

FERNANDA ISADORA MUNDIM GONÇALVES

Liberalização financeira:  
uma resenha crítica

BELO HORIZONTE

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS-UFMG

2010

FERNANDA ISADORA MUNDIM GONÇALVES

# Liberalização financeira: Uma resenha crítica

Monografia a ser apresentada ao Curso de Ciências  
Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais como  
parte dos requisitos do Programa de Educação Tutorial-PET

---

Orientador: Prof. Dr. Marco Flávio da Cunha Resende.  
Universidade Federal de Minas Gerais.

BELO HORIZONTE

FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS-UFMG

2010

## **SUMÁRIO**

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>4</b>
<b>CAPÍTULO 2: O PROCESSO DE LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA.....</b>	<b>6</b>
2.1. ANTECEDENTES DA LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA.....	6
2.1.1. Bretton Woods.....	6
2.1.2. O surgimento dos euromercados.....	7
2.2. LIBERALIZAÇÃO.....	8
2.2.1. O declínio de Bretton Woods.....	8
2.2.2. Fim das restrições financeiras.....	9
2.3. ASCENSÃO DAS FINANÇAS ESPECULATIVAS.....	10
2.3.1. Inovações financeiras.....	10
2.3.2. Sistema monetário internacional pós - Bretton Woods.....	12
2.3.3. A lógica especulativa dos mercados.....	13
<b>CAPÍTULO 3: CONTROVÉRSIAS SOBRE A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA. 15</b>	<b>15</b>
3.1. UMA ALTERNATIVA À LIVRE MOBILIDADE DE CAPITAIS.....	15
3.1.1. O debate.....	15
3.1.2. Instrumentos e tipos de controles de capitais.....	16
3.2. ARGUMENTOS ORTODOXOS.....	17
3.2.1. Visão Geral.....	17
3.2.2. O modelo.....	18
3.2.3. Teoria da eficiência dos mercados de capitais.....	19
3.2.4. Outros argumentos.....	21
3.2.5. A informação assimétrica.....	22
3.3. ARGUMENTOS HETERODOXOS.....	22
3.3.1. Visão geral.....	22
3.3.2. O papel da incerteza.....	23
3.3.3. Instabilidade financeira de Minsky.....	25
3.3.4. Políticas econômicas e sua autonomia.....	27
3.3.5. Outros argumentos.....	28
<b>CAPÍTULO 4: EXPERIÊNCIAS COM CONTROLES DE CAPITAIS.....</b>	<b>29</b>
4.1. CHILE.....	29
4.2. MALÁSIA.....	31
4.3. TAILÂNDIA.....	34
4.4. CHINA.....	36
4.5. COLÔMBIA.....	38
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>40</b>

## INTRODUÇÃO

Um importante debate presente atualmente na literatura econômica refere-se à liberalização financeira e seus efeitos sobre as economias dos países. Alguns economistas acreditam que a livre mobilidade de capitais proporciona aumento do bem-estar social, alocando os recursos de maneira ótima. Outros, contudo, argumentam que o processo de liberalização financeira deixou as economias mundiais mais suscetíveis a crises financeiras e mais vulneráveis a choques externos. O presente trabalho, portanto, visa apresentar os argumentos de duas Escolas econômicas a respeito das conseqüências da liberalização financeira: a Escola ortodoxa – também chamada de neoclássica – e a Escola heterodoxa de base keynesiana. Ademais, objetiva-se, por meio dessa análise teórica, reconhecer em uma das teorias aquela mais condizente com a realidade financeira dos mercados internacionais.

Para responder, portanto, à pergunta aqui posta – *A liberalização financeira possui efeitos positivos ou negativos sobre as economias mundiais?* – desenvolver-se-á, primeiramente, no Capítulo 2, uma revisão histórica do processo de liberalização financeira. Tal revisão terá início nos antecedentes da liberalização, de onde remete o debate a respeito da utilização dos controles de capitais – a alternativa aqui proposta à livre mobilidade de capitais. Dessa forma, discutiremos o papel do sistema monetário instituído na Conferência de Bretton Woods, em 1944, assim como suas limitações, que, juntamente com o desenvolvimento dos euromercados, marcaram o início da era liberal<sup>1</sup>. Será feita, então, uma caracterização do período pós-Bretton Woods, marcado pelo fim das restrições financeiras instituídas nesse regime e pela ascensão não só de inovações nos mercados financeiros, como também das finanças especulativas internacionais.

A partir da análise da dominância da lógica especulativa nos mercados financeiros, observa-se que a esfera real das economias não mais se confunde com a esfera monetária, de modo que ambas devem ser estudadas separadamente. Logo, os modelos normalmente utilizados para explicar os mercados financeiros merecem ser revistos, uma vez que não mais estão em acordo com a realidade dos mercados. Propõe-se, assim, no Capítulo 3, uma revisão teórica dos principais argumentos das teorias ortodoxa – teoria convencional – e

---

<sup>1</sup> A era liberal é aqui definida como o período que vai desde o início do processo de liberalização financeira (meados da década de 1970) até os dias atuais.

heterodoxa em relação aos mercados financeiros internacionais. Não se busca, entretanto, neste trabalho, uma caracterização precisa de ortodoxia e heterodoxia econômicas, mas apenas uma descrição e análise de seus argumentos em relação à liberalização financeira e à utilização de controles de capitais.

Por fim, partindo da exposição teórica da ortodoxia – que defende a liberalização financeira como um meio de alocar eficientemente os recursos de uma economia – e da heterodoxia – que acredita que os controles de capitais devem ser implementados *vis-à-vis* a livre mobilidade de capitais –, apresentamos, no Capítulo 4, um estudo de casos de países que adotaram restrições sobre a movimentação de capitais: Chile, Malásia, Tailândia, China e Colômbia. Pretende-se, por meio deste, fornecer evidências em prol da argumentação desenvolvida pela teoria de inspiração keynesiana, favorável aos controles de capitais. Assim, embora o estudo das experiências dos países não prove a veracidade da teoria heterodoxa – o que somente poderia ser feito por meio de uma análise empírica –, ele dá suportes teóricos e históricos que nos ajudam a caminhar em direção à resposta da questão de pesquisa aqui proposta.

