.

Os ditames desse modelo impunham ao Brasil a adoção uma política monetária austera e um câmbio, na medida do possível, livre, desde que não ultrapassasse os parâmetros estabelecidos

para não colocar em risco a estabilidade cambial. Num primeiro momento, a valorização cambial, decorrente do ingresso de capital volátil, elevava a demanda externa, contendo a pressão sobre os preços.

O sucesso dependeria da adoção da política monetária contracionista. A alta das taxas de juros, propiciando ganhos reais, possibilitou o fluxo de recursos para nossa economia, mercê do sucesso de vendas, principalmente, dos títulos da dívida pública brasileira. Os juros passam a desempenhar o papel de protagonista, com a taxa *selic* elevando-se sempre que pairava a ameaça de retirada de dólares. Para saciar o apetite dos investidores financeiros internacionais, dólares seriam trocados por títulos, valorizando a moeda nacional. Só em 1999 que o câmbio é liberado, porém, as autoridades monetárias continuam utilizando os juros para acalmar o mercado cambial e evitar as possíveis maxidesvalorizações, que poriam em xeque o programa de controle da inflação implantado a partir de 1994.

A política monetária recessiva contribuiria para a nociva deterioração dívida pública/PIB, elevando o risco Brasil, com o indefectível séqüito de juros mais altos, menos investimentos produtivos e menos empregos.

Numa perspectiva mais pragmática à luz da Teoria Econômica, os formuladores das políticas econômicas concentram-se no objetivo que se pretende alcançar, a saber, **controle da inflação**. Para tanto foram utilizados todos os instrumentos necessários ao sucesso do objetivo almejado, independente do *custo de oportunidade* do projeto, que foi neste caso a desconstrução de um ambiente favorável ao crescimento, percebido em maior grau pelos agentes econômicos do setor produtivo e pelos trabalhadores. Assim, à guisa de conclusão poderemos considerar que a década de 90, certamente, ficará marcada na história como o período da reinserção do Brasil ao crédito internacional e do rebento do novo modelo de dependência externa.

4. A DINÂMICA POLÍTICA E ECONÔMICA DOS MOVIMENTOS DE CAPITAIS

4.1. A Hegemonia Política do Investidor Financeiro

Para respaldar o movimento do capital especulativo internacional, seria necessária a construção de uma ideologia voltada ao investidor financeiro que estabelecesse um discurso político e econômico em simetria com os interesses, principalmente, dessa categoria.

Nesse caminho, ocorre a formação de políticos e cientistas nacionais que fundamentam a lógica asseverada do mercado atomístico, expandem e enriquecem o sufrágio em torno de interesses condizentes com a dinâmica contemporânea. A existência de uma relação de dependência justifica-se, em grande parte, pelos interesses das políticas econômicas nacionais moldadas para atender fins específicos, como o controle da inflação, que ocorre em alguns países da América Latina e para permitir ganhos estratosféricos aos investidores financeiros nacionais e internacionais.

Na análise do discurso, ponto fundamental deste tópico, a categoria dos Investidores Financeiros Internacionais *apropria-se*¹¹, conjuntamente com grande parte da elite nacional, de “*pontos nodais*” congruentes no sentido da defesa da onipotência e onipresença do inexorável neologismo “*globalizante*” e, no caso mais específico da América latina, da *Estabilidade Econômica*, sendo capazes de mobilizar parte da sociedade civil em prol da abertura comercial e controle dos preços a todo custo.

No afã de colocar nações periféricas no rol dos países com vantagens competitivas, no sagaz mercado global e desregulamentado, foi necessário adotar medidas capazes de conciliar interesses políticos e econômicos para diversos atores sociais, com o respaldo científico (ou mesmo empírico) e a aquiescência de intelectuais nacionais e internacionais.

Essas medidas foram, num âmbito nacional, a apropriação mais específica do discurso do controle da inflação, os partidos políticos que defenderam tal “bandeira” colheram os frutos nas urnas, com a legitimação do poder. Da pauta da redemocratização do Brasil constam medidas

¹¹ O sentido aqui empregado é o do *dialogismo bakhtiano* que parte do princípio segundo o qual todo enunciado baseia-se no discurso alheio no intuito de mobilizar a sociedade civil em prol de um discurso, cuja coerência e unanimidade são indispensáveis à construção da força discursiva. “*Abordar a dinâmica da transição sob o plano do discurso é o mesmo que tentar compreender de que maneira são utilizados os processos dos discursos em busca do exercício ou conquista do poder. Dentro de tal perspectiva, o aspecto econômico como mais um argumento entre outras estratégias discursivas.*” (Forget, 1994, p.26)

prementes no setor monetário: a partir de 1986 são instaurados diversos programas com o fito de manter os preços sob controle.

Em 1994, foi lançado o Plano Real, mediante a austeridade das políticas monetária e fiscal associado à abertura comercial com a eliminação de barreiras alfandegárias e à arbitrária e equivocada sobrevalorização cambial. Em seu livro “O Príncipe da Moeda”, Vasconcellos (1997) sugere, a propósito da vinculação do poder político com as peripécias econômicas, a análise do processo eleitoral das últimas décadas “*para perceber que o putsch à brasileira tem invariavelmente oscilado da astúcia do vídeo ao truque da moeda, tal como sucedeu com o Plano Cruzado dos tecnoburocratas de José Sarney, a que se seguiram a façanha do ‘caçador de marajás’ e o recente master plan da moeda real, o cabo eleitoral de Fernando Henrique Cardoso em 1994*” (1997, p.14).

Todavia, não podemos dissociar o interesse da política nacional com o dos atores internacionais (em nosso estudo, especificamente, os Investidores Financeiros) cujo propósito harmoniza-se com as expectativas econômicas de ganhos elevadíssimos de juros de curto prazo realizados nos mercados de capitais, através de proveitosas (ou, se mal utilizadas, catastróficas) aplicações nas Bolsas de Valores. Vultosas somas de dólares são destinadas à aquisição de Títulos da Dívida Pública e para negociar com ações cujas oscilações, entre seu preço de compra e venda (especulação), auferem ganhos ou redundam em perdas para o investidor.

Portanto, a união entre intelectuais nacionais e internacionais dar-se-á pelo entrelaçamento dos interesses da política econômica e eleitoral nacional aos rápidos ganhos possibilitados pela informação *high tech* dos mercados financeiros. A atraente e não inusitada relação solidifica-se em um conjunto de regras explícitas e implícitas à sociedade civil permitindo a supremacia de tais atores sobre a política e a economia.

O abstrato produto respaldado pelos oniscientes intelectuais da *new economics*, é popularizado no comportamento estarrecente dos indicadores do Ibovespa, Dow Jones, Nasdaq entre outros, dando a sensação que os estados-nações são tão frágeis quanto o são as aplicações nas bolsas de valores. O fenômeno simboliza parte da intelectualidade brasileira, absorta nos aspectos da internacionalização, representando a “*passagem do capital industrial para o capitalismo videofinanceiro, em que o moderno moneymaker especulativo prepondera sob o ‘arcaico’ capitalista laborioso e produtivo.*” (Vasconcellos, 1997, p.43)

A categoria do Investidor Financeiro constituiu diversas camadas de intelectuais que lhe dão sustentabilidade, não só pelos aspectos econômicos, mas diante da construção da autoridade

política, cultural e social direcionadas para possibilitar o *consentimento* dos demais atores devido, principalmente, à perplexidade e às incertezas do mundo pós-moderno. Destarte, o discurso da globalização torna-se uma poderosa fonte de hegemonia política para os atores que utilizam-na em proveito próprio, dentre outras a do Investidor Financeiro.

Assim, devemos reconhecer que os intelectuais forjados nessa “realidade” souberam utilizar os componentes da movimentação financeira internacional para estabelecerem sua supremacia, criando um ambiente vulnerável e extremamente propício aos ganhos financeiros.

Para encerramento, Fiori (2003) destaca que os aspectos da “nova ordem econômica mundial” deram a base material e ideológica ao pensamento da elite liberal e do Estado brasileiro: “*No início dos anos 90, a vitória americana na Guerra Fria, a nova utopia da globalização e mais a onda de liquidez internacional criaram as bases materiais e ideológicas da nova virada liberal das elites e do estado brasileiro.*” (2003, p.195)

4.2. O “Consenso de Washington” e o FMI

O modelo econômico implantado nos anos 90 no Brasil passa, necessariamente, pelo conjunto de regras sugeridas aos países periféricos, consagradas nas recomendações do “Consenso de Washington” e pela nova leitura do FMI (Fundo Monetário Internacional) sobre a América Latina, sustentada na justificativa das elevadas taxas de juros, não mais para conter as pressões exercidas na demanda agregada e, sim, para possibilitar o equilíbrio na conta de capital e financeira.

A convergência em torno de um modelo único para o crescimento econômico foi cunhado em novembro de 1989 em Washington no *International Institute for Economy*, com participação de representantes do governo norte-americano, do FMI, do Banco Mundial e de alguns economistas da América Latina.

A crise dos anos 80 com elevado endividamento externo, inflação e um tímido crescimento econômico dos países da América Latina, conduziu a um conjunto de recomendações ligadas a uma linha epistêmica voltada ao liberalismo econômico. A síntese dessas propostas ficou conhecida como “Consenso de Washington”, cujo neologismo foi atribuído ao economista inglês John Williamson.

A estratégia sugerida estava calcada em algumas medidas consideradas essenciais ao crescimento sustentável da América Latina, inicialmente, processou-se num conjunto de regras,

como: a) promoção da abertura comercial para ampliar a competitividade das empresas nacionais, melhorando com isso a produtividade; b) controle da inflação como condição básica ao planejamento econômico e, conseqüentemente, ao estímulo dos investimentos privados na economia; c) redução do tamanho do estado e sua gerência através das privatizações e da redução dos gastos públicos, possibilitando os investimentos estrangeiros necessários à eliminação dos gargalos na oferta industrial e na infra-estrutura e a d) desregulamentação da conta financeira e de um câmbio menos volátil. A previsibilidade dos ganhos possibilitaria um fluxo regular de recursos financeiros para o país, gerando poupança para estimular o crescimento sustentável e constituindo o equilíbrio do balanço de pagamentos. (Belluzzo e Carneiro, 2004)

Para Bresser-Pereira (2003) o enfoque para legitimar o fluxo de capitais financeiros representou o “Segundo Consenso de Washington”. Neste sentido, para obter poupança externa, os governos dos países deveriam fomentar condições de “credibilidade”, para tanto, aceitar as recomendações protocoladas em Washington construiria uma forte relação de confiança dos investidores nos mercados de capitais periféricos.

Outras medidas deveriam ser adotadas, como: a utilização da âncora cambial em simetria com altas taxas de juros reais; a necessidade da abertura da conta de capital e financeira e o diagnóstico de que as nações pobres careciam de poupança interna, havendo portanto a necessidade de poupança externa.

O fracasso do “Consenso de Washington” no Brasil – não ocorrendo o propalado crescimento sustentável – é justificado pelos economistas da linha liberal¹², como um erro na condução da política econômica dos países em vias de desenvolvimento, verificado nas incertezas políticas e no problema na administração da dívida pública, não reconhecendo, portanto, os aspectos especulativo e desestabilizador inerentes ao capital especulativo. Entretanto, Belluzzo e Carneiro (2004) refutam que tal visão escamoteia o verdadeiro equívoco ocorrido devido à irrestrita abertura financeira e, em conseqüência, a valorização cambial e da política fiscal contracionista, ocorrida diante da necessidade da manutenção de superávits primários do setor público.

Outro aspecto importante digno de nota na década de 90, foi a modificação do diagnóstico do FMI (Fundo Monetário Internacional)¹³ em relação às causas do desequilíbrio no balanço de pagamentos. Nos anos 80, acreditava-se que o problema era conjuntural,

¹² Entre outros a equipe econômica do FMI, Krugman (1997) e Obstfeld (1994).

¹³ Para aprofundamento no assunto do papel do FMI na década de 90 ver Carvalho (2003).

direcionando ao excesso de demanda agregada. As políticas expansionistas dos governos, levariam incondicionalmente às pressões inflacionárias internas e, também, à absorção excessiva de renda no exterior, acarretando déficits sucessíveis na conta de transações correntes do balanço de pagamentos. Esse diagnóstico concentrava-se nos países industrializados, cujo receituário do Fundo para contornar os problemas era adotar as ortodoxas políticas econômicas recessivas a fim de conter pressões sobre a demanda agregada.

A partir, principalmente, da década de 90 surgem mudanças significativas no perfil da clientela do Fundo. A queda do sistema de Bretton Woods¹⁴, passando para o regime de câmbio flutuante com implementação de políticas próprias de ajustes do balanço de pagamentos, os países desenvolvidos reduziram significadamente a necessidade do FMI. Com efeito, o Fundo direciona suas ações para os países periféricos, essa alteração no perfil de cliente proporcionou um novo diagnóstico e receituário aos países com dificuldade no fechamento de suas contas externas e de ações necessárias para o crescimento sustentável.

O ponto principal não está mais no saldo na conta corrente do balanço de pagamentos e, sim, na preocupação em manter a credibilidade das nações em desenvolvimento, para conquistar um fluxo regular para a conta de capital e financeira.

Portanto, as crises do balanço de pagamentos não se sustentam no problema da conta de transações correntes, gerados pelo excessivo estímulo à demanda agregada, mas nas intempestivas oscilações nos movimentos de capitais, obrigando os países com mercado de capitais menos evoluídos à prática de juros elevados, como mecanismo de contenção de saída dos recursos financeiros. Porém, para Carvalho (2003) o FMI mostrava limitações para equacionar a volatilidade dos capitais nos países periféricos, com programas econômicos ineficientes para contornar os sérios problemas gerados pela especulação financeira: *“Os modelos (e as políticas resultantes) construídos pelo FMI estavam todos voltados para a conta de transações correntes. A falta de preparo para lidar com o tratamento de crises de liquidez internacional ou fuga de capitais, que teria levado o FMI a propor políticas incompetentes e irresponsáveis aos países atingidos. . .”* (2003, p.12)

¹⁴ Denominação dada a Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas ocorrida em 1944 na New Hampshire nos Estados Unidos. Os acordos assinados por representantes de 44 países resultaram na criação do Fundo Monetário Internacional (FMI) e do Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD). O principal objetivo foi estabilizar a economia e as moedas dos países pós Segunda Grande Guerra.