## **CAPÍTULO 2: O PROCESSO DE LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA**

### **2.1. ANTECEDENTES DA LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA**

#### **2.1.1. Bretton Woods**

O sistema monetário internacional que surge em meados do século XX – como consequência de duas grandes guerras mundiais e da Depressão Econômica dos anos 1930 – baseia-se nas proposições definidas na Conferência de Bretton Woods, realizada em 1944. Belluzzo (1995), sintetizando os objetivos que levaram ao novo sistema monetário, atribuiu a esse momento da história econômica mundial a necessidade de se “constituir uma ordem econômica internacional capaz de alentar o desenvolvimento, sem obstáculos, do comércio entre as nações, dentro de regras monetárias que garantissem a confiança na moeda-reserva” e, além disso, “erigir um ambiente econômico internacional destinado a propiciar um amplo raio de manobra para as políticas nacionais de desenvolvimento, industrialização e progresso social”.

Foram adotadas, com esse intuito, em Bretton Woods, medidas que visavam o livre comércio, buscando restabelecer e estimular o comércio internacional de mercadorias. No que diz respeito à livre movimentação de capitais, contudo, não havia presunção semelhante, sendo estabelecidas, na conferência, restrições ao fluxo financeiro entre os países (CAVES, FRANKEL, JONES, 2001). A adoção de tais restrições foi sugerida por John Maynard Keynes, que acreditava que os controles de capitais dariam autonomia aos países para realizarem as políticas econômicas necessárias. Com as restrições, os países não estariam sujeitos a uma fuga de capitais decorrente de uma menor taxa de juros nem a mudanças nas expectativas dos agentes. Portanto, os formuladores de políticas econômicas não comprometeriam o nível das reservas internacionais de seus países ao manterem o regime de câmbio-fixo ajustável instituído na conferência de Bretton Woods. Assim, viabilizava-se a execução de políticas de pleno emprego baseadas na diminuição da taxa de juros e na expansão contra-cíclica dos gastos públicos. Além disso, como colocado em Sicsú e Carvalho (2006a), os desequilíbrios oriundos do excesso de entradas de capitais

deveriam ser evitados pelos controles estabelecidos, uma vez que não há segurança de que fundos fugitivos recebidos pelos países seriam usados para investimentos fixos.

Embora a conferência de Bretton Woods tenha significado uma vitória das propostas de regulação do sistema financeiro, as regulações nesse momento impostas estavam muito longe de se igualarem àquelas inicialmente propostas por Keynes. Estas visavam à criação de um banco central dos bancos centrais – Clearing Union – que seria responsável pela regulação de liquidez mundial e prestador de última instância. Os Estados Unidos, no entanto, por terem emergido da Segunda Guerra Mundial como potência hegemônica e como principal credor do mundo, vetaram as propostas de Keynes, deixando as funções de uma possível Clearing Union ao Federal Reserve. Dessa maneira, as instituições regulatórias criadas em 1944 – FMI e Banco Mundial – ficaram submissas ao poder estadunidense e “o sistema monetário e de pagamentos que surgiu do Acordo de Bretton Woods foi menos ‘internacionalista’ do que desejariam os que sonhavam com uma verdadeira ‘ordem econômica mundial’” (BELLUZZO, 1995, p.13).

Entre 1944 e 1971, período em que os princípios econômicos estabelecidos em Bretton Woods vigoraram, o padrão monetário vigente foi o ouro-dólar. O papel da moeda americana como moeda-veículo<sup>2</sup> internacional garantia a conversibilidade do dólar em ouro, em uma paridade fixa. Dessa maneira, o dólar era a moeda utilizada para a manutenção das reservas internacionais de todos os países, uma vez que era a única moeda conversível em ouro. Os Estados Unidos, assim, por serem o país emissor da moeda-veículo internacional, tinham o benefício da senhoriagem, ou seja, podiam financiar seus déficits no balanço de pagamentos emitindo sua própria moeda.

### 2.1.2. O surgimento dos euromercados

Os euromercados surgiram nos anos 1960 e se igualam a qualquer outro mercado para depósitos e empréstimos, exceto pelo fato de que a operação não é feita na moeda do país em que é realizada (CAVES, FRANKEL, JONES, 2001). A principal vantagem desses mercados em relação aos outros reside no fato de que não há reserva compulsória para os depósitos feitos nos euromercados. Assim, desde o início, os mercados de eurodólares

---

<sup>2</sup> Moedas-veículo são definidas por Caves, Frankel & Jones como aquelas usadas como referência nas transações financeiras e reais.

atraíram depositantes como as grandes corporações americanas e outros cidadãos não-americanos que realizavam transações em dólares em grande volume.

Uma vez que, nesses mercados, os dólares mudavam de mãos entre pessoas de nacionalidades diferentes – o país do tomador de empréstimos experimentava uma entrada de dólares originária do país do depositante que, por sua vez, experimentava uma saída de capitais –, os controles de capitais estabelecidos em Bretton Woods eram contornados de maneira legal. Desse modo, o circuito financeiro dinamizava-se.

A partir de 1973, houve um crescimento da dimensão dos euromercados, em decorrência do aumento do preço do petróleo naquele ano. Os países da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) obtiveram ganhos em dólares muito superiores à sua capacidade de gastá-los, de modo que decidiram investi-los nos euromercados. Esses “petrodólares”, por sua vez, encaminharam-se por meio de empréstimos aos países em desenvolvimento e a outros importadores de petróleo, que precisavam de um meio de financiamento para suas futuras importações.