Cabe destacar que a receita do FMI aos países acometidos pela crise financeira foi a mesma sugerida às nações industrializadas para reduzir o ímpeto da demanda agregada, configurando-se, principalmente, na política monetária e fiscal contracionistas. Portanto, a elevação das taxas de juros não teria mais como justificativas reduzir a demanda por investimentos, mas atrair capitais financeiros.

A influência do FMI nesse contexto, para propor recomendações aos países necessitados de recursos financeiros, não está ligada a sua capacidade de implementar as políticas, mas na tendência de influenciar os investidores internacionais através de relatórios oriundos da monitoração e supervisão das políticas econômicas dos países periféricos. Portanto, o “poder” do FMI está sustentado nos instrumentos de sinalização para o mercado financeiro da conduta de determinado país, podendo, com isso, interferir diretamente nas decisões e nos interesses das políticas econômicas internas.

4.3. Movimento de Capitais, Disciplina Fiscal e os Ataques Especulativos

A livre mobilidade de capitais de curto prazo estabelece o ambiente adequado aos violentos movimentos financeiros nos mercados de capitais, numa tendência de disseminação de crises, ora de excesso de liquidez, ora de falta de divisas, levando as nações com baixa capacidade de implementação de instrumentos de proteção, a sofrerem com os ataques especulativos que redundam, na maioria das vezes, em ganhos estratosféricos aos investidores financeiros.

Neste tópico desenvolveremos, sucintamente, os principais modelos que tentam explicar por quais motivos surgem os ataques especulativos. Quais os condicionantes que levam um grande número de investidores a retirar suas aplicações de determinados mercados, alocando-as em outros. Partimos do princípio que tais oscilações só são possíveis diante da contestável liberdade de capitais praticada por algumas nações, deixando-as vulneráveis às mudanças de expectativas dos investidores internacionais.

Existem três modelos básicos que explicam os ataques especulativos: o de “primeira geração”, cujo formulador foi Paul Krugman (1979), parte do princípio de que os mercados são perfeitos, com informações simétricas. Caso o governo financie seu déficit com emissão de moeda, provocará a expansão da oferta monetária. Antevendo a perda do poder de compra da moeda nacional os agentes a trocam por ativos denominados em moeda estrangeira. Com efeito,

torna-se insustentável a manutenção do câmbio fixo, diante da redução das reservas internacionais e, como consequência, ocorre a maxidesvalorização cambial. Assim, segundo esse modelo, os ataques especulativos são frutos da má gestão da política macroeconômica, provocando a crise cambial.

Outro modelo foi baseado no trabalho de Obstfeld (1994), parte do mesmo princípio do modelo de “primeira geração”, que os ataques especulativos são provenientes dos equívocos na administração das autoridades públicas, porém, acrescenta o componente político. Para o primeiro modelo a desvalorização cambial ocorre inelutavelmente, enquanto o modelo de “segunda geração” acredita na escolha das autoridades monetárias locais em permitir a desvalorização ou não do câmbio, analisando o aspecto do custo/benefício social da sua decisão.

Parte da análise da escolha entre possíveis perdas políticas incorridas se os gestores públicos decidirem liberar o câmbio e dos possíveis benefícios econômicos decorrentes da manutenção do câmbio estável, mesmo tendo a consciência da perda da autonomia da política monetária.

Entretanto, os ataques especulativos notados no Brasil, por exemplo, ao longo da década de 90, estão dissociados dos argumentos teóricos dos modelos de “primeira” e “segunda geração”. O esforço pelo disciplinamento fiscal percebido no corte dos gastos públicos e a tentativa na conquista de superávits primários, estavam calcados na visão que só através do equilíbrio fiscal sustentável seria possível estabelecer um ambiente favorável ao crescimento econômico e manter o país protegido dos ataques especulativos.

A conquista do Superávit Primário Consolidado pelo setor público (receita menos despesas não-financeiras do governo municipal, estadual e federal) significa que o país está cumprindo com o “dever de casa”, o resultado positivo implica na real capacidade em honrar com os pagamentos aos credores internos e externos, sendo um componente importante para possibilitar a sustentabilidade da dívida e restabelecer a credibilidade dos investidores. Assim, reduz a exposição da nação aos ataques especulativos, pois haverá uma tendência de queda nos juros devido à conotação do menor risco.

Dentro dessa perspectiva, a partir de 1993 o Governo brasileiro dá início a um programa de medidas emergenciais, denominada de PAI (Programa de Ação Imediata), que tinha como principal objetivo a redução dos gastos públicos. Para alcançar tal feito foram adotadas as seguintes medidas: a) programa para recuperação da receita tributária do Governo Federal; b) cobrança das dívidas dos estados e municípios com a união; c) controle mais rigoroso sobre os

bancos públicos e d) aperfeiçoamento do programa de privatizações. (Pires-Júnior e Nascimento, 2003)

Além do PAI foi criado em 1995, pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), o Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados, seu objetivo principal era estimular que os estados realizassem um planejamento orçamentário mais eficiente, em troca os estados conquistavam o direito de refinanciar suas dívidas com a união. Nesse caso, cabia aos estados a redução das despesas com pessoal, as privatizações, a elevação das receitas, compromisso com o superávit primário e o controle do endividamento. Os dois programas estabeleceram maior austeridade na administração pública, concretizando-se no dia 04 de maio de 2000 na complexa Lei da Responsabilidade Fiscal (LRF) que introduziu regras na gestão pública, não permitindo, por exemplo, que os governos das três esferas (municipal, estadual e federal) gastassem acima da receita prevista.¹⁵

Tabela 4.3.1 – Brasil: Superávit Primário Consolidado (1994/2000)
Em % PIB – acumulado de 12 meses.

Ano	Resultado Primário
1994	5,21
1995	0,27
1996	-0,09
1997	-0,95
1998	0,01
1999	3,23
2000	3,46

Fonte: Banco Central do Brasil

Entretanto, não excluindo o mérito e a importância da responsabilidade fiscal, a mesma não valida os pressupostos teóricos dos modelos de “primeira” e “segunda geração”, pois mesmo os municípios, estados e o governo federal apresentando entre 1994 a 2000 esforços para promover o superávit médio primário, esses foram incapazes de colocar o Brasil numa posição confortável frente às crises financeiras internacionais. Nem a eliminação do déficit primário em 1998 e a tendência para conquista de novos superávits nos anos subseqüentes – que de fato

¹⁵ Aprovadas em 04 de maio de 2000, as ações básicas da Lei de Responsabilidade Fiscal são: planejamento das receitas e despesas, transparência, preservação do patrimônio público, prevenção de dívidas e controle social. Para leitura do texto na íntegra da Lei de Responsabilidade Fiscal ver www.tce.pr.gov.br/cidadão/leifiscal.asp

vieram acontecer, como demonstrados na tabela 4.3.1 – evitaram o sofrimento do país com a crise cambial que eclodiu no início de 1999, levando o Governo a liberar definitivamente o câmbio e reforçar a política fiscal contracionista.

Seguindo na linha do FMI, em cada crise aumenta-se a pressão por superávits primários, obrigando o Governo a praticar cortes mais severos nas despesas de custeio e de investimento e/ou ampliar a carga tributária, como consequência gera entraves ao crescimento do emprego e da renda.

Os trabalhos mais recentes partem da hipótese de que os mercados não são perfeitos e, portanto, as informações são assimétricas. As abruptas saídas e, assim, os ataques especulativos ocorrem, principalmente, pelas crises na conta financeira. A aversão ao risco coloca os investidores totalmente sensíveis aos rumores, reais ou não, sobre a economia de determinado país. As mudanças de humor podem induzir o comportamento de “manada” ou “contágio”.

O movimento de saída, através do comportamento de “manada”, foi construído a partir de uma comparação alegórica com o estouro da boiada, partindo da idéia que a ação de saída de um grupo de investidores pode disseminar uma reação por outros grupos no mesmo sentido. Como as informações são assimétricas, os investidores baseiam-se em dados mais acessíveis fornecidos através dos rumores, portanto, dirigindo as decisões de alocações em carteira ao efeito “contágio”, preferindo seguir os “boatos” a trabalharem com informações mais precisas. (Oreiro, 2003)

Partindo do modelo de “terceira geração”, levantamos a hipótese de que os ataques especulativos só podem ser contornados pelo estabelecimento de controles de capitais financeiros de curto prazo, cuja liberdade excessiva vulnerabiliza a economia de um país, mesmo quando há disciplina fiscal e controle dos preços, portanto, podendo provocar “. . . uma crise externa de graves consequências sobre as economias dos países nos quais não há restrições ao movimento de entrada e saída de capitais de curto prazo.” (Fernando de Paula, Oreiro, Costa da Silva, 2003, p.70)

Partindo do modelo de “terceira geração”, Curado e Porcile (2004) baseados na experiência da América Latina e, especificamente, do Brasil na década de 90, sugerem um aprofundamento no debate, encaminhando as causas dos ataques especulativos aos desequilíbrios sistemáticos do balanço de transações correntes, fruto da baixa capacidade tecnológica e, conseqüentemente, reduzindo o grau de competitividade. Com efeito, as crises cambiais

originam-se da incapacidade de países com essas características atraírem um fluxo regular de capitais, fomentando um cenário propício aos ataques especulativos.

Em suma, no caso dos países emergentes a lei de mercado não se aplica, por dois motivos básicos: as informações são assimétricas e os investidores optam por informações advindas dos rumores. Assim, países como o Brasil deve escolher ações que limitem a livre mobilidade do capital financeiro, para reduzir a vulnerabilidade do país aos ataques especulativos, pois mesmo com uma gestão política crível condizente com a disciplina fiscal a nação continuará sofrendo com as abruptas saídas de capital de curto prazo.

5. CONTROLE DE CAPITAIS E CRESCIMENTO ECONÔMICO

Há premência no Brasil de uma discussão mais aprofundada do problema da elevada volatilidade cambial, cujo contexto da abertura financeira com a desregulamentação dos mercados de capitais, consubstanciou um novo cenário constituído por uma forte tendência nos países em vias de desenvolvimento, a sofrerem com as inesperadas e nocivas mudanças nos fluxos financeiros internacionais. Essa volatilidade é sentida tanto nos períodos de euforia, caracterizados pela entrada de investimentos em portfólio, quanto nos de pessimismo, representado por saídas violentas.

Alguns países apresentaram grandes dificuldades em contornar a crise sem provocar fortes danos na atividade econômica e no endividamento público. As evidências apresentadas até então mostraram que um dos caminhos para o Brasil proteger-se dessas flutuações, por exemplo, é a utilização da política monetária e fiscal contracionista.

Portanto, nesse capítulo apresentaremos a necessidade de uma mudança de foco: da análise da questão da instabilidade cambial, como problema central da nossa economia, para uma questão anterior que é a da livre mobilidade de capitais como uma das principais causadoras das nossas crises financeiras, sendo epicentro da nossa vulnerabilidade externa e das crises do Balanço de Pagamento, principalmente, na década de 90.

Desenvolveremos, inicialmente, uma reflexão acerca dos desafios à implementação dos controles, em seguida uma análise dos tipos e modalidades de controle de capitais para posteriormente apresentar uma discussão sobre as experiências e efeitos nos países que adotaram certos controles no movimento de capitais, construindo uma ligação com Brasil para verificar algumas alternativas para reduzir as crises cambiais e, conseqüentemente, obter autonomia sobre a taxa de juros, direcionando o país ao legado do crescimento sustentável.

Apesar do foco principal estar concentrado na conquista da autonomia da política monetária à prática de taxa de juros reais mais baixas, há outras vantagens que poderão surgir como conseqüência de tal política, como benefícios observados em outras esferas da economia entre as quais encontra-se a possibilidade da gestão da dívida pública, através da redução do endividamento interno; esterilização das reservas e gestão da balança comercial, evitando apreciações indesejadas em período de afluxo excessivo de capitais voláteis, o que por sua vez

gera uma taxa de câmbio valorizada que dificulta a competitividade de empresas nacionais dentro do contexto da globalização.

Outras vantagens assentam-se sobre a possibilidade de inibir a inflação de custos em períodos de saída de dólares, evitando as máximas valorizações cambiais e, por último, a vantagem em administrar o passivo privado, pois o controle nos movimentos de capitais diminui a exposição de bancos e empresas às crises cambiais que podem inflar o endividamento externo de curto prazo em moeda estrangeira dessas instituições. (Bastos, Biancarelli e Deos, 2004)

Mesmo considerando os defensores da economia de mercado, que exaltam o livre jogo da demanda e oferta para determinação na eficiência das alocações que se pode auferir benefícios socioeconômicos com a plena liberdade, observa-se um forte desenvolvimento de uma linha epistemológica que apresenta uma assimetria entre o livre mercado e a distribuição eficiente dos recursos financeiros. Para Minsky o modelo de livre mercado não se aplica à nova ordem econômica mundial, respaldada no capitalismo financeiro. Segundo ele, a liberalização não leva à eficiência, sendo a intervenção necessária para o propósito do pleno emprego: *“A metáfora de mão invisível que conduz a um resultado benigno não é adequada para uma economia capitalista moderna: a mão invisível dos mercados pode levar a resultados malignos.”* Continua Minsky . . . *“Uma teoria econômica útil necessita demonstrar dois tipos de virtudes: capacidade de identificar instituições e práticas que possam conter ou compensar processos que conduzam comportamentos incoerentes e capacidade de identificar instituições e intervenções que possam induzir a sustentação de posições próximas ao pleno emprego.”* (1996, p.23)

Em países cujo perfil de risco desenvolvido pelas agências internacionais seja negativo em relação à capacidade de pagamento, independentemente dos fundamentos econômicos, essas economias estarão fadadas ao comportamento *“stop-and-go”*¹⁶, pois estarão extremamente sensíveis às crises de credibilidade, ensejadas em fortes fluxos de saída de capital de curto prazo nos momentos de divulgação dos aumentos da pontuação do risco. Inclusive, os episódios de análise positiva¹⁷, marcados pela entrada excessiva de capitais, também são desestabilizadores,

¹⁶ A expressão *stop and go* está sendo utilizada para caracterizar as oscilações dos indicadores do crescimento econômico na década de 90. Essa instabilidade deve-se, principalmente, a sensibilidade da economia brasileira em relação à dependência de capital de curto prazo. Para discussão mais detalhada sobre o assunto ler “Recuperação e Crescimento” de Edgar Antônio Pereira. Política Econômica em Foco. N.3 – jan/abr.2004.

¹⁷ Para as empresas internacionais de análise de risco há uma situação favorável aos investimentos para um determinado país quando esse apresenta, por exemplo, uma menor diferença entre a remuneração do seu título da dívida pública em comparação com a do Tesouro Americano.

haja visto, o aumento das reservas internacionais tende a promover a valorização cambial, com transtornos evidentes no saldo em transações correntes.

A sobrevalorização cambial acarreta a “armadilha do câmbio”, situação verificada no Brasil entre julho de 1994 e dezembro de 1998, período em que elevamos assustadoramente nosso déficit em transações correntes (ver Tabela 5.1.1), além de elevar o desequilíbrio do setor público. Entretanto, o fator mais preocupante está na natureza do capital que optamos por atrair para financiar o déficit em transações correntes, que era em sua maioria capital de curto prazo. Ferrari Filho, Mendonça e Sobreira (2003) enfatizam que a abertura comercial e a sobrevalorização do câmbio resultaram *“em recorrentes e crescentes desequilíbrios do saldo em transações correntes. Esses foram financiados pelo ingresso de capital internacional, predominantemente volátil, atraído pela elevada taxa de juros doméstica. A contrapartida da elevação da taxa de juros foi crescimento da dívida pública, pressionando, assim, o desequilíbrio do setor público.”* (2003, p.186)

Tabela 5.1.1 - Brasil - Saldo do Balanço de Transações Correntes (1994-1999)
Em US\$ Bilhões

Período	Saldo em Transações Correntes
1994	- 1,7
1995	- 18,0
1996	- 23,1
1997	- 30,9
1998	- 33,6
1999	- 24,4

Fonte: Banco Central do Brasil

Outro fator importante digno de destaque na década de 90 foi o Plano de Metas de Inflação. São os índices de inflação mínimo e máximo permitidos, estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional e executados pelo Banco Central que com rigor utilizou a política monetária contracionista, elevando os juros, nos momentos de saída para cima da meta estabelecida, independente do constrangimento que tal atitude provocasse nos indicadores de crescimento econômico. Portanto, vale destacar que no programa de metas de inflação há perda também, na

autonomia da política monetária, pois essa deve cingir-se à manutenção dentro dos parâmetros pré-estabelecidos das metas de inflação.

“A política monetária passa a ter um único objetivo, alcançar a meta inflacionária determinada. Assim, os dirigentes do Banco Central não devem se preocupar com o desempenho de outras variáveis macroeconômicas. Por exemplo, o desemprego e o produto da economia somente se tornariam objetos de análise se estivessem dificultando a realização da meta de inflação, que é alvo exclusivo do Banco Central.” (Carvalho *et al.*, 2000, p.227)

A literatura apresenta alguns exemplos de sucesso na implementação do plano de metas de inflação: Nova Zelândia em 1990, Canadá em 1991, Reino Unido em 1992, na Suécia, Finlândia e Austrália em 1993 e, em 1994, na Espanha. (Carvalho *et al.*, 2000) Porém, os exemplos bem-sucedidos em países centrais não evidenciam a possibilidade de igual êxito para países periféricos, como no caso do Brasil, pois, o capital de curto prazo é bem mais arredo nas economias em vias de desenvolvimento, em comparação com os países da tríade. Assim, a falta de controle do movimento de capitais, direciona a política monetária, nas situações de crises, para elevação da taxa de juros.

Dentro deste contexto, para reduzir o grau de vulnerabilidade e criar um ambiente satisfatório para a promoção do crescimento da nossa economia, levantamos a hipótese da necessidade do controle mais efetivo sobre a conta de movimento de capitais e financeira.

Para evitar os efeitos colaterais observados nas crises de confiança, a sugestão do controle de capitais seletivo que incide claramente sobre os capitais financeiros de curto prazo, deixando bem entendido que o objetivo não é promover a moratória, nem o calote, mas ampliar a capacidade de pagamento do Brasil, por permitir que o mesmo assuma seus compromissos financeiros dentro de prazos de maturação aceitáveis nas aplicações financeiras, sendo desnecessário apelar, a curto prazo, às elevadas taxas de juros. Nesse sentido, o Brasil poderá adquirir uma progressiva e estável credibilidade dos investidores externos sobre as autoridades monetárias nacionais.

Por outro lado, apesar das obrigações contraídas, por exemplo, com os investimentos diretos com pressões de saída de divisas via remessas de lucros das multinacionais, esses movimentos não apresentam evidências de proporcionar ataques especulativos. A fragilidade externa consubstanciada na década de 90 recai sobre as fortes oscilações na conta de portfólio.

É importante destacar que mesmo o Brasil seguindo os pressupostos do “Consenso de Washington”, com a livre mobilidade de capitais em conjunto com o câmbio flutuante, não tem

assegurada a isenção aos ataques especulativos. Para Ferrari Filho, Mendonça e Sobreira (2003) seguir as regras e cumprir com o dever de casa, não garantem o sucesso: *“A implementação de regime de livre flutuação e ampla mobilidade de capitais, mesmo apoiada por uma política econômica responsável ou crível – no sentido definido no Consenso de Washington – torna os países emergentes reféns dos humores e da lógica curto-prazista de acumulação destes capitais.”* (2003, p.173)

O objetivo principal deste capítulo é apresentar os tipos, modalidades e experiências de controle de capitais, entretanto, discutiremos outros aspectos importantes que devem ser adotados em conjunto, estando cômicos da necessidade de medidas para sustentar o objetivo da política econômica direcionada ao intento do crescimento econômico.

Podemos destacar, entre outras: a) a política de estímulo ao comércio externo para a geração de exportações líquidas, b) política industrial, c) adoção de políticas comerciais com implementação de tarifas seletivas que favoreçam a aquisição de bens de capital e dificulte a compra de bens de consumo. (Ferrari Filho, Mendonça e Sobreira, 2003)

Outro ponto destacado é a mudança no curto prazo da necessidade em ampliar a capacidade de investimento do setor público com ênfase em infra-estrutura econômica e social, energia elétrica, saneamento e equipamentos urbanos. A esse conjunto de medidas soma-se o aumento do crédito com redução das exigências e garantias¹⁸. (Beluzzo e Carneiro, 2004)

O consumo das famílias é outra variável fundamental para o estímulo do crescimento econômico sustentado. Entretanto, a política de juros altos praticados na economia brasileira afetou negativamente o orçamento das famílias. Como a propensão marginal ao consumo do trabalhador é maior que a do rentista, particularmente de bens de consumo não-duráveis e semiduráveis, explica-se em parte o baixo dinamismo desses setores na economia brasileira nos anos 90. Portanto, a queda da taxa de juros é fundamental para recuperação mais acelerada da demanda agregada em relação ao consumo das famílias. (Ferreira, 2004)

Para a orientação econômica conservadora, em vigor no Brasil, os juros elevados cumprem papel estratégico à manutenção do controle dos preços, o que seria a pré-condição para estabelecer o crescimento econômico.

¹⁸ Para Biasoto Júnior os bancos de fomento estão funcionando com a mesma ótica dos bancos privados, o que dificulta a liberação de crédito para o crescimento da economia: *“A ótica de negócios (das instituições de crédito oficial) passou a prevalecer sobre a identificação de ações de fomento e de interesse governamental. Deste modo, a análise de créditos e abordagem sobre os negócios bancários passou a ser plenamente aderente à ótica privada, eliminando o poder de alavancagem que estas instituições tiveram em outros momentos da história.”* (2004, p.80)

Tabela 5.1.2 – Países Selecionados:
Taxas de Inflação e Crescimento Econômico / 1985-2001*

Países	Inflação (%)	PIB (%)
Coréia	5,0	7,0
China	8,2	9,7
Índia	8,4	5,7
México	37,0	2,7
Cingapura	1,5	6,8
Brasil	606,3	2,7

Fonte: Meirelles (2003)

* Variação média anual no período

A Tabela 5.1.2 é uma tentativa de validar os argumentos econômicos utilizados por Meirelles (2003) para demonstrar que a disciplina dos preços faz-se necessária para promoção do crescimento econômico. Assim, os dois países que apresentaram as maiores taxas de inflação média no período entre 1985 a 2001, Brasil e México, amargaram as piores variações do PIB - 2,7%. Porém, a contradição é estabelecida quando os instrumentos para manter os preços sobre controle no Brasil são justamente os principais inibidores do crescimento econômico: taxas de juros elevadas e redução dos investimentos públicos.

O atual Presidente do Banco Central do Brasil, aponta como principais condicionantes do crescimento algumas das tradicionais variáveis como educação, produtividade, poupança e investimento e inclui dois componentes dentro da ótica do “Consenso de Washington” que são a conotação do “Risco País” baixo e estabilidade macroeconômica — neste caso estende por estabilidade o controle da inflação.

Também são apresentadas pelo Henrique Meirelles as três formas de se combater a inflação: i) controlar a taxa de câmbio; ii) controlar os agregados monetários e iii) utilizar a taxa de juros elevada. No entanto, argumenta que há ineficiência nas duas primeiras formas. O controle do câmbio é improdutivo num cenário de crises cambiais internacionais e aponta o caso brasileiro entre 1995 e 1998. Em relação ao controle de capitais, comenta que não é utilizado pela maioria dos Bancos Centrais diante da instabilidade da demanda por agregados monetários. Assim, chega a comparar os controles com as frustradas políticas heterodoxas como tabelamento

de preços, confiscos e tablitas. E, finalmente, defende a política dos juros altos como melhor alternativa para controlar a subida dos preços.

Segundo Meirelles, baseado em séries trimestrais de modelos econométricos de pequena e de média escala, a elevação da taxa *selic* implica na redução do IPCA (Índice de Preço ao Consumidor Ampliado) no futuro. Destaca ainda que tais modelos comprovam efeito declinante sobre o nível de atividade produtiva, porém, com impacto “positivo” sobre a inflação.

Conclui Meirelles, defensor da política monetária contracionista, os juros são elevados no Brasil devido aos casos históricos de rompimentos de contratos, por só recentemente ter obtido superávits primários, diante da trajetória desfavorável dívida pública/PIB e por apresentar ainda uma economia bastante fechada. Portanto, só será possível reduzir os juros quando baixarmos o risco país e estabelecer o superávit primário sustentável.

Beluzzo e Carneiro (2004), ao contrário, deixam claro que a instabilidade cambial e da taxa de juros representam gargalos ao crescimento sustentável. A exposição da economia brasileira aos “choques externos” induz ao processo *stop and go*, afetando de forma negativa as decisões de investimentos privados, pois a insegurança da economia brasileira eleva o grau de risco analisado pelos empresários, cuja consequência é a redução da propensão marginal a investir, elevando o índice de precarização social e econômica.

O financiamento externo, quase que exclusivamente, por investimento em capitais de curto prazo e *portfólio* contribui para a fragilização da economia real diante das oscilações financeiras no mercado de capitais. A ampliação das reservas internacionais, principalmente, provenientes dos saldos comerciais pode contribuir para uma inserção menos vulnerável, pois um estoque de dólares de perfil de médio e longo prazo reduz a vulnerabilidade mesmo quando adotado o regime extremo de *currency board*, já que os níveis de reservas estarão menos suscetíveis comparando aos movimentos em carteira dos investidores internacionais.

Entretanto, num contexto cujo financiamento externo ocorre por intermédio da absorção via conta financeira, como ocorre em alguns países periféricos, indica-se o controle dos movimentos de capitais como forma de permitir uma maior autonomia da política monetária: “As experiências de desenvolvimento exitoso na periferia capitalista indicam que o controle sobre o fluxo de capitais exercido na direção de estabilizar a taxa de câmbio e permitir uma maior autonomia na fixação da taxa de juros constitui uma condição necessária para o crescimento econômico.” (Beluzzo e Carneiro, 2004, p.07)

Após apresentar sucintamente alguns aspectos associados à retomada do crescimento econômico, voltamos ao problema central da nossa pesquisa, pois a discussão não se sustenta na natureza do câmbio. Em qualquer modalidade – fixo, flutuante ou semifixo – perde-se a autonomia da política monetária restringindo a margem de manobra do país, limitando o Banco Central às ações que minimizem os impactos das crises financeiras internacionais provocadas pelos efeitos contágio e manada.

Como veremos no tópico 5.4, que tanto no câmbio fixo (no regime de âncora cambial)) como no flutuante (estabelecido no regime de metas de inflação) as autoridades monetárias restringem sua margem de manobra, pois o Banco Central perderá a capacidade de implementar a política monetária expansionista direcionada ao crescimento da produção.

O escopo à manutenção de ambos regimes são as reservas internacionais em dólares, que por sua vez são atraídas, em sua maioria, pela i) remuneração no curto prazo, ii) pela plena mobilidade e iii) pelas elevadas taxas de juros reais. A conjugação dessas três variáveis estabelece o circuito financeiro da volatilidade, pois, racionalmente os investidores financeiros tenderão a praticar o ataque especulativo, com fortes tendências a orquestrarem movimentos de saída, tendo a compreensão que a atitude do Banco Central será a ampliação dos ganhos, pela subida dos juros. Para Tobin esse círculo financeiro está ligado diretamente à livre mobilidade do capital financeiro, independente da taxa de câmbio, pois *“o problema básico hoje não é o regime cambial, se fixo ou flutuante. O debate sobre regimes obscurece o problema essencial, que é a excessiva mobilidade internacional . . . do capital financeiro privado.”*

(Tobin *Apud* Fernando de Paula, Oreiro, Costa da Silva, 2003, p.68)

As evidências apresentadas pela literatura em relação a alguns países, sugerem que só através de controles mais efetivos sobre a entrada e saída de capitais dos investimentos em portfólio é que se poderá obter maior autonomia da política monetária e direcioná-la para o propósito do crescimento econômico. Assim *“ . . . controles de capitais podem servir para vários propósitos, seja isolar em algum grau uma dada economia de contágio externos, e permitir a adoção de políticas econômicas mais autônomas, seja para permitir a dedução da vulnerabilidade externa, evitando, por exemplo, uma sobrevalorização excessiva da moeda nacional e a predominância de capitais de curto prazo na composição dos capitais externos que entra no país . . . ”* (Rodrigues de Paula, 2003, p.04)

O controle de capitais além de possibilitar maior autonomia na condução da política monetária, reduz, também, a exposição dos agentes econômicos às crises de liquidez:

“...controle de capitais de curto prazo tende a alongar o passivo externo e reduzir a exposição de governo, bancos e empresas ao risco cambial ou a ‘credit crunch’ abrupto durante crises de liquidez.” (Bastos, Biancareli, Deos, 2004, p.06)

Na intenção em dirimir qualquer dúvida é interessante deixar clara a diferença entre controle dos movimentos de capitais e controle cambial. Este último é voltado para o resultado nas transações correntes, joga com as variações cambiais para interferir nos resultados comerciais. Neste caso, há dois objetivos: o primeiro, para alcançar superávits comerciais o Banco Central poderá manipular o câmbio, desvalorizando-o para com isso estimular as exportações. O segundo, o Banco Central pode promover a valorização cambial, permitindo a aproximação do real ao dólar o suficiente para estimular as importações, cujo resultado comercial tenderá ao déficit.²⁰ Enquanto o **controle de capitais**, foco desta pesquisa, visa interceder na conta de capitais e financeira do Balanço de Pagamentos, principalmente, investimento de portfólio.