A expansão dos euromercados, ao longo do tempo, enfim, deu-se em três aspectos: 1) expansão de sua base geográfica, inicialmente em Londres, para outros centros financeiros; 2) ampliação das operações em dólares para operações em outras moedas correntes, como a libra e o marco; 3) inovações nos instrumentos financeiros utilizados para as diversas operações por eles realizadas.

## 2.2. LIBERALIZAÇÃO

### 2.2.1. O declínio de Bretton Woods

Os Estados Unidos, durante o período em que vigorou o sistema instituído em Bretton Woods, “cumpriam o papel de fonte autônoma de demanda efetiva e prestador de última instância” (BELLUZZO, 1995, p.14). Dessa forma, a economia norte-americana possuía a função de reguladora do sistema capitalista, mantendo um déficit no balanço de pagamentos responsável por prover o resto do mundo de liquidez – como anteriormente mencionado.

Sucessivos déficits no balanço de pagamentos, embora fossem viabilizados pelos ganhos de senhoriagem estadunidenses, fatalmente levariam à falta de lastro em ouro da

moeda-veículo internacional – o dólar –, prejudicando a manutenção de sua conversibilidade.

(...) aí é que surge a contradição, quanto mais o país central acumular sucessivos déficits da balança de pagamentos financiados em sua própria moeda, maior tenderá a ser a razão entre a quantidade de moeda-chave em circulação na economia mundial e as reservas de ouro do país central. (SERRANO, p.246)

Essa contradição, associada ao crescimento descontrolado do crédito criado nos euromercados – responsável pelo aumento considerável da quantidade de dólares em circulação no mundo –, acabaria por forçar o abandono da conversibilidade do dólar em ouro pelos Estados Unidos, em 1971. Até esse período, os Estados Unidos mantinham um saldo positivo na balança comercial a despeito do saldo negativo do balanço de pagamentos. A partir dos anos 1970, no entanto, o déficit comercial passou a ter uma participação cada vez maior no déficit do balanço global, indicando uma grande saída de dólares no território norte-americano, induzindo uma pressão sobre a desvalorização de sua moeda.

Uma desvalorização imediata, contudo, implicaria um risco de fuga para o ouro, introduzindo uma restrição de balança de pagamentos nos Estados Unidos, à medida que o ouro substituísse o dólar nas transações internacionais. Assim, para não comprometer o papel do dólar como moeda-veículo, os Estados Unidos se viram obrigados a suspender a conversibilidade do dólar a uma taxa fixa com o ouro, em 1971. Em 1973, o regime de taxas fixas de câmbio já havia sido abolido. (SERRANO, 2002)

Somente em 1979 as ameaças ao dólar cessaram, com o aumento abrupto das taxas de juros norte-americanas, visando à preservação da função de reserva de sua moeda nacional. Essa medida estadunidense acabou impondo o fim das proposições definidas em Bretton Woods. De acordo com Belluzzo (1995, p.15), “ao impor a regeneração do papel do dólar como reserva universal através de uma elevação sem precedentes das taxas de juros, os Estados Unidos deram o derradeiro golpe no estado de convenções que sustentara a estabilidade relativa da era keynesiana”.

## 2.2.2. Fim das restrições financeiras

Com o fim do regime de taxas de câmbio fixas, diversos países não mais viam a necessidade de manter restrições financeiras, reduzindo ou abandonando os controles de capitais em vigor desde Bretton Woods. Dava-se início, assim, nos anos 1970, o processo de liberalização financeira, que ocorreu de maneira distinta para cada país.

A Alemanha, desde o fim da Segunda Guerra Mundial, desencorajava a entrada de capitais – principalmente norte-americanos – visando evitar pressões sobre a valorização do marco e manter o controle sobre a oferta monetária do país. A partir da instauração do regime de câmbio flexível, nos anos 1970, contudo, já se apresentavam sinais da liberalização realizada pelo governo. Outro país que controlava a entrada de capitais era o Japão, onde os residentes eram proibidos de adquirir ativos estrangeiros. O motivo para tais restrições era a preocupação com a independência monetária do país. Com o fim do sistema monetário instituído em Bretton Woods, associado a uma maior competição comercial japonesa, os controles sobre o fluxo de capitais ao país foi abolido, por volta de 1979.

Outros países, como Reino Unido, França e Itália, eram usualmente adeptos do controle sobre a saída de capitais, buscando minimizar suas preocupações com déficits na balança de pagamentos e com uma depreciação da moeda doméstica. Nas décadas de 1970 e 1980, entretanto, observava-se uma forte tendência liberalizante nesses países.

Embora muitos países ainda mantivessem restrições financeiras na década de 1980, pode-se apresentar a liberalização como a tendência vigente desse período. Antes de 1990, por exemplo, Espanha e Portugal abandonaram seus controles, buscando atender ao prazo final para a liberalização fixado pela União Européia. Austrália e Nova Zelândia, também na década de 1980, executavam medidas liberalizantes. Dessa maneira, nos anos 1980, a maioria dos países industrializados e desenvolvidos possuía um mercado de capitais essencialmente aberto. Em relação aos países emergentes, muitos retiraram seus controles de capitais nos anos 1990. (CAVES, FRANKEL, JONES, 2001)

## 2.3. ASCENSÃO DAS FINANÇAS ESPECULATIVAS

### 2.3.1. Inovações financeiras

A maior dinâmica do circuito financeiro nas últimas décadas do século XX tem como determinantes a expansão dos euromercados e a desregulamentação financeira

promovida pelos governos nesse período. A internacionalização dos mercados financeiros, iniciada com o processo de liberalização, foi, além disso, fortemente estimulada pelo surgimento de inúmeras inovações financeiras. Estas, juntamente com as melhorias nas tecnologias de comunicação, responsabilizaram-se pela redução dos custos de transação nos mercados em questão.