5.1. Desafios para Implementação dos Controles de Capitais

Num mundo impregnado pela concepção de desregulamentação, há um consenso entre os defensores da economia de mercado de que a simples menção ao controle em qualquer aspecto poderá, num primeiro momento, repercutir de forma nociva para a escolha de qual mercado onde os investidores aplicarão os recursos financeiros. A expectativa do controle em si será suficiente para propagar um nervosismo que trará grandes prejuízos à economia real, como já apresentado, pois o remédio para acalmar as ações dos inseguros investidores provoca estardalhaços no nível de emprego e renda do país.

De forma geral, os críticos do controle apontam questões, segundo eles, de ordem prática que colocariam em cheque a eficiência do controle, não afastando dos países que adotarem tais procedimentos de represálias de outras nações, das dificuldades em quantificar o imposto necessário sobre a movimentação financeira e de perderem parte significativa dos recursos financeiros internacionais. (Rodrigues de Paula, 2003)

²⁰ O câmbio cumpre um papel importante nas economias dos países periféricos, pois esses com claras dificuldades infra-estruturais praticam a desvalorização cambial como meio para conquistar vantagem competitiva. A valorização cambial também foi utilizada no Brasil para manter a inflação sob controle por propiciar ingresso de insumos importados mais baratos.

Outro aspecto apresentado pelos críticos do controle é a dificuldade de indicar o momento mais adequado para implementar os bloqueios sobre o movimento de capital de curto prazo e argumentam que mesmo após estabelecer o controle não há maiores garantias de que o intento represente a estabilidade financeira do país que o efetivou, pois o sucesso é momentâneo e seguramente a desconfiança gerada a partir de então impossibilitará a alocação de novos recursos para esses países a médio e longo prazo, inclusive aqueles destinados aos investimentos diretos²¹.

Dessa forma, a questão a ser analisada é se os custos de um controle não são superados, de alguma forma, pelos benefícios auferidos. O ponto central passa pela observação da experiência de alguns países da América Latina e, mais especificamente, do Brasil que adotou durante a década de 90 tênues e temporários controles sobre a entrada de capital. Como foi já amplamente verificado que há fortes impactos negativos sobre o nível de bem-estar com a liberalização dos capitais, caberia perfeitamente um estudo mais detalhado sobre a regulação do mercado de capitais, o que incluiria verificar se as mazelas provenientes dessa ação serão inferiores às observados na atualidade. Assim, não afastamos as possibilidades de custos de oportunidades em qualquer das direções, se o controle não garante com segurança a instabilidade a longo prazo, a liberdade não vem demonstrando a tão propalada eficiência alocativa, muito pelo contrário, há uma tendência dos recursos financeiros deslocarem-se para mercados centrais, mesmo quando os fundamentos da economia real apresentam indicadores favoráveis aos retornos dos investimentos.

Isso deve-se em parte ao *custo de aprendizado*, pois os investidores preferem as informações mais baratas provenientes dos “boatos”, mesmo quando elas são distorcidas e as fontes não reconhecidas. Analisar os aspectos econômicos e verificar, através de estudos mais aprofundados, os dados estatísticos e realizar análises de viabilidade requer tempo e, certamente, prolongar decisões não é decididamente o perfil dos investidores internacionais. Esse fato conduz inexoravelmente às chamadas “crises financeiras auto-realizáveis” direcionando as ações dos investidores de forma simétrica no movimento de saída levando às crises cambiais, possibilitando ganhos maiores quando os países acometidos pela crise de credibilidade elevam os retornos em forma de juros para compensar o risco inerente a transação financeira. (Calvo, 2001)

²¹ Para leitura de uma resenha sobre os argumentos dos críticos sobre as desvantagens do controle de capitais ler Fernando de Paula, Oreiro e Costa de Silva (2003).

Num caminho favorável ao controle de capitais Fernando de Paula, Oreiro e Costa da Silva (2003) afirmam que a discussão da eficácia da implementação ou não dos controles de capitais passa por uma ótica “ideológica-econômica”, com argumentos direcionados à exclusão de uma nação dos ganhos da globalização financeira e, também, de uma discussão de ordem técnica, cujo argumento recai sobre a dificuldade de implementar instrumentos de controle que consigam, de alguma forma, inibir os movimentos já que a racionalidade dos investidores tende a buscar mercados menos regulados.

Entretanto, argumentam os autores, que a literatura sobre o assunto vem apresentando alguns casos de sucesso, não comprovando a tão comentada exclusão nem impossibilitando os ganhos por causa de razões técnicas na implementação dos instrumentos de controle. E complementam que na análise do custo-benefício, diante da falta de evidência dos críticos, os benefícios do controle superam os custos: *“No que se refere a esse ponto, deve-se ressaltar que os críticos da adoção de controle de capitais não oferecem nenhuma evidência empírica que comprovasse que os custos da redução da mobilidade de capitais superam os benefícios”* (2003, pp.75,76)

Em suma, os benefícios provenientes do controle dos capitais, como a estabilidade cambial e, conseqüentemente, a possibilidade de autonomia na política monetária, justifica os custos inerentes a tal decisão, pois se os objetivos forem alcançados, mesmo em parte, seria suficiente para superar as contrapartidas já apresentadas. (Rodrigues de Paula, 2003)

5.2. Tipos de Controles de Capitais

O debate em torno de aspectos da liberalização da conta de movimento de capitais nos anos 90 conquistou o *status* dogmático, um sufrágio universal acima de qualquer questionamento digno de destaque. Entretanto, as sucessíveis crises e experiências bem sucedidas de controles possibilitaram o desenvolvimento de fortes críticas contra seu arcabouço teórico, com isso a academia volta a ter autores interessados no estudo de alternativas de políticas que reduzam a mobilidade dos movimentos de capitais.

A crise na Malásia em 1997 e o seu controle sobre o movimento de capitais em 1998, reacendeu o debate. A atitude do governo malaio intensificou as pesquisas sobre o tema, para prospectar instrumentos que possibilitassem a reversão da livre mobilidade dos capitais.

Outras fugas de capital como a da Rússia (1998) e do próprio Brasil no biênio 1998/1999, instigaram a academia à análise de instrumentos de controles que permitissem a redução da exposição das nações aos ataques especulativos. (Carvalho, 2004)

Apesar da crise do México em 1995, que detonou déficits nos balanço de pagamentos de diversas nações, o caso malaio teve uma atenção especial, pois era um dos seguidores do receituário do FMI. Sua atitude em adotar o controle sobre o movimento de capitais, reacendeu uma polêmica superior à gerada no calote da Rússia em 1998. Assim, a experiência malaia ganhou importância por representar a *“quebra do coro dos contentes por parte de um país que era bem considerado pelos mercados internacionais”* . . . E continua Carvalho enfocando a surpresa, por parte dos defensores do livre mercado, a atitude de um dos mais ilustres representantes dos países em franco desenvolvimento e, também, por ser um espécime de sucesso entre os tigres asiáticos, possuidor das características ideais para atração de investimentos e gerador de grandes oportunidades de negócios: *“ . . . a decisão malaia de interromper a liberação pela imposição de rígidos controles de capitais, desafiando o FMI e seus patrocinadores tornou-se, instantaneamente, um tema central de pesquisa neste campo”* (2003, pp.04,05)

Há evidências no caso da Malásia de que o controle de capitais não provocou o desmonte e uma crise superior às impostas pela volatilidade dos movimentos de capitais. Os indícios tendem a reforçar, mesmo de forma incipiente, a hipótese de que a retomada do crescimento econômico na Malásia passou, também, pelo controle exercido sobre os movimentos de capitais. E, verificou-se que esse país continuou recebendo o volume crescente de investimentos financeiros mesmo após a aplicação de controle de entrada e saída de capital de curto prazo.

Existem outras experiências recentes de aplicações de controles de capitais, como é o caso do Chile que discutiremos em tópicos posteriores, assim como, um maior aprofundamento do caso da Malásia. A seguir apresentaremos os diversos tipos e modalidades de controle de capitais de controles existentes.

A literatura oferece dois tipos básicos de controle sobre a mobilidade de capitais²²: o primeiro, incide sobre a **entrada** e o segundo sobre a **saída**. Assim, o primeiro possui uma característica mais preventiva, tentando reduzir o volume de capital volátil para diminuir a propensão à vulnerabilidade externa, esse procedimento é visto como uma ação mais tênue, pois

²² Sobre o assunto tipos de controles de capital ler Carvalho e Sicsú (2002), Rodrigues de Paula (2003) e Bastos, Biancareli e Deos (2004).

o país receptor coloca as quantidades de investimento na conta de portfólio que tem capacidade de assumir, tentando discernir os fluxos financeiros desejáveis dos indesejáveis. Dentre os argumentos favoráveis à utilização de controles à entrada destaca-se aquele destinado a evitar a sobrevalorização cambial geradas nos momentos de euforia com afluxo excessivo de dólares. Já o segundo é adotado comumente em caráter de fuga excessiva de capitais, nos momentos em que os instrumentos de política monetária convencional tornam-se incapazes de conter a fuga dos recursos financeiros. A introdução de controles sobre saída é vista como uma atitude mais polêmica no processo, pois haverá perda de credibilidade.

É importante ressaltar que a adoção de controles à entrada não exclui a possibilidade da prática do controle à saída e vice-versa, portanto não há uma dicotomia entre eles. O grau de gerência sobre um ou outro dependerá da política econômica, do grau de abertura da economia, dos níveis de reservas provenientes dos saldos líquidos positivos de outras contas de transações correntes que possibilitará ao país uma maior margem de manobra, comprometimento da política nacional com interesses externos e não menos importante pelo tamanho e impacto da própria crise provocada pela fuga de capitais financeiros no nível de bem-estar.

Esses controles podem atingir toda a conta de capital e financeira do Balanço de Pagamentos, modalidade conhecida como **extensiva**, ou parte dela, determinando uma conta que sofrerá o controle, assim há uma especificação voltada para aquela que apresenta maior mobilidade, neste caso a conta portfólio. Essa modalidade é conhecida como controle **seletivo**. Apesar do saldo líquido positivo dos investimentos diretos representar o aumento do passivo externo, contraindo obrigações futuras na conta de serviços e renda, a preocupação de alguns países concentra-se na volatilidade da conta de portfólio, o que representou, principalmente para as nações em vias de desenvolvimento, o novo modelo da captação de dólares na década de 90 (ver tabela III).

Os controles podem ainda ser **diretos** (ou administrativos) ou **indiretos** (ou precificados). Os diretos tentam colocar limites nas quantidades ou simplesmente proíbem o ingresso de capitais dessa natureza, retirando da iniciativa privada a gerência das decisões dos investimento em portfólio. Em geral, pode-se apontar a utilização de controles diretos sobre as negociações de residentes nacionais com o exterior, ou mesmo, de maneira mais generalizada, impor um período mínimo de permanência desses recursos, independente se investidor estrangeiro ou nacional. Os controles indiretos são utilizados para reduzir a volatilidade da conta portfólio através da utilização de recursos tributários, depósitos compulsórios, taxa de câmbio diferenciadas entre

outros. Sua ação visa tornar os investidores internacionais e nacionais menos propensos aos desejos de promoverem ataques especulativos, pois a criação de alíquotas diferenciadas de impostos inversamente proporcionais ao período de permanência tende a reduzir a volatilidade. Quanto maior o período de permanência, menor o imposto e maior a remuneração. Outra forma é a utilização dos depósitos compulsórios não remunerados. O Banco Central faz uma exigência de uma taxa que ficará sobre a sua guarda, estabelecendo um período mínimo para o seu resgate.

Nestes casos, há uma tendência em evitar o problema do *custo de aprendizado*²³, pois os especuladores não ganhariam com o efeito contágio e manada com a utilização de informações não seguras provenientes dos rumores, cujo efeito é o de provocar um movimento de saída a curto prazo, pois ocorreria perda nos ganhos por estarem pagando uma alíquota maior de impostos e recebendo uma remuneração menor se comparando a um período mais prolongado de permanência ou deixando de levar um maior volume de dinheiro retido em forma de depósito compulsório.

Neste sentido, pode-se acreditar que os investidores optariam em retardar a decisão de baixa das aplicações, baseando-se nos critérios mais apurados sobre os indicadores macroeconômicos do país.

E, por fim, os controles de capitais podem ser **permanentes** ou **temporários**, estes últimos são utilizados num período de adaptação do mercado financeiro nacional à livre mobilidade dos capitais ou em situações de crise de fuga, quando o Banco Central contém o movimento impedindo a saída dos recursos da conta de capitais, porém, tão logo o mercado se acalme e associando ao conjunto de medidas que possibilitem a integridade e os ganhos dos investidores, ocorre a liberação com o pronto retorno a livre mobilidade dos capitais. Os controles permanentes se caracterizam pelo interesse principal em manter a autonomia da política monetária, desvinculando as taxas de juros nacionais, das oscilações do capital especulativo, possibilitando uma maior estabilidade financeira e, conseqüentemente, um câmbio menos propenso aos rumores das crises internacionais.