O custo de transação normalmente aparece na forma de uma “diferença entre a oferta (bid) e o pedido (ask)”, ou seja, um *hiato* entre o preço que o banco se dispõe a pagar na compra de uma determinada moeda corrente e o preço pelo qual se dispõe a vendê-la (CAVES, FRANKEL, JONES, 2001, p. 426).

Dessa maneira, “as inovações financeiras contribuíram para reduzir as diferenças de custos entre a taxa de retorno paga aos investidores e o custo do capital pago pelos tomadores finais de empréstimos” (CAVES, FRANKEL, JONES, 2001, p. 440). Ademais, tais inovações aumentaram a mobilidade internacional dos capitais.

Embora muitas das inovações sejam motivadas por choques tecnológicos externos – como nas telecomunicações e computadores –, freqüentemente elas se caracterizam por serem respostas endógenas a um ambiente de incerteza no mercado financeiro. Com a alta volatilidade das taxas de juros e de câmbio desde 1973, os riscos com os quais os investidores se defrontam aumentaram, implicando uma necessidade de se desenvolver instrumentos de proteção.

Uma das técnicas mais usuais utilizada pelos investidores para se protegerem dos riscos advindos da volatilidade das taxas de câmbio e de juros consiste no *hedging*, ou seja, em vender ou comprar moeda a termo. No mercado de câmbio a termo, os realizadores de negócios firmam um contrato com um banco por meio do qual ambos concordam em realizar uma conversão da moeda estrangeira em moeda doméstica, no futuro, porém a uma taxa de câmbio fixada no momento em que o contrato é firmado. Desse modo, o investidor se protege de uma possível depreciação da moeda doméstica, ao receber um preço estabelecido pela taxa de câmbio a termo, ao invés da incerta taxa de câmbio que viria a prevalecer no futuro.

O mercado de câmbio futuro, assim como o mercado de câmbio a termo, corresponde a um compromisso firmado para comprar moeda em um momento posterior. O mercado de futuros, entretanto, diferentemente de uma operação de câmbio a termo,

envolve um depósito (prêmio) a ser feito no momento em que o contrato é firmado. Dessa maneira, o investidor recebe uma espécie de margem que cobre o pagamento de qualquer perda decorrente de uma flutuação inesperada da taxa de câmbio. Outros instrumentos utilizados pelos investidores como proteção aos riscos dos mercados financeiros podem ser citados, como o mercado de opções e as técnicas de swap. Porém, sua análise e descrição profundas encontram-se fora do escopo deste trabalho.

A securitização, outra inovação financeira, contudo, devido a sua importância singular para o mercado financeiro, merece ser analisada em seus pormenores. O conceito de securitização adotado neste trabalho corresponde à definição de Caves, Frankel e Jones (2001), por meio da qual tal fenômeno é definido num sentido mais amplo, “para denotar qualquer aumento no uso de valores mobiliários em mercados internacionais de capital com base em empréstimos bancários”. Com esse fenômeno, também chamado de desintermediação financeira, os bancos de diferentes países começaram a revender seus empréstimos em mercados secundários, onde tal dívida se convertia num ativo mobiliário, como um título.

Em função do surgimento das inovações financeiras mencionadas, o mercado de derivativos e futuros cresceu de maneira significativa, gerando um crescimento exponencial dos mercados financeiros mundiais. Isso se deveu ao fato de que, a partir dos anos 1980, o uso das inovações financeiras se deu principalmente para fins especulativos. Dessa maneira, cada agente do mercado financeiro passou a realizar operações – utilizando-se dos instrumentos citados – possuindo somente uma ínfima parcela do valor total das operações. Com isso, houve um descolamento entre as esferas real e financeira da economia, o que será brevemente abordado.

### 2.3.2. Sistema monetário internacional pós - Bretton Woods

Após o colapso das proposições definidas pelo acordo de Bretton Woods, surgiu um novo sistema monetário e financeiro baseado, também, no dólar como moeda-veículo internacional. É importante ressaltar, contudo, que, nesse sistema, o dólar deixou de estar vinculado a qualquer mercadoria real – no caso, o ouro – e, por isso, passou a desempenhar a função de moeda financeira. Assim, a moeda-veículo não mais cumpre somente a função

de reserva de valor como um padrão monetário clássico, mas também passa a ser o denominador comum da riqueza financeira global. (PRATES, 2005)

Outros aspectos do sistema monetário que emergiu após o declínio de Bretton Woods consistem no regime de câmbio flutuante e na livre mobilidade de capitais. A associação desses fatores implicou uma extrema volatilidade das taxas de câmbio e de juros, caracterizando um ambiente de instabilidade financeira. “A imprevisibilidade da evolução das taxas de câmbio estimulou a especulação nos mercados de câmbio e os fluxos de capitais de curto prazo, que acentuaram ainda mais a volatilidade dos mercados de divisas” (PRATES, 2005, p.268)

### 2.3.3. A lógica especulativa dos mercados

As autoridades públicas tiveram, bem como as inovações financeiras, um importante papel na ascensão das finanças especulativas internacionais. Primeiramente, os governos dos países promoveram a desregulamentação financeira que propiciou um aumento da mobilidade internacional de capitais. Em segundo lugar, ao recorrerem aos mercados financeiros internacionais para financiarem suas dívidas, o poder público sustentou o mercado de dívidas públicas – que somente pôde se desenvolver devido ao fenômeno da securitização. (PLIHON, 1995) Desse modo, o papel das autoridades governamentais, associado a outros fatores, bem como as medidas estadunidenses que elucidaram o fim do sistema Bretton Woods, propiciaram um crescimento vertiginoso das finanças internacionais.

(...) a evolução da crise do sistema de crédito internacionalizado e as respostas dos Estados Unidos ao enfraquecimento do papel do dólar criaram as condições para o surgimento de novas formas de intermediação financeira e para o desenvolvimento de uma segunda etapa da *globalização*. Esse processo de transformações na esfera financeira pode ser entendido como a generalização e a supremacia dos mercados de capitais em substituição à dominância anterior do sistema de crédito comandado pelos bancos. (BELLUZZO, 1995, p.16)

As finanças internacionais se desenvolveram, portanto, de acordo com sua própria lógica, o que representava um distanciamento entre as esferas real e financeira da economia. A globalização financeira, assim, explicada, no início, pela necessidade de

financiamento dos desequilíbrios mundiais nos balanços de pagamentos – função do sistema de crédito bancário no qual se baseava o mercado financeiro anteriormente –, originou um sistema financeiro internacional dominado pela lógica especulativa. A expansão dos fluxos financeiros internacionais a partir da década de 1980 atingiu tamanha magnitude que estes não mais poderiam ser explicados pelas necessidades da economia mundial real. (PLIHON, 1995)

A especulação, que consiste na retenção de ativos na expectativa de aumento dos seus valores, passou a condicionar, assim, o comportamento dos agentes econômicos, que não mais utilizavam os instrumentos financeiros do mesmo modo. Os operadores do mercado financeiro, antes com a intenção de se protegerem contra os riscos oriundos de suas operações, passaram a utilizar as técnicas e inovações financeiras para lucrarem no curto e no longo prazo, ao aumentarem o valor de seus ativos.

(...) a lógica especulativa entranhou-se, profundamente, no comportamento do conjunto de agentes econômicos e passou a condicionar suas decisões de consumo, poupança, investimento, aplicação financeira, endividamento e concessão de crédito, em âmbito doméstico e internacional. (PRATES, 1995, p.270)

A partir da dominância da especulação nos mercados financeiros, originária do processo de abertura da conta de capitais dos países, torna-se justificável uma análise que reconsidere os modelos comumente utilizados para analisar esses mercados. Para isso, deve-se levar em conta não só o comportamento especulativo dos agentes econômicos, mas, também, a instabilidade financeira decorrente da liberalização.

## CAPÍTULO 3: CONTROVÉRSIAS SOBRE A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA

### 3.1. UMA ALTERNATIVA À LIVRE MOBILIDADE DE CAPITAIS

#### 3.1.1. O debate

A onda liberalizante que ocorreu no final do século XX estava de acordo com as proposições do FMI. Na assembléia anual do ano de 1997, inclusive, aprovou-se a remoção do artigo VI de seu estatuto, por meio do qual se legitimava a adoção de controles de capitais. (SICSÚ, CARVALHO, 2006a) Segundo Munhoz (2010), o reconhecimento dos custos dos controles de capitais foi o principal responsável pelas críticas feitas a esse tipo de restrição financeira. Dentre esses custos, a autora destaca o aumento da taxa de juros doméstica e a redução do acesso aos mercados internacionais de crédito.

A pressão pró-liberalização financeira, no entanto, arrefeceu-se após a eclosão das crises financeiras<sup>3</sup> dos anos 1990 – crises asiática, russa, brasileira e outras. No lugar de tal pressão, surgiu a discussão sobre quais seriam os pré-requisitos de uma economia para que a liberalização financeira se perpetuasse de maneira a não causar danos. A manutenção de controles de capitais, assim, passou a ser considerada como uma alternativa temporária, necessária somente enquanto reformas fossem realizadas visando à retomada futura do processo de liberalização.

Confessadamente, em suas missões rotineiras de monitoração anteriores à crise asiática, o FMI pode ter se inclinado em demasia, algumas vezes, na direção de uma negligência benigna à medida que alguns países prematuramente liberalizaram os mercados para movimentos de capitais de curto termo, antes de a estrutura regulatória interna estar criada para lidar com eles. (...) Dito isto, o papel de controles temporários e limitados, especialmente para economias em níveis intermediários de desenvolvimento financeiro, exige mais estudo. (SICSÚ, CARVALHO, p.1, 2006a apud ROGOFF, 2002)

A ocorrência das crises durante a década de 1990, contudo, não somente proporcionou uma mudança na postura do FMI, como também reacendeu o debate sobre a adoção de controles permanentes de capitais. Juntamente com as crises de 1990, as experiências positivas de alguns países com os controles de capitais – como Malásia,

---

<sup>3</sup> A descrição pormenorizada dessas crises não corresponde aos objetivos do presente trabalho.

China, Chile e Colômbia – também contribuíram para o ressurgimento do debate em relação a esse tipo de restrição financeira.

Alguns economistas acreditavam – e ainda acreditam – que a restrição permanente ao livre movimento de capitais é prejudicial a uma economia. Outros, entretanto, compartilham a visão de que os argumentos em prol da liberalização financeira são frágeis e inconclusivos. Cabe, a partir de agora, nesse estudo, explicitar os argumentos das diferentes correntes de pensamento econômico sobre esse assunto, buscando uma análise que considera a lógica especulativa dos mercados e, também, o caráter instável destes.

### 3.1.2. Instrumentos e tipos de controles de capitais

Antes de entrarmos em uma discussão teórica a respeito das diferentes visões econômicas sobre a utilização de controles de capitais em uma economia, é importante definir alguns conceitos. Em primeiro lugar, o conceito de controles de capital precisa ser mais rigorosamente explicitado. Cabe, aqui, também, diferenciar os tipos e instrumentos de controles de capitais que estão à mercê dos formuladores de políticas econômicas.