Diante das alternativas supracitadas de controles de capitais, cada país fará a própria construção dos instrumentos, de acordo com sua condição macroeconômica, mais viável que

²³ O *custo de aprendizado* ocorre quando os investidores internacionais preferem se basear em informações menos custosas provenientes dos “boatos”. Para Calvo (2001) um país com um governo soberano, principalmente se for emergente, tende ampliar as incertezas quanto ao seu comportamento. Dessa forma, as informações macroeconômicas ficam mais caras e inseguras, levando os investidores financeiros a seguirem os rumores do mercado.

possa de alguma forma reintegrar o país na dinâmica do capitalismo financeiro, sem com isso, levá-lo aos indesejáveis desequilíbrios do Balanço de Pagamentos e às inconvenientes taxas de juros elevadas que proporcionam ganhos absurdos para o setor não produtivo, além de ampliar a dívida pública e, principalmente, impor obstáculos ao crescimento da economia. No próximo tópico faremos um estudo sobre a adoção de controles de capitais em alguns países que servirá de parâmetro para uma discussão da viabilidade para implementação de alguns desses instrumentos no Brasil.

Quadro 5.2.1 - Resumo dos Tipos de Controle Sobre Movimento de Capitais

Tipos de Controles	
Saída Caráter emergencial para impedir crises de liquidez	Entrada Caráter preventivo para evitar a sobrevalorização cambial
Seletivo Incide especificamente sobre a Conta de Portfólio	Extensivo Incide sobre toda a Conta de Capital
Direto Impõe cotas ou proíbe a entrada	Indireto Criação de impostos ou outros mecanismos que possam estimular a permanência do capital
Temporários Utilizados em momentos de fuga em massa	Permanentes Controle institucional sobre o movimento

5.3. Experiências de Controles de Capitais na Malásia e Chile

O debate teórico sobre o controle ou não dos movimentos de capitais já foi bastante explorado²⁴. Existem duas vertentes teóricas sobre o tema: a primeira defende que há eficiência nos mercados financeiros, sendo os descontroles macroeconômicos motivos dos ataques especulativos. A segunda abordagem parte do pressuposto das informações serem assimétricas.

²⁴ Segundo Carvalho (2004:07) “O debate teórico sobre o tema liberação versus controle é o que está mais evidentemente próximo do esgotamento”. Por conta disso, esse autor defende um redirecionamento da pesquisa teórica para uma abordagem mais empírica voltada para quatro segmentos importantes merecedores de aprofundamento: a) distinguir os instrumentos que, de fato, são utilizados exclusivamente para o controle; b) verificar os efeitos dos instrumentos de controle sobre as metas últimas da sociedade, como o crescimento e o pleno emprego; c) mensurar as restrições representadas pela efetivação dos controles e, apontado por Carvalho como um dos segmentos mais carentes de fundamentação empírica, d) das inconsistentes evidências que refutam a impossibilidade dos controles diante dos avanços tecnológicos, sendo mais uma “convenção de fé” dos críticos do controle, pois não há evidências que validem tal hipótese.

Com efeito, a liberdade e a conseqüente eficiência alocativa não se aplicam de forma generalizada no mercado financeiro internacional, com fortes evidências de fragilidade no tocante à conta de portfólio. *“Se mercados não forem eficientes para promoção de equilíbrios financeiros domésticos, também não haverá razão para que sejam na promoção de equilíbrios de movimentos internacionais de capitais”*. (Carvalho, 2004,p.07)

Portanto, considerando as evidências de que os mercados são imperfeitos com informações, essencialmente, assimétricas, levantamos a hipótese de que o caminho para contornar os problemas gerados pelas falhas de mercado financeiro é a regulação nos movimentos de capitais financeiros. Entretanto, esse dado empírico em si, não valida o êxito da proposta de intervenção, pois a utilização de instrumentos inadequados pode distorcer os resultados, ocasionando mais inconvenientes que benefícios.

Carvalho (2004) ressalta que *“A funcionalidade da adoção de controles para sustentação do crescimento econômico tornou-se certamente o tema prioritário de pesquisa após os países industrializados terem completado seu ciclo de liberação. Restrições a movimentos de capitais são hoje características de países em desenvolvimento e por isso a preocupação com o grau em que estas restrições afetam o crescimento econômico tornou-se a questão empírica central da análise macroeconômica de liberalização da conta de capitais.”* (2004, p.10)

Portanto, deve-se ter uma crescente preocupação com a excessiva liberação da conta financeira, com objetivo maior de verificar os impactos negativos sobre os indicadores de crescimento econômico e, também, desenvolver trabalhos que possam mostrar como a criação de instrumentos reguladores pode propiciar condições macroeconômicas satisfatórias para a estabilidade cambial, para evitar crises do Balanço de Pagamentos e estabelecer a autonomia da política monetária. Em suma, torna-se imprescindível descrever como o controle da conta financeira pode estabelecer um ambiente de expectativas positivas aos agentes econômicos nacionais e estrangeiros, para redirecionar o capital da remuneração rentista à produtiva.

Direcionamos nossa preocupação para a questão da autonomia da política monetária, na gestão de taxas de juros voltadas para viabilizar o setor produtivo. Neste sentido, tornou-se fundamental discutir essa questão à luz das experiências de controle sobre a conta de capital praticada por países considerados emergentes.

O estudo dos casos mencionados na literatura servirá, principalmente, para observar o comportamento do Produto Interno Bruto no período em que foram concretizados alguns tipos de controle. Tal estudo poderá asseverar que a implantação de controles não conduzem ao

cataclismo econômico, tão propalado pelos defensores do liberalismo, ao contrário, há uma relação direta positiva nos episódios em que foram postos um certo tipo de controle com o crescimento da economia.

Na tentativa de apoiar a hipótese do controle de capitais como atitude necessária para países emergentes trilharem o caminho do crescimento, resenhamos trabalhos que apresentam e discutem controles que foram implementados na prática. Para tanto, nos concentramos em duas experiências que a literatura apresenta como de sucesso: o caso da Malásia, que estabeleceu controle sobre a entrada e a saída da conta de capitais e o caso chileno cuja ação de controles direcionou-se, especificamente, para a entrada.

A Malásia²⁵ teve sua primeira experiência nos controles de capital no início de 1994, introduzindo controles sobre a **entrada** de capitais de curto prazo. As atraentes taxas de juros e a possibilidade da valorização cambial possibilitaram o influxo de um grande volume de capitais especulativos.

Para alcançar as metas, adotou-se um conjunto de medidas visando diminuir o ingresso de capital financeiro, como:

- a) a proibição dos residentes nacionais venderem ativos financeiros de curto prazo para não-residentes;
- b) as restrições para os bancos comerciais negociarem com não-residentes;
- c) a limitação do endividamento bancário no exterior e
- d) a não remuneração das aplicações dos bancos estrangeiros em atividades domésticas.

Nota-se que a ação do governo malaio foi bastante *seletiva*, direcionada para alguns serviços financeiros. O programa de regulação obteve sucesso, já no final de 1994, com a redução de influxo de capital de curto prazo, o Banco Central malaio liberou novamente a mobilidade de capitais entendendo que os objetivos foram alcançados, dentre outros, conteve o período de euforia, que seria marcado por severos impactos no câmbio, reduzindo a competitividade externa.

Entretanto, um segundo episódio de desequilíbrio do Balanço de Pagamentos em 1998, provocada pela crise asiática de 1997/98, repercutiu numa violenta fuga de capitais de curto

²⁵ A maior parte das informações sobre a Malásia foram extraídas do trabalho de Cardim e Sicsú (2004), “Teorias e Experiências de Controles do Fluxo de Capitais: focando o caso da Malásia” – UFRJ. www.ie.ufrj.br/moeda. (Mimeo)

prazo da Malásia. Como sua moeda (*Ringgit*) possuía um intenso mercado *offshore*²⁶, representou um fácil caminho para fuga de capitais, esse movimento induziu a uma maxidesvalorização cambial na ordem de 68% em relação ao dólar. Esse fato ocorreu indiferentemente aos indicadores positivos dos fundamentos macroeconômicos da Malásia. (Aryioshi *et al* Apud Carvalho e Sicsú, 2004)

A alternativa para o governo malaio foi a introdução de controles emergenciais sobre o movimento de capitais. Optou-se, inicialmente, pela adoção de medidas **seletivas**, sobre a conta de portfólio, liberando as demais contas, como os investimentos diretos e as transações comerciais. O ponto mais crítico sucedeu no segundo semestre de 1997, quando os níveis de reservas internacionais estavam extremamente abaladas, comparando aos níveis do início do ano a redução foi de aproximadamente 22%, representando uma saída de 6 bilhões de dólares, volume significativo para o tamanho da economia malaia.

O ataque especulativo contra o *Ringgit*, levou o governo a aplicar algumas medidas mais contundentes, agora, ao contrário de 1994, o controle foi colocado na **saída**, *seletivamente* na conta de portfólio e de depósitos no exterior.

As medidas tinham o cunho **temporário**, com promessa do Banco Central de afrouxar os controles no prazo máximo de 12 meses. O tipo de controle utilizado num primeiro momento foi **direto**, com ações que proibiam a utilização de contas *offshore* em moeda nacional por residentes e não-residentes; eliminação de crédito para não-residentes; impedimento da repatriação da conta de portfólio pelos não-residentes e da venda de títulos malaios.

Porém, houve relaxamento das medidas supracitadas antes mesmo de completar os 12 meses previstos no lançamento. A postura do governo, contudo, foi de permanecer com a regulação sobre a conta de portfólio, institucionalizando um modelo de controle **indireto** de taxaço que se reduz diante da maior permanência do capital.²⁷

Em relação à reação do FMI, dos Bancos e das Agências de *Rating*, não poderia ser outra, senão àquelas já previstas, as das severas críticas ao governo malaio. O *Morgan Stanley* tomou uma atitude extrema de excluir a Malásia de sua avaliação de risco e o FMI, engrossou o grupo dos descontentes, chegando a declarar que o comportamento deste país não só comprometerá a sua escalada de crescimento como levará os demais países emergentes a sofrerem com a reação

²⁶ Ou seja, “fora das fronteiras”. Essa modalidade constituiu-se uma porta de saída do capital de curto prazo, pois permitia que bancos estrangeiros recebessem a moeda malaia, podendo convertê-la em moeda estrangeira. O mercado *offshore* ocorria, principalmente, com Singapura.

dos investidores, numa atitude preventiva, retirar suas aplicações, também, dos outros mercados periféricos. (Bastos, Biancareli, Deos, 2004)

A previsão do comportamento hostil do investidor financeiro internacional não é nenhuma novidade, o diagnóstico da equipe do *World Economic Outlook* do Fundo Monetário Internacional, quanto a possibilidade de fuga desses recursos dos países emergentes, também. Principalmente, pela consciência que tais movimentos levarão a maiores ganhos no curto espaço de tempo diante da elevação das taxas de juros reais dos países acometidos pela crise financeira.

Com efeito, retornamos a hipótese de que a propensão às crises na periferia da economia globalizada ocorrerá, em grande parte, pelo motivo da plena liberdade da conta de capital. Possivelmente, se em sua análise os investidores levassem em consideração os aspectos dos fundamentos econômicos das nações isoladamente, o grau de volatilidade reduziria e os malefícios dos movimentos inesperados poderiam diminuir, eliminando a necessidade de controles.

Neste sentido, poderíamos nos apoiar na lógica da eficiência gerada pelas alocações livres, determinadas pelo ganho que cada país poderia possibilitar no longo prazo, desde que permitisse completar o ciclo natural da dinâmica das aplicações com tempo necessário à sua maturação, sem a necessidade de ampliar exageradamente o endividamento do setor público.

O comprometimento dos gastos públicos com juros abusivos, conduzem, inusitadamente, à metas maiores do superávit primário, com lamentável tendência em diminuir as inversões públicas na economia pela adoção da política fiscal contracionista.

Assim sendo, enquanto o senso-comum dos investidores acompanhar o mecanismo do jogo do contágio e do estouro da manada, direcionar a tomada de decisões nas mãos desse setor, pode-se considerar, no mínimo, uma atitude não pensada, sem levar em conta o elevado custo de oportunidade do processo.

As previsões das Agências Internacionais quanto a crise dos países periféricos foram auto-realizáveis, porém, ao contrário, os cenários construídos para a Malásia não se concretizaram. Os indícios apontam que o país, com o emergencial controle direto sobre o movimento de capitais, atingiu seu objetivo que foi estabilizar a taxa de câmbio, não observando mais pressões sobre ela. Assim, possibilitou um relaxamento da política monetária e fiscal criando as condições

²⁷ Contudo o Banco Central malaio manteve sob a forma de controle direto a proibição de conversibilidade do *Ringgit* em dólar dos residentes.

necessárias de apoio a frágil atividade da economia da Malásia²⁸: “A introdução das medidas de controles foram acompanhadas da fixação da taxa de câmbio (que estava sob o regime flutuante), da redução da taxa de juros acompanhada de medidas de ampliação do crédito e da manutenção da política fiscal de gastos, iniciada nos primeiros dias de 1998, que tinham o objetivo explícito de estimular o crescimento econômico” (Carvalho e Sicsú, 2004, p.23)

Tabela 5.3.1 - Malásia - Variação Anual do PIB em %

Ano	PIB
1994	9,2
1995	9,8
1996	10,0
1997	7,3
1998	(-) 7,4
1999	6,1
2000	8,3

Fonte: IMF, *World Economic Outlook – out/2004*.

A Malásia sofreu de início com o ataque especulativo, experimentando uma amarga contração de sua economia com decréscimo do PIB em 1998 (- 7,4%). Porém, podemos destacar a evidência de que o controle, direto sobre a saída de capitais, não só possibilitou a estabilidade cambial como, também, criou as condições necessárias para a retomada do crescimento da economia malaia, com o PIB apresentando rápida recuperação nos anos 1999/2000 (6,1% e 8,3%, respectivamente).

Essas condições assentam-se na prerrogativa de que a possibilidade em adotar taxas de juros mais baixas, agora desvinculadas das oscilações cambiais provocadas pela livre mobilidade dos capitais, somadas a possibilidade da prática de uma política fiscal expansiva estabeleceram as condições básicas para aquecer setores produtivos geradores de emprego e renda. (Kaplan e Rodrik *Apud* Fernando de Paula, Oreiro e Costa da Silva, 2003)

²⁸ Por Aryoshi *et all*, 2000, p.24-55 *Apud* Rodrigues de Paula (2000).