Para tanto, utilizaremos a abordagem de Munhoz (2010), que define os controles de capitais como “qualquer restrição ao movimento de capitais através das fronteiras de um país, seja pela entrada ou pela saída de capitais estrangeiros” (MUNHOZ, 2010, p 134). De acordo com a argumentação da tese em questão, os controles de capitais devem ser utilizados dentro de uma proposta de uso permanente, com o objetivo de limitar efetivamente os fluxos de capitais especulativos em uma economia.

Em uma análise sintética, a autora apresenta dois tipos de controles de capitais: o controle à entrada e o controle à saída destes. Uma economia que pretende controlar o influxo de capitais estrangeiros age preventivamente, buscando selecionar o volume e o melhor tipo de recurso para o país. Dessa maneira, evita-se uma excessiva atração de capitais em períodos de alta liquidez internacional. A estratégia de controlar a saída de capitais, por sua vez, busca impedir uma enorme fuga de recursos em períodos de baixa liquidez, sendo adotada, muitas vezes, em caráter emergencial (temporário). Essa estratégia pode integrar, também, um conjunto de medidas visando à inserção externa de uma determinada economia.

Caracterizados os tipos de controles de capitais, deve-se passar à análise de seus instrumentos, que também podem ser divididos em dois grupos: instrumentos diretos ou administrativos e instrumentos indiretos ou precificados. Os instrumentos do primeiro grupo são utilizados com o intuito de restringir a mobilidade de capitais em termos quantitativos, afetando diretamente o volume dos fluxos financeiros entre as fronteiras internacionais. Esse grupo abrange, portanto, “proibições completas ou limites (totais ou parciais) explícitos que reduzem o escopo da liberdade de gestão privada de portfólios” (MUNHOZ, 2010, p.136). Como exemplos desses instrumentos, pode-se citar a fixação de tetos de crédito e o tabelamento de juros.

O grupo de instrumentos indiretos ou precificados, diferentemente do primeiro grupo descrito, visam desencorajar os fluxos de capital por meio do aumento de seus custos, logo, utilizam-se dos mecanismos de desestímulos tributários, depósitos compulsórios, taxas de câmbio múltiplas, entre outros. Assim, atuando com base no mercado, tais instrumentos podem afetar os preços e/ou o volume de dadas transações financeiras.

Com a definição explícita dos controles de capitais anteriormente mencionados, passa-se, então, à análise dos argumentos das principais teorias econômicas – teoria ortodoxa (neoclássica ou neoliberal) e teoria heterodoxa, de base keynesiana – em relação ao debate “Liberalização financeira X Controles de capitais”.

## 3.2. ARGUMENTOS ORTODOXOS

### 3.2.1. Visão Geral

A teoria ortodoxa argumenta que a liberalização financeira é fortemente correlacionada com o crescimento econômico, além de proporcionar o fortalecimento do desenvolvimento do sistema financeiro de uma economia. Dessa forma, essa teoria é contrária à adoção de controles de capitais permanentes, uma vez que estes teriam efeitos danosos ou inócuos para a economia.

Os neoclássicos, contudo, incluem-se na gama de economistas que acreditam que a adoção de controles poderia ocorrer caso esta fosse temporária. O argumento reside no fato

de que algumas economias precisam realizar reformas econômicas antes de promoverem a liberalização financeira, o que as leva ao uso de controles de capitais temporários – um “mal necessário”.

Também há o argumento de que a retirada dos controles de capitais deva ser adiada i) para após a redução de um grande déficit orçamentário governamental, para impedir um excesso de empréstimos enquanto o déficit do governo ainda estiver estimulando a demanda e ii) para após a conclusão de qualquer programa e estabilização monetária planejado, novamente para impedir que os estrangeiros adquiram apressadamente os ativos domésticos. (CAVES, FRANKEL, JONES, p.440)

Outra discussão muito presente na escola econômica ortodoxa diz respeito à sequência ótima de liberalização, ou seja, sobre qual seria a melhor maneira de esse processo ser realizado de modo a evitar a ocorrência de crises. Para esses teóricos, o ideal seria que todas as restrições e controles financeiros fossem removidos imediata e simultaneamente. Como essa estratégia nem sempre é possível, argumenta-se que deve haver um ordenamento ótimo – liberalização doméstica ocorrendo em primeiro lugar e por último a liberalização internacional, ou vice-versa – pois “a sequência errada de liberalização pode alocar ativos incorretamente e levar a um resultado insatisfatório, de terceiro melhor” (CAVES, FRANKEL, JONES, p.439).

O consenso entre os economistas neoclássicos a respeito desse assunto parece ser o de que a liberalização dos capitais internacionais deve vir por último. A justificativa para esse argumento é que a prematura remoção dos controles pode provocar excessivos fluxos de capitais em reação a possíveis incentivos distorcidos.

Embora haja divergência entre os economistas ortodoxos a respeito da estratégia ótima de liberalização, todos concordam que a liberalização financeira acarreta um maior crescimento econômico dos países. Para melhor explicar essa afirmação, passaremos a uma descrição dos pressupostos nos quais a ortodoxia se baseia, e que justificam sua posição acerca dos controles de capitais.

### 3.2.2. O modelo

A construção do modelo econômico neoclássico de mercados financeiros baseia-se em alguns pressupostos fundamentais. Segundo Plihon (1995), tais pressupostos seriam a homogeneidade dos comportamentos, o equilíbrio geral e as expectativas racionais. De

acordo com a abordagem do autor, esse modelo analisa a realidade econômica a partir da utilização da hipótese de um agente representativo cujo comportamento ocorre unicamente de acordo com as expectativas racionais. Partindo dessa elaboração, os agentes econômicos do mercado financeiro (os operadores) otimizam seus lucros sob a restrição do rendimento de seu portfólio.