Não obstante, a Malásia seguiu na contra-mão das regras sugeridas pelo FMI. O Banco Central deste país não só estabeleceu o controle sobre capitais, como confrontou um dos axiomas do receituário do Fundo, sustentado na disciplina fiscal para manter estável a relação Dívida Pública/PIB. Portanto, baseado no caso malaio podemos reforçar que uma alternativa aos programas anti-cíclicos do “Consenso de Washington” é o controle do capital financeiro da conta de portfólio. (Carvalho e Sicsú, 2004)

O caso chileno é colocado pela literatura como outro exemplo de sucesso de controle de capitais. Tendo como objetivo principal manter a autonomia da política monetária, desestimulando a entrada de capital de curto prazo e contendo o risco da apreciação cambial, sem, contudo, prejudicar o ingresso de investimentos diretos.

O Banco Central chileno concentrou sua ação sobre a **entrada** de capitais de curto prazo, neutralizando os transtornos que seriam sentidos pela valorização do câmbio.

O Chile exerceu controle de capitais, tanto **diretos** (administrativos) como **Indiretos** (precificados). Os controles administrativos adotados estabeleciam um tempo mínimo de permanência dos capitais externos e os precificados são reconhecidos devido a implantação de depósitos compulsórios. A taxa média nos anos 90 foi de 30%, sendo menor em períodos de crises.

O efeito mais positivo dos depósitos compulsórios foi observado com a mudança de perfil da dívida externa cujo prazo de maturação ampliou-se. As dívidas de curto prazo correspondiam a 25% em 1990 e até 1998 tinha reduzido para 12%. Portanto, o controle de capitais reforçados a partir de 1995 no Chile permitiu uma maior influência na condução da política monetária e uma menor exposição do Chile à volatilidade financeira em comparação, por exemplo, ao Brasil.

O objetivo dos controles era, também, eliminar o caráter anticíclico que a livre mobilidade de capitais comumente provoca, reduzindo ao máximo possível a dependência de capital dessa natureza. No intuito de evitar crises financeiras futuras o Chile estabeleceu ações preventivas, através do desestímulo à entrada de capital volátil. (Fernando de Paula, Oreiro e Costa da Silva, 2003)

Apesar do Chile ter se concentrado no ingresso de capitais, discordando em implantar controles claros sobre o movimento de saída, o Banco Central não abdicou de estabelecer um conjunto de regulamentações direcionadas em restringir a plena conversibilidade da moeda local em dólares.

Como principais instrumentos de regulação, destacam-se: a) autorização para os bancos investirem até 40% de seus depósitos em moeda estrangeira; b) os fundos de pensões foram autorizados a aplicar até 1,5% de seus ativos no exterior; c) limite para os bancos aplicarem no exterior até 20% do seu capital e reservas e d) as posições dos bancos em moedas estrangeiras não deveriam exceder os 20%.

As restrições acima variavam seus percentuais de acordo com os acontecimentos internacionais e com os níveis de reservas do Banco Central chileno. Em novembro de 1994 o teto para fundos de pensões foi elevado do limite de 1,5% para 6% de seus ativos, em maio de 1995 foi para 9%, em abril de 1996 ampliou-se para 12% e, finalmente, para 16% em fevereiro de 1999.

Um outro aspecto importante referente aos investimentos dos bancos, fundos de pensões e seguradoras no exterior, ao longo da década de 90, era a preocupação com a classificação de risco, não sendo permitida aplicações consideradas vulneráveis as oscilações do mercado especulativo. A intenção era reduzir a sensibilidade da economia chilena aos fluxos internacionais de capitais financeiros. (Balbini-Júnior, 2001)

Não obstante, tais regulamentações tenham perdido força, diante das crises de liquidez internacionais, a maior flexibilização representou, contudo, a etapa final do processo chileno na administração do capital financeiro. A plena liberdade de saída de capitais verificada ao final dos anos 90, não foi a retórica e sim exceção que eclodiu de uma atitude do governo chileno frente às crises dos países que vinham adotando a livre mobilidade dos capitais.

Há indícios, mesmo de forma não conclusiva, que o destaque do Chile na América Latina, diante da pouca sensibilidade a volatilidade financeira, deve-se, em grande parte ao sucesso do controle de entrada de capitais. Porém, discute-se o sucesso da estabilidade cambial e a desvinculação da política monetária interna da externa, em conjunto com o desenvolvimento do programa de privatização do sistema previdenciário chileno, o que representou uma fonte essencial de poupança para reduzir o grau de dependência do capital de curto prazo, contribuindo para minimizar os efeitos negativos das crises financeiras dos anos 90.

Para Baldini-Júnior (2001) “*Os principais indicadores econômicos (do Chile) mostram intenso crescimento do produto, baixa inflação e déficit fiscal controlado.*” Porém, em sua análise refuta que ainda não é possível estabelecer uma relação direta entre o controle de capitais com o crescimento econômico, continua: “. . .É difícil avaliar esses resultados são recorrentes

da política de restrições sobre o ingresso de capital de curto prazo ou da situação favorável da economia chilena.” (2001, p.11)

Dessa forma, além do controle de capitais, a privatização da seguridade social do Chile é colocada como um dos fatores geradores de poupança nacional que estimularam o crescimento médio do PIB em, aproximadamente, 7% ao ano durante a década de 90.

O novo regime de seguridade social chileno entrou em vigor no ano de 1981, no período do ditador Augusto Pinochet (1975-1989). Adotou-se o modelo de capitalização individual por meio de contas administradas pela iniciativa privada e fiscalizadas pelo governo²⁹.

Com efeito, a redução da vulnerabilidade externa chilena, na contra-mão dos acontecimentos da América Latina, pode ter sido um reflexo da conjugação do controle a entrada de capitais de curto prazo com a geração de poupança interna, suscitando um ambiente favorável ao crescimento econômico médio superior ao observado, por exemplo, no Brasil que se subjugou aos organismos financeiros internacionais, instituindo a liberalização ampla e irrestrita da conta de capital.

Tabela 5.3.2 - Chile e Brasil - Variação Anual do PIB em %

Ano	Chile	Brasil
1994	5,7	5,8
1995	10,8	4,2
1996	7,4	2,7
1997	6,6	3,3
1998	3,2	(-) 0,1
1999	(-) 1,0	0,8
2000	4,4	4,4

Fonte: IMF, *World Economic Outlook* – out/2004/Banco Central do Brasil.

Entretanto, a concentração dos controles sobre a entrada de capitais não imunizou por completo o Chile das crises de contágio, como as verificadas em 1997/98. Como não havia limites à saídas de capitais, ocorram fugas de recursos financeiros de residentes e de não

²⁹ Informações extraídas do Folha on line de 19/05/2003 – por Julia Duailibi baseado em argumentos do especialista em previdência Flávio Marcílio Rabelo da FGV/SP.

residentes, cujas aplicações já tinham ultrapassado o prazo de permanência e de exigência estabelecidos pelo depósito compulsório.

Assim, para uma maior eficiência na eliminação dos malefícios dos movimentos de capitais o controle deve ser exercido na entrada e, para coibir os ataques especulativos, devem ser implantados controles igualmente sobre a saída: *“A lição a retirar (do Chile) não aponta nem para a ineficiência nem para a ineficácia de controles de capital, mas sim para a necessidade de que estes controles abranjam também a saída.”* (Bastos, Biancareli e Deos, 2004, p.9)

5.4. Brasil: Controle de Capitais e Crescimento Sustentável³⁰

A proposta de implementar o controle de capitais no Brasil passa pela compreensão dos objetivos da política econômica nos anos 90. Se há evidências que a prática mais rigorosa de controles permite reduzir, ou mesmo, eliminar a vulnerabilidade externa, não se pode ignorar que a liberdade de capitais está sustentada num conjunto de regras voltadas para a estabilidade dos preços. Neste caso, não podemos dispensar o entendimento das razões que levaram um conjunto de países, inclusive o Brasil, a mergulhar na incessante busca de capital financeiro, estabelecendo um forte vínculo de dependência das ações da política econômica conjuntural com o mercado de capitais.

A reinserção do Brasil ao crédito internacional³¹ deveu-se, basicamente, a quatro fatores: 1) a possibilidade da conversão da dívida dos bancos e credores internacionais em papéis do governo, ou seja, a transformação de parte da dívida externa em interna; 2) a queda da taxa de juros dos países desenvolvidos; 3) a desregulamentação do mercado de capitais, permitindo a livre mobilidade de capital financeiro e da 4) implementação da política de estabilização dos preços a partir de julho de 1994.

Porém, a adoção deste último fator, cujo programa ficou conhecido como Plano Real, dependeria da decisão de qual regime cambial seria utilizado. Dentre outros, discutiu-se a possibilidade da implementação do *currency board*. Neste caso, a taxa de câmbio é fixa e há uma obrigação por lei que a quantidade de moeda nacional (Base Monetária) tem que igualar-se aos níveis de reservas internacionais, o que eliminaria internamente a função de emprestador em

³⁰ Tópico baseado, principalmente, no trabalho de Fernando de Paula, Oreiro e Costa da Silva (2003)

³¹ Para discussão sobre o assunto verificar o capítulo III.

última instância do Banco Central ao sistema financeiro e vincularia a oferta monetária a disponibilidade de divisas.

É interessante frisar que outra opção extremada seria a implantação da “dolarização” – utilização do dólar como meio de troca, em substituição a moeda nacional – não sendo consumada porque existiam alguns problemas de “convertibilidade”, ou seja, a quantidade de dólares em poder do Banco Central não era suficiente para substituir todo meio circulante e, ainda, mantê-lo em forma de reservas. Outro dado importante recai sobre a atitude dos agentes econômicos, pois estes operavam com a moeda nacional, mesmo constantemente sofrendo com a depreciação devido à inércia inflacionária.

Sendo assim, a estratégia utilizada pela equipe econômica foi lançar o sistema de âncora cambial, equiparando o Real à unidade monetária norte-americana, objetivando transferir a credibilidade do Dólar ao Real. Em relação aos impactos macroeconômicos, os indícios apontam que foram sentidos os mesmos efeitos do sistema de *currency board*.³²

Seguindo em torno deste programa, observou-se que qualquer variação na moeda americana surtia efeito imediato na moeda brasileira. Por exemplo, se os agentes econômicos, nacionais e internacionais, antevendo uma crise, trocassem a moeda local por dólar provocariam a desvalorização cambial e, diante da pressão acarretada pela elevação dos custos dos importados, a elevação dos preços. Com isso se teria um forte elemento de instabilidade, em decorrência das oscilações dos estoques de dólares.

A arma utilizada pelo Banco Central, para contornar esse problema, era arbitrar com o mercado de divisas e para tanto necessitava de um estoque de dólares em seu poder. Assim, quando fez-se necessário, o Banco Central promoveu leilões da moeda americana, ou nos momentos de excesso comprou.

Neste contexto surge, possivelmente, o que veio a ser a questão central da instabilidade internacional, pois essas reservas foram constituídas, principalmente, pela conta financeira do

³² Entre outros o da estabilidade dos preços, desequilíbrio externo e perda da autonomia da política monetária. “A desvantagem mais importante da adoção de um *currency board* é a perda total de autonomia da política monetária. Com efeito, as funções tradicionais do Banco Central como prestador de última instância e regulador da liquidez da economia – função essa exercida pela realização de operação de *Open Market* -, sofrem fortes restrições e na maioria das vezes, o Banco Central fica limitado a realizar operações de aquisição de moeda estrangeira para formação de reservas” (Ferrari Filho, Mendonça e Sobreira, 2003,p.160)

Balanço de Pagamentos³³, cuja forma de atração ocorreria através das elevadas taxas de juros, restringindo a política monetária à manutenção do regime similar ao *currency board*.³⁴

A liberação financeira somada às elevadas taxas de juros montaram um ambiente propício à atração de capital financeiro, com forte consequência no câmbio, conduzindo à maxivalorização do real em diversos momentos, entre 1994 e 1999. Isso ocorreu devido ao sistema de banda cambial assimétrica que limitava a ação do Banco Central em evitar, apenas, a desvalorização cambial deixando-o livre, quando o Real se aproximasse ou ultrapassasse o Dólar.

Portanto, a taxa de juros cumprirá um papel estratégico na dinâmica da estabilização dos preços, contribuindo para o influxo de dólares, fundamental à formação das nossas reservas na década de 90, bem como para manter o câmbio valorizado e, com isso, as importações mais baratas.

Sucintamente, vale ressaltar que os juros altos no Brasil neste período atenderam a diversos objetivos, dois merecedores de destaque: a) formar reservas à manutenção do regime similar ao *currency board* e, posteriormente, o de metas de inflação e b) financiar os déficits em transações correntes, pressionado pelos sucessíveis saldos negativos da balança comercial.

O custo de oportunidade dessa ancoragem cambial é a fixação de uma “camisa de força” em duas variáveis importantes ao crescimento sustentável: crédito e investimento. A taxa de juros eleva-se reduzindo a propensão ao consumo e anula parte das expectativas dos empresários quanto à decisão de novos investimentos no setor produtivo, geradores de emprego e renda.

Contudo, analisando a história recente de controles de capitais no Brasil, percebe-se evidências de atitudes bastante tímidas na implementação de instrumentos reguladores, limitando-se a impor embargos a **entrada** de capitais, em *carteira* e *outros investimentos* com maturação no curto prazo, nos episódios de fortes deslocamentos de recursos financeiros para a América Latina, superando o nível de reservas necessárias ao Banco Central naquele instante. Controles esses que eram sumariamente eliminados nos momentos de fuga.

Num primeiro momento, preparando-se para o lançamento do Real em 01 de julho de 1994, o governo locupletou-se de divisas via conta financeira. A desregulamentação financeira e as elevadas taxas de juros, permitiu um afluxo de capitais ao Brasil, incitando o Banco Central a

³³ “o movimento do fluxo total da conta financeira é fortemente determinado pelo comportamento de ‘outros investimento’ (empréstimos e financiamento em geral) e, secundariamente, dos investimentos em carteira.” (Fernando de Paula, Oreiro e Costa da Silva, 2003, p.95)

³⁴ A âncora cambial foi substituída a partir de 1999 pelo sistema de metas de inflação com câmbio flexível.

elevar a taxa de IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) de 3% para 7% em 10 de outubro de 1994, além do aumento das alíquotas das aplicações destinadas aos Fundo de Renda Fixa de 5% para 9% e de zero para 1% quando direcionados às aplicações em Títulos da Dívida Pública e em Valores Mobiliários.