O comportamento especulativo desses agentes, assim, baseia-se nas leis econômicas, os chamados fundamentos, como, por exemplo, a paridade do poder de compra e a paridade das taxas de juros<sup>4</sup>. Essas leis econômicas, de acordo com a teoria ortodoxa, são conhecidas por todos e, também, estáveis, de modo que os agentes possam realizar seu procedimento de maximização de lucro e bem-estar partindo da distribuição de probabilidades dos eventos econômicos. Dessa maneira, os mercados financeiros convergem espontaneamente para um equilíbrio geral estacionário.

A partir do conhecimento dessas leis e na ausência de intervenção dos governos, o comportamento racional dos agentes orientaria a melhor distribuição dos recursos. (BELLUZZO, 1995) Essa alocação dos recursos, considerada eficiente pela teoria neoclássica, é o que justifica seu argumento de que a livre mobilidade de capitais proporciona um maior crescimento econômico dos países.

### 3.2.3. Teoria da eficiência dos mercados de capitais

A principal linha de argumentação teórica dos ortodoxos, como já mencionado, reside na defesa de que a liberalização financeira estimula a alocação ótima dos recursos e, por isso, acarreta um maior crescimento econômico dos países. De acordo com Munhoz (2010), os estudos neoclássicos resumem a relação entre liberalização financeira e crescimento econômico em cinco canais de transmissão: alocação internacional de recursos mais eficiente, melhor alocação global de riscos, transferência de tecnologia ou acumulação de capital e convergência, desenvolvimento do sistema financeiro doméstico e disciplina macroeconômica. Nesse tópico, iremos apresentar a teoria por detrás do primeiro canal de transmissão supracitado, a teoria da eficiência dos mercados.

---

<sup>4</sup> “Essas teorias explicam a evolução das taxas de câmbio em função dos preços relativos dos bens e serviços entre os países (paridade do poder compra) e em função dos diferenciais de taxas de juros (paridade das taxas e juros)”.(PLIHON, 1995, p.72)

A teoria da eficiência dos mercados consiste na aplicação aos mercados financeiros e cambiais do modelo de concorrência pura e perfeita com expectativas racionais. Sua conclusão mais relevante é que as cotações dos títulos e das moedas são eficientes na medida em que refletem toda a informação disponível nos mercados. (PLIHON, 1995, p. 72)

Assim, o mais importante princípio dessa teoria é a perfeita (eficiente) alocação de recursos feita pelo mercado que opera livremente. Esse princípio apóia-se na idéia de que, assim como a liberalização comercial, a liberalização dos movimentos de capital promove ganhos que levam ao aumento da eficiência de operações de uma economia. Assim, a liberalização financeira, para a teoria neoclássica, aumenta o crescimento econômico e o bem-estar da sociedade, em especial nos países emergentes, uma vez que

[permite] uma alocação internacional de capitais mais eficiente, o que seria particularmente benéfico a países em desenvolvimento, já que os capitais deveriam fluir dos países mais ricos, onde sua produtividade seria menor, para os mais pobres, onde a escassez desse fator lhes permitiria obter altos retornos. (SICSÚ, CARVALHO, 2006a)

Segundo essa lógica, os capitais tendem a se movimentar dos países desenvolvidos para os países em desenvolvimento, cujas taxas de juros são maiores. Dessa maneira, a remoção dos controles de capitais – abertura da conta de capitais – promoveria um aumento da poupança disponível e sua canalização para investimentos produtivos nesses países, responsáveis por acelerar seu crescimento econômico.

A abertura das contas de capital dos países, assim, por promover uma alocação eficiente dos recursos, aumenta as oportunidades de diversificação dos portfólios, oferecendo aos investidores maiores chances de obterem altas taxas de retorno sobre seus investimentos. Além disso, há o aumento das possibilidades de financiamento do comércio e do investimento mundiais, por meio dos quais os países podem atingir patamares de renda mais elevados.

Observa-se, dessa maneira, que a argumentação neoclássica em defesa da liberalização financeira baseia-se, essencialmente, na eficiência dos mecanismos de mercado em promover bem-estar para uma economia. É importante observar a superioridade que a teoria neoclássica atribui aos mecanismos de mercado, principalmente em relação aos mecanismos que envolvem a intervenção do Estado. Por meio da

transposição da teoria da eficiência dos mercados domésticos para os mercados financeiros internacionais, portanto, defende-se que a livre mobilidade de capitais proporciona uma alocação ótima de recursos e uma maior diversidade de carteiras de portfólio. (SICSÚ, CARVALHO, 2006a) Vale a pena salientar, porém, que a validade da hipótese de eficiência dos mercados só se estabelece se os pressupostos supracitados na sessão anterior forem atendidos.

#### 3.2.4. Outros argumentos

Munhoz (2010) apresenta uma série de autores que defendem a liberalização financeira sob diferentes pontos de vista. Não se pretende, contudo, no presente trabalho, diferenciar e descrever cada autor. Logo, a descrição que aqui será feita se restringirá aos argumentos pró-liberalização em geral.

Um dos argumentos citados por Munhoz (2010) em sua revisão bibliográfica consiste no fato de a liberalização financeira promover o desenvolvimento dos sistemas financeiros dos países em desenvolvimento. Tal desenvolvimento se daria pela maior disponibilidade de fundos de capitais, aperfeiçoando o sistema financeiro ao torná-lo mais transparente, competitivo, eficiente e, logo, mais completo e estável. Ademais, economias em desenvolvimento podem, com a liberalização, beneficiar-se das fronteiras tecnológicas, incorporando inovações financeiras de outros países.

Argumenta-se, também, na literatura neoclássica, que as economias que promovem a abertura de sua conta de capital atraem grandes fluxos de capitais na forma de investimento estrangeiro direto. Esse influxo de capitais representa um acréscimo à poupança doméstica e um estímulo ao crescimento econômico, podendo aumentar o padrão de vida dos países em desenvolvimento. Outro argumento favorável à liberalização financeira, ainda, diz respeito à contribuição dos fluxos de capitais para os ajustes do balanço de pagamentos, principalmente em economias com déficits em conta corrente.