Entretanto, quando estourava alguma crise internacional, ocorria uma reversão de capitais dos países emergentes para os países centrais. A primeira crise de grande repercussão na década de 90 foi a mexicana. Tal crise, no final de 1994 excitou o mercado de capitais do mundo inteiro, conduzindo ao incessante movimento de investimento para mercados, na visão dos investidores financeiros, mais seguros, como o norte-americano. Neste aspecto, para dirimir os problemas da fuga e evitar com isso colocar em cheque o programa de controle dos preços, o Banco Central reduz a alíquota de IOF em conjunto com a redução dos prazos mínimos para captação, além da subida dos juros.

Nesse momento, o tratamento do governo com todos esses benefícios, traz inicialmente o retorno do inóspito capital financeiro, cuja trégua é representada pela elevação das reservas internacionais.

Com a retomada do ciclo de euforia, possibilitada pelos altos ganhos no curto prazo, no segundo semestre de 1995, verificou-se o excesso de divisas, levando o Banco Central a estabelecer o retorno do controle a entrada, elevando a alíquota do IOF sobre diversas operações financeiras.

Uma experiência mais sofisticada de controle de capitais foi observada em 1996, quando o Banco Central utilizou uma abordagem *seletiva* tentando diminuir a entrada de capital financeiro através da adoção de controles *indiretos*, firmando uma relação inversa entre pagamento da alíquota do IOF e o seu tempo de permanência, tentando estimular os investimentos de longo prazo.

Porém, a crise asiática de 1997 desmonta os frágeis instrumentos de controles no Brasil, reiterando as previsíveis ações de redução dos controles e elevação da remuneração como forma de reduzir os estarrecedores movimentos de saída. Tais atitudes conseguem diminuir o ímpeto dos investidores nacionais e internacionais e, novamente, coloca o país na rota da emigração do capital volátil.

Mantendo o compasso da instabilidade brasileira notada em quase toda década de 90, a nova crise de contágio, concebida no calote russo em agosto de 1998, levou o governo a aceitar o velho remédio: redução dos prazos de amortização e da alíquota do IOF e a elevação dos juros.

A imersão nesse processo teve sua justificativa calcada, segundo as empresas avaliadoras de *rating*, na possibilidade de inibir as mudanças de humor dos investidores, principalmente, nas circunstâncias em que regiões impróprias aos investimentos tornam-se alvos fáceis e vulneráveis aos ataques especulativos.

Entretanto, os fatos apresentados até então, demonstram que todo o esforço não foi suficiente para retornar a confiança dos investidores financeiros, tornando-se insustentável a manutenção da âncora cambial, sendo estabelecido a partir de 1999 a liberalização cambial com direcionamento ao programa de *metas de inflação*.

Esse novo caminho não isentou o Brasil da elevada sensibilidade às crises financeiras internacionais e nem introduziu a melhora da confiança dos agentes financeiros. A escassez de dólares levou o Banco Central a estabelecer outro pacote de estímulo ao retorno e permanência do capital financeiro. Reduziu os bloqueios a entrada de capitais, com diminuição da alíquota do IOF de 2% para 0,5% e estabeleceu a isenção de imposto de renda nas operações de renda fixa.

Entre os anos de 1994/99, portanto, o governo brasileiro implantou tênues medidas de controle de capitais, concentrado nos mecanismos de regulação sobre a entrada, oscilando a alíquota de IOF de acordo com o estoque de divisas e com as crises internacionais. Deixou o país à mercê dos acontecimentos externos, reduzindo a sua autonomia para deliberar sobre políticas internas, assim sendo, “*os fluxos externos de recursos acabavam por determinar o nível de controle de capitais, em vez de serem determinados pelo nível dos referidos controles.*” (Fernando de Paula, Oreiro e Costa da Silva, 2003, p.103)

Cabe neste contexto levantar duas importantes evidências empíricas: 1) independente do regime cambial no Brasil, a suscetibilidade às crises era notória, restringindo a política monetária à escalada dos juros para coibir os movimentos de saídas e 2) o país não conseguindo manter fluxo regular de capitais de longo prazo, impõe a necessidade de controle sobre a *saída*, pois os instrumentos de regulação voltados à *entrada* não foram suficientes para dirimir os problemas gerados pelos ataques especulativos contra a economia brasileira.

Portanto, vale discutir outras propostas apresentadas na literatura sobre controles de capitais, como subsídio para implementação de ações mais eficientes que possam, de alguma forma, eliminar ou reduzir o conjunto de medidas anticíclicas estabelecidas com rigor no país durante a década de 90.

Um dos argumentos bastante utilizados pelos ativistas do não intervencionismo é o de uma economia prescindir os investimentos públicos, pois acreditam que a interferência da gestão

governamental na atividade econômica conduz ao perigo iminente do efeito *crowding-out*. Segundo os economistas que acreditam nesse efeito, havendo investimentos do governo ocorrerá uma redução nos investimentos privados, uma vez que, os empréstimos tomados pelo governo para investir, provocam a diminuição do volume de recursos ao setor privado. Sustentam ainda a crença que o “bom comportamento” do governo, cumprindo o “dever de casa”, através da política fiscal contracionista (redução dos gastos públicos e/ou elevação de impostos) é suficiente para gerar a confiança dos investidores nacionais e internacionais.

Neste sentido, o cumprimento das regras do jogo seria a variável que determinaria o fluxo espontâneo e regular dos recursos financeiros, consubstanciando em poupança para investimento produtivo, caminhando o país ao desejado crescimento sustentável.

Essa visão “espontaneísta” não traz consigo bases empíricas sólidas para responder a característica comportamental da “racionalidade” nas tomadas de decisões dos investidores na atualidade direcionada, na maioria das vezes, ao ganho no curto prazo: *“Quando os potenciais investidores agem racionalmente fazendo o que é melhor para si; não necessariamente fazem o que é o melhor para a sociedade, ou seja, investir em capital fixo e reduzir o desemprego.”* (Oreiro, Sicsú e Fernando de Paula, 2003, p.130)

O escopo da solvência do setor público, com efeito, não fora utilizado, como preconizado num suposto argumento técnico, para estabelecer a confiança dos investidores nos ativos produtivos, ao contrário, de forma bastante precária e ainda incipiente, serviu de garantia de liquidez para honrar, entre outros, papéis da dívida pública de curto prazo, atendendo as expectativas dos investidores nos ativos financeiros, cuja decisão de investir depende do menor risco e maior possibilidade de auferir lucros.

Assim, a ação anticíclica não ocorrerá naturalmente, como acreditam os economistas de mercado e o comportamento do governo deve ir além daquele de cumprir as metas de superávits primários. Apesar da importância da sustentabilidade da dívida pública, ela em si não criará as condições necessárias para ativar a economia, pois: *“O governo, ao realizar investimentos, estimula a demanda agregada, reduz as incertezas de realização de lucros e ainda as expectativas do setor privado empreendedor.”* (Oreiro, Sicsú e Fernando de Paula, 2003, p.131)

Partindo desses acontecimentos, apontamos para a hipótese principal, que no Brasil o crescimento sustentável só ocorrerá com taxas de juros reais compatíveis aos estímulos do setor produtivo e ao consumo e tais taxas mais baixas dependerão da menor liberdade da conta de capital e financeira.

A menor liberdade, ao mesmo tempo que estabelece as condições à prática de juros mais baixas, possibilita uma política fiscal mais expansiva, vista a redução da pressão dos juros nos gastos públicos, constituindo as condições necessárias à ampliação dos montantes dos gastos de investimentos realizados pelo governo na economia.

Essa hipótese foi levantada pela evidência da impossibilidade de uma taxa de juros destinada ao estímulo do crescimento econômico sem a coexistência de controles efetivos sobre a entrada e saída de capitais financeiros, pois as baixas taxas de juros tornaram-se um reagente para fugas cíclicas em economias periféricas, independente da qualidade dos fundamentos econômicos.

Como propostas ao controle de capitais no Brasil, apresentamos a seguir algumas medidas sugeridas por Paula, Oreiro e Costa da Silva (2003). Para tentar minimizar as constantes oscilações na conta de capital e financeira, os autores propõem um mix de controles apresentados com sucesso em outros países:

- a) Controle direto, estabelecendo o prazo mínimo de um ano para investimento externo na economia brasileira;
- b) Controle indireto, através da cobrança de IOF extensiva a todos os investimentos de estrangeiro no país, sendo a alíquota inversamente proporcional ao tempo de permanência. (ver Tabela 5.4.1)

Tabela 5.4.1 - Proposta de Alíquota de IOF sobre Ganhos Financeiros de Investidores Estrangeiros

Alíquota (%)	Variação	Período de Permanência
24	-	1 a 2 anos
15	37,5%	2 a 3 anos
8	46,6%	3 a 4 anos
5	62,5%	4 a 5 anos
0	100%	Acima de 5 anos

Fonte: Fernando de Paula, Oreiro e Costa da Silva (2003, p.110)

No exemplo apresentado acima, os autores sugerem um desconto marginal crescente ao longo do tempo, possibilitando uma redução mais que proporcional da alíquota por cada ano a mais de permanência. O objetivo neste caso é reduzir o ímpeto dos investidores nos ganhos a

curto prazo, demonstrando que a permanência de cinco anos lhe dará um desconto de 100% na alíquota do IOF.

- c) Aplicação de controles indiretos sobre a forma de depósito compulsório não remunerado entre 20% a 30% no prazo mínimo de um ano. Observa-se que o depósito compulsório, nas mesmas taxas sugeridas pelos autores, foram aplicadas com sucesso no Chile.
- d) Restringir a captação de recursos no exterior às empresas com avaliação de risco menor, seguindo a análise das agências internacionais de risco. Essa medida teria como objetivo principal reduzir a sensibilidade das debêntures de companhias nacionais em relação às crises internacionais. Essa proposta foi adotada na Malásia como forma de controle direto para reduzir o ingresso de capital de curto prazo.
- e) Estabelecimento de limites e de regras para a movimentação na conta CC5³⁵. Seguindo o caminho similar da Malásia, quando o governo eliminou as transações *offshore* para evitar as fugas, o controle sobre a CC5 visa eliminar um canal de saída de curto prazo nos momentos dos ataques especulativos.

Na apresentação das medidas os autores não indicam se os controles serão temporários, implantados nos momentos de crises ou permanentes, institucionalizando mecanismos de controle. Porém, acreditamos que controles permanentes incidindo sobre a entrada e, principalmente a saída, serão mais eficientes, configurando regras claras de monitoramento. Com isso pretende-se induzir o comportamento dos investidores para uma percepção de que obterão ganhos confiáveis a longo prazo, corroborando à manutenção do controle cambial e, conseqüentemente, de taxas de juros conveniente à real capacidade de pagamento do país, sem provocar os infortúnios ao crescimento econômico.

Assim, o controle de capitais e a construção de reservas internacionais mais estáveis, criarão as condições para gestão da política monetária expansiva com a redução das taxas de juros reais, satisfatórias ao crédito e aos investimentos privados, além de possibilitar uma política fiscal em consonância com o volume maior de inversões públicas, a fim de estabelecer os meios necessários para alcançar o paradigma do crescimento sustentável.

³⁵ A CC5 (Carta-Circular 5) foi editada pelo Banco Central em 1969 e revogado em 1996. Porém, o mercado utiliza até hoje a expressão 'CC5' para designar as operações de pagamentos/recebimentos em moeda nacional entre residentes no país e residentes no exterior mediante débitos/créditos em conta em moeda nacional mantida no país pelo não residente.

No tocante à reflexão sobre a margem de manobra para implantação de controles de capitais financeiros no Brasil, debruçamo-nos sobre um inquietante prognóstico de Celso Furtado³⁶, segundo o qual, se algum governo tentasse implantar um programa contrário ao *mainstream* econômico teria pouca ou nenhuma margem para estabelecer mudanças na condução da política econômica. O comentário negativo de Furtado foi construído principalmente, a partir da observação de uma possível convivência das autoridades monetárias nacionais com os capitalistas financeiros. Os ganhos permitidos aos especuladores devem-se, em grande parte, às ações desestabilizadoras que esses são capazes de provocar com a decisão de retirar os recursos financeiros do país, desencorajando com isso os governos – inclusive de esquerda, na visão de Celso Furtado – a tomarem medidas que contrariem as regras estabelecidas no “Consenso de Washington”.

Nesse contexto, percebe-se que a influência do investidor financeiro internacional recai, portanto, sobre a construção ideológica tanto de cunho político quanto econômico, no intuito de consolidar-se no cenário internacional, através da propagação da sua importância e dos malefícios gerados aos países que não seguissem os ditames do “Consenso de Washington”. Soma-se ainda a esse ponto, a relação de subordinação da política econômica interna – voltada ao controle da inflação – com o mercado de capitais.

Acreditar que o controle de capitais no Brasil estabelecerá as condições necessárias ao crescimento econômico é uma proposição primordialmente *normativa*³⁷. Seguindo esse raciocínio, estamos cientes de que tal hipótese está impregnada ao juízo de valores, pela suposição *do que deve ser feito*, através do julgamento da ação de uma política econômica mais adequada ao país. Porém, não há eliminação dos elementos da *economia positiva*, pois a indicação da alternativa ao modelo dominante está respaldada no arcabouço teórico, construído nos fundamentos micro e macroeconômicos³⁸.

Em conclusão, voltando à questão debatida no tópico 5.1, diante de algumas experiências de controles bem sucedidas em países em desenvolvimento, pode-se esperar que os benefícios provenientes dos controles serão superiores aos custos.

³⁶ Entrevista concedida a Revista Carta Capital - Ano XI, nº 319 em 01/12/2004.

³⁷ Para uma discussão mais detalhada sobre os aspectos *normativos* e *positivos* das Ciências Econômicas ler Rossetti (1987).

³⁸ Os fundamentos econômicos foram discutidos, principalmente, no capítulo III.

Dois aspectos relevantes para o fechamento desse tópico são, primeiro, o entendimento da razão da subordinação do Brasil ao capital financeiro e, segundo, do motivo do êxito de algum país periférico na adoção do controle de capitais. No transcorrer do capítulo V, levantamos a hipótese de que o Plano Real lançado em 1994, foi determinante para introduzir o país numa corrida em busca do capital financeiro de curto prazo, pois estes representavam naquele momento, a alternativa mais rápida para formar um estoque de divisas necessário para lastrear a moeda nacional ao dólar norte-americano. Assim, podemos, em parte, compreender a subordinação do Brasil ao capital especulativo, deixando a política monetária circunscrita aos interesses dos investidores financeiros, que obtiveram extraordinários ganhos, através das elevadas taxas de juros. Num segundo aspecto, retornamos a discussão sobre o Chile, em que sua maior margem de manobra para adoção de controles de capitais e sua menor necessidade desses recursos deve-se, principalmente, à formação de poupança interna proveniente dos fundos de pensões nacionais. Dessa forma, observamos que no Brasil, ao contrário do Chile, o plano de estabilização dos preços estava atrelado à poupança externa, oriunda da ciranda financeira internacional.

CONCLUSÃO

A década de 90 ficou marcada para o Brasil como o período da reinserção ao crédito internacional e, também, ao novo modelo de endividamento externo. A principal fonte de poupança externa não veio através dos bancos estrangeiros e, sim, pela emissão excessiva de Títulos da Dívida Pública, que possibilitaram a atração de capital de curto prazo, cujo desfecho foi a ampliação do endividamento do setor público.

Essa modalidade de captação de dólares não serviu para promover o crescimento econômico. As divisas oriundas nesse processo tinham como objetivo principal a constituição de reservas para lastrear a moeda nacional ao dólar. Neste contexto, a unidade monetária norte-americana cumpriu o papel de lastro do Real. A confiança dos investidores nacionais e internacionais dependeria do cumprimento do governo e, mais especificamente, do Banco Central a ideologia econômica estabelecida no “Consenso de Washington”.

As regras do jogo cunhadas no “Consenso de Washington” para os países periféricos encontrarem o caminho do crescimento resumiram-se em quatro ações: a) promoção da abertura comercial; b) controle da inflação; c) redução do tamanho do estado e a d) abertura da conta de capitais e financeira do Balanço de pagamentos. Porém, notamos que mesmo o Brasil seguindo com rigor as regras firmadas nesse Consenso, as mesmas não asseguraram nossa estabilidade, sendo insuficientes para imunizar o país das crises financeiras internacionais e promover o crescimento sustentado.

Outra dedução a que chegamos foi a de que independente da modalidade do câmbio – fixo, semi-fixo ou livre – o Brasil ficou extremamente vulnerável às crises internacionais. Portanto, a discussão sobre o tipo do câmbio ideal a ser implantado tornou-se secundária, pois o problema central estava alicerçado na plena liberdade do capital financeiro. Tanto no período do câmbio mais controlado (âncora cambial) como no câmbio flutuante (metas de inflação), havia uma elevada dependência dos estoques de reservas internacionais; o Banco Central utilizou, em ambos regimes cambiais, da política monetária contracionista para atrair e, também, evitar a fuga de capitais de curto prazo. Portanto, diante da livre mobilidade de capitais, as autoridades monetárias do Brasil cingiram-se à prática dos juros elevados, bem acima da média daquelas praticadas no mercado financeiro internacional.

Com efeito, defendemos que o debate deveria se concentrar mais no equívoco da livre mobilidade de capitais financeiros, pois, os investidores baseavam-se em informações menos

custosas, provenientes dos “boatos” para tomar as decisões de qual mercado deveriam aplicar os recursos financeiros. Apesar dos esforços fiscais apresentados pelo Brasil, esses não eliminavam as constantes ameaças de saídas abruptas do capital especulativo.

Apresentamos, também, alguns casos de sucesso no controle de capitais. As evidências demonstradas no caso malaio e chileno nos levaram a concluir que o controle de capitais não desestabilizou a economia desses países, ao contrário, possibilitou um crescimento médio do PIB superior ao observado pelo Brasil.

Seguindo na contra-mão do receituário do “Consenso de Washington”, medidas mais contundentes sobre a saída de capitais da conta de portfólio – mesmo sendo alvo de severas críticas de organismos internacionais – foram tomadas pelo governo malaio mantendo-se firme nas ações contra os ataques especulativos. O emergencial controle direto sobre o movimento de saída de capitais, estabilizou o câmbio e possibilitou a retomada do crescimento da Malásia devido ao relaxamento da política monetária e fiscal. No mesmo caminho, o Chile optou pela adoção dos controles diretos sobre a entrada de capital de curto prazo. Os indícios apontaram, ainda de forma não conclusiva, que a baixa vulnerabilidade do Chile deu-se, em grande parte, ao sucesso no controle da entrada de capitais em conjunto com a formação de poupança interna, estabelecendo um ambiente favorável ao crescimento econômico superior ao observado no Brasil.

A implantação de instrumentos de controles sobre a conta de capitais e financeira no Brasil, seria fundamental para retirar o país da rota das crises internacionais. A prática dos controles diretos nos momentos dos ataques especulativos contra o Real, seriam estratégicos para evitar a subida desmedida dos juros e, com isso, eliminar a pressão sobre o déficit público. A plena liberdade, portanto, engessou a política monetária e fiscal, limitando-as à manutenção do capital financeiro. Dessa forma, o crescimento poderia ser estimulado nos anos 90, no Brasil, caso fossem adotados controles seletivos sobre a conta de portfólio nos momentos de evasão de divisas.

Chegamos a conclusão que o crescimento sustentável dependeria de taxas de juros reais compatíveis aos estímulos do setor produtivo e do consumo e que tais taxas mais baixas dependeriam da menor liberdade da conta de capital e financeira. Essa atitude construiria as bases de uma política fiscal mais expansiva, vista a redução da pressão dos juros nos gastos públicos, a fim de estabelecer os meios necessários para alcançarmos o paradigma do crescimento sustentável.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BALDINI-JÚNIOR, R.(2001). *Controles de capitais no Chile*. Notas técnicas do BCB, n.2, julho. Disponível em: (www.bcb.gov.br/pec/NotasTécnicas/port/2001nt02chilep.pdf) . Acesso em: 14 de abril de 2005.
- BASTOS, P. P.; BIANCARELI, M.; DEOS, S.S. (2004). *Controle de capitais: um bem necessário*. Revista Economia Política Internacional. São Paulo (USP), n.1, jul/set.
- BELLUZZO, L. G.; CARNEIRO, R. (2004). *Bloqueio ao crescimento*. Revista Política econômica em foco. Campinas, n.03, jan/abr.
- BENECKE, D. W.; NASCIMENTO, R. (2003). *Consenso de Washington revisado*. Reformas das políticas econômicas: experiências e alternativas. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, junho.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. (2003). *O segundo consenso de Washington*. Folha de São Paulo. 11 de maio.
- BIASOTO-JÚNIOR, G. (2004). *O Estado acorrentado e obstáculos à retomada*. Revista Política econômica em foco. Campinas, n.3, jun/abr.
- BLANCHARD, O. (2001). *Macroeconomia: teoria e política econômica*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Campus.
- CALVO, G. (2001). *Crises de balanço de pagamentos em mercados emergentes*. In: Krugman,P.(org.). Crises monetárias. São Paulo: Macron Books.
- CARCIENTE, S. L.(2001) *De Bretton Woods a la globalización financiera: nuevas reglas de juego*. Revista Análise Econômica. Porto Alegre, ano 21, n.39, março.
- CARDIM, F. J.; SICSÚ, J. (2004). *Teorias e experiências de controles do fluxo de capitais: focando o caso da Malásia*. Instituto de Economia da UFRJ. Rio de Janeiro. Disponível em: (www.rls.org.br/publicue/media/controle_sicsu_cardim.pdf). Acesso em: 12 set. 2004.
- CARNEIRO, R. (1999). *Globalização financeira e inserção periférica*. Revista Economia e Sociedade. Campinas, n.13, dez.
- CARVALHO, F.J.C. (2003). *A influência do FMI na escolha de políticas macroeconômicas em uma economia emergente: o caso do Brasil*. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J.; FERNANDO DE PAULA,L.(orgs.). Agenda Brasil: Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer.
- CARVALHO, F.J.C. (2004). *Controle de capitais: uma agenda de pesquisa*. Instituto de Economia da UFRJ. Rio de Janeiro. Disponível em: (www.ie.ufrj.br/moeda/pdfs/controle_de_capitais_uma_agenda.pdf). Acesso em: 12 set. 2004.

- CARVALHO, F. J. C. *et al.* (2000). *Economia monetária e financeira*. Rio de Janeiro: Campus.
- CHESNAIS, F. (1995). *A globalização e o curso do capitalismo de fim-de-século*. Revista Economia e Sociedade. Campinas, n.5, dezembro.
- CHESNAIS, F. (1996). *A mundialização do capital*. São Paulo: Xamã.
- CINTRA, M. A. M. (2000). *A dinâmica financeira internacional e à tendência a dolarização das economias latino-americanas*. Revista Análise Econômica. Porto Alegre, ano 18, n.34, setembro.
- CURADO, M.; PORCILE, G. (2004). *Déficit em transações correntes, movimentos de capital e ataques especulativos: uma abordagem estruturalista das recentes crises cambiais na América Latina*. Revista Estudos Econômicos. São Paulo (USP), vol.34, n.3.
- FERNANDO DE PAULA, L.; OREIRO, J. L. ; COSTA DA SILVA. (2003). *Fluxos e controle de capitais no Brasil: avaliação e proposta de política*. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J.; FERNANDO DE PAULA, L.(orgs.). Agenda Brasil: Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer.
- FERREIRA, A. N. (2004). *O consumo das famílias e a retomada do crescimento*. Revista Política Econômica em Foco. Campinas, n.3, jan/abr.
- FERRARI-FILHO, F. (2001). *O legado do plano real: uma estabilização sem crescimento econômico?* Revista Análise Econômica. Porto Alegre, ano 19, n.35, março.
- FERRARI-FILHO, F.; MENDONÇA, H.F.; SOBREIRA, R. (2003). *Proposta de regime cambial para o Brasil*. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J.; FERNANDO DE PAULA, L.(orgs.). Agenda Brasil: Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer.
- FIORI, J. L.(2003). *O vôo da coruja. Para reler o desenvolvimentismo brasileiro*. Rio de Janeiro: Record.
- FORGET, D. (1994). *Conquistas e resistências do poder. A emergência do discurso democrático no Brasil (1964-1984)*. São Paulo: EDUSP.
- FREITAS, M^a C. P.; PRATES, D. (2002). *A Abertura Financeira no governo FHC: impactos e consequências*. Revista Economia e Sociedade. Campinas, n. 17, dezembro.
- GREMAUD, A. P. (2002). *Economia brasileira contemporânea*. São Paulo: Atlas.
- KESSEL, M. (1998). *Regimes cambiais e políticas cambiais brasileiras*. Boletim do Banco Central do Brasil. Brasília, fev.
- KRUGMAN, P.; OBSTFELD, M. (2001). *Economia internacional*. São Paulo: Makron Books.
- LASTRES, M.M.; ALBAGLI, S. (1999). *Informação e globalização na era do conhecimento*. São Paulo: campus.

LOPREATO, F. L. C. (2002). *Um olhar sobre a política fiscal recente*. Revista Economia e Sociedade. Campinas, v.11. n.2. jul/dez.

MACHADO, J.B.M. (2000). *Mercosul: processo de integração. Origem, evolução e crise*. São Paulo: Aduaneira.

MARTIN, H.P. (1996). *A armadilha da globalização*. São Paulo: Globo.

MARX, K. e ENGELS, F.(1997). *O manifesto do partido comunista*. São Paulo: Martin Claret.

MELLAGI-FILHO, A.; ISHIKAWA, S. (2000). *Mercado Financeiro e de capitais*. São Paulo: Atlas.

MEIRELLES, H. C. (2003). *Inflação, política monetária e taxa de juros*. INAE – Estudos e Pesquisas, n. 50. Rio de Janeiro. Disponível em: (www.inae.org.br/publi/ep/EP0050.pdf). Acesso em: 20 de mai. 2005.

MINSKY, H. P. (1994). *Integração financeira e política monetária*. Revista Economia e Sociedade. Campinas, 3, dez.

MUNHOZ, P. G. (2002). *América Latina: ortodoxia econômica e dependência financeira*. Revista de Economia Contemporânea. Vol. 6, n.1, jan/jun. – UFRJ. IE.

OREIRO, J. L. (2000). *Incerteza, comportamento convencional e surpresa potencial*. Revista Econômica, v.ii, n.4.

OREIRO, J. L.; SICSÚ, J.; FERNANDO DE PAULA,L. (2003). *Controle da dívida pública e política fiscal: uma alternativa para o crescimento auto-sustentado da economia brasileira*. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J.; FERNANDO DE PAULA,L.(orgs.). Agenda Brasil: Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer.

PEREIRA, A. E. (2004). *Recuperação e crescimento*. Revista política econômica em foco. Campinas, n.3, jan/abr.

PINDICK e RUBINFELD, D. (2002). *Microeconomia*. São Paulo: Prentice Hall.

PIRES-JÚNIOR, J.A.M.; NASCIMENTO,E.R. (2003). *Contas públicas no Brasil: necessidade de disciplina fiscal*. BNDES. Disponível em: (www.federativo.bndes.gov.br/bf_bancos/estudos/e0002073.pdf). Acesso em: 12 de mai.2005.

PUDWELL, C.A.M. (2003). *Fluxos de capitais: liberdade ou controle?* BRDE. Disponível em: (www.brde.com.br/estudos_e_pub/TD2003-01fluxos_de_capitais.doc).Acesso em: 10 mai. 2005.

RÊGO, E.C.L. (1996). *Do GATT à OMC: o que mudou, como funciona e para onde caminha o sistema multilateral de comércio*. BNDES-n.51-set/1996. Disponível em: (www.bndes.gov.br/conhecimento/revista/gatt.pdf). Acesso em: 08 de mai. 2005.

RODRIGUES DE PAULA, L. F.(2003). *Uma alternativa de política econômica para o Brasil. Reformas das políticas econômicas: experiências e alternativas*. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer, junho.

ROSSETTI, J. P. (1987). *Política e programação e econômicas*. São Paulo: Atlas.

SICSÚ, J. (2003). *Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana*. Revista Análise Econômica. Porto Alegre, ano 21, n.39, março.

SICSÚ, J.; OLIVEIRA, S.C. (2003). *Taxa de juros e controle da inflação no Brasil*. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J.; FERNANDO DE PAULA,L.(orgs.). *Agenda Brasil: Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. São Paulo: Fundação Konrad Adenauer.

SMITH, A. (1996). *A riqueza das nações – investigação sobre sua natureza e suas causas*. São Paulo: Nova Cultural.

VARIAN, H. R. (2000). *Microeconomia – princípios básicos*. São Paulo: Campus.

VASCONCELLOS, G. F. (1997). *O príncipe da moeda*. Rio de Janeiro: Espaço e Tempo.