Por fim, algumas linhas de argumentação ortodoxas estão relacionadas aos efeitos líquidos positivos da liberalização. Para estas, o crescimento do produto promovido pela liberalização financeira se fará sentir no longo prazo, enquanto os custos desse processo prevalecerão no curto prazo. Dessa forma, no final do processo, a economia sofrerá impactos positivos, como os acima mencionados.

### 3.2.5. A informação assimétrica

A validade da hipótese da eficiência dos mercados de capitais, defendida pela teoria ortodoxa convencional, só pode se estabelecer se os pressupostos necessários à existência de equilíbrio competitivo e à convergência da economia para esse equilíbrio forem atendidos. Dentre esses pressupostos, como anteriormente mencionado, estão a expectativa racional dos agentes, a homogeneidade dos comportamentos e o total acesso às informações no mercado.

A Escola Novo Keynesiana<sup>5</sup>, embora pertencente à ortodoxia econômica, afirma a existência, nas economias, da assimetria na distribuição das informações relevantes. Essa assimetria se deve ao fato de que os agentes econômicos dos mercados financeiros (operadores) não possuem total conhecimento das informações que precisam para tomar suas decisões. Tal ausência de conhecimento, em parte, deve-se à natureza incerta das operações financeiras. A assimetria de informações, assim, por romper com os pressupostos estabelecidos pela teoria neoclássica, “reduz a eficiência do sistema de preços na obtenção da alocação ótima de recursos” (SICSÚ, CARVALHO, 2006a, p.13). O principal argumento neoclássico em defesa da liberalização financeira, dessa maneira, esvai-se a partir da proposição dos novos-keynesianos de que os mercados financeiros apresentam assimetria de informações.

## 3.3. ARGUMENTOS HETERODOXOS

### 3.3.1. Visão geral

A teoria heterodoxa, de base keynesiana, tem como um de seus pilares a defesa da ação de um Estado regulador na economia, uma vez que, para essa linha teórica, o mercado não tem o poder de otimizar a alocação de recursos. Não é surpreendente, dessa maneira, que os economistas heterodoxos proponham a adoção de controles de capitais permanentes.

A heterodoxia argumenta, em geral, que os benefícios da liberalização financeira não se manifestam, o contrário ocorrendo com seus custos. Para essa teoria, a livre

---

<sup>5</sup> A Escola Novo Keynesiana pertence à ortodoxia econômica, uma vez que considera a moeda neutra no longo prazo. Essa Escola, porém, não se encontra no sub grupo radical da ortodoxia, pois considera que a rigidez de preços e salários, além de informações assimétricas, resultam na neutralidade da moeda a curto prazo.

mobilidade internacional de capitais está fortemente associada a crises bancárias, cambiais e crises financeiras generalizadas. Essas crises ocorrem de maneira recorrente, em especial nos países emergentes. Afinal,

Quando um país liberaliza seu sistema financeiro, este se torna mais sujeito à disciplina exercida pelo mercado através dos investidores estrangeiros e domésticos (...) Se um país se torna dependente do capital estrangeiro, deslocamentos repentinos dos fluxos de capitais estrangeiros podem criar dificuldades financeiras. (MUNHOZ, 2010, p. 25)

Para a heterodoxia econômica, assim, a vulnerabilidade das economias às crises financeiras é explicada pelo processo de abertura da conta de capital dos países. Esse processo introduz, também, riscos distintos na economia, tais como o risco cambial, fuga de capitais, fragilidade financeira, contágio<sup>6</sup> e risco de solvência. A seguir, visando melhor explicar esse argumento, detalharemos as proposições teóricas que sedimentam a abordagem keynesiana dos mercados financeiros – esta que busca propor um modelo mais condizente com a realidade financeira do capitalismo.

### 3.3.2. O papel da incerteza

A hipótese teórica de maior importância para a argumentação heterodoxa sobre os mercados financeiros diz respeito ao papel de extrema relevância atribuído à incerteza fundamental dos mercados. Para essa escola, o futuro é incerto pois os agentes tomam decisões de maneira livre, sendo que boa parte de suas ações não são orientadas por dados objetivos. Isso se deve ao fato de que, na economia, existem decisões cruciais, ou seja, decisões que alteram o ambiente original em que foram tomadas. Desse modo, os eventos econômicos se tornam únicos, ensejando a ausência de distribuição de probabilidades para estes.

Com a ausência de distribuição de probabilidades dos eventos econômicos, os estados de confiança e os *animal spirits*<sup>7</sup> – entre outras variáveis subjetivas – adquirem fundamental importância na tomada de decisões dos agentes. Para a escola econômica heterodoxa, a subjetividade das decisões se deve à incerteza, que adquire um papel ainda

<sup>6</sup> “O risco de contágio refere-se à perigosa possibilidade que um país enfrenta de que seja vítima de uma instabilidade financeira que se origina em outro país” (MUNHOZ, 2010, p.6)

<sup>7</sup> *Animal spirits* se referem, segundo a teoria heterodoxa, aos comportamentos dos agentes que não são guiados pela objetividade, e sim pela expectativa não-probabilística que o agente tem do futuro em um determinado momento.

mais importante no que diz respeito aos mercados financeiros. Nestes, os agentes baseiam suas ações nas expectativas de ganhos no futuro, recompensas essas que também só se revelarão no futuro.

A abordagem neoclássica, portanto, não é condizente com a realidade dos mercados financeiros. De acordo com Plihon (1995), a hipótese ortodoxa de um agente econômico representativo implica que os agentes tenham um comportamento homogêneo, o que, de fato, não ocorre. Para ele, o mercado é formado por duas grandes categorias de agentes (operadores): os fundamentalistas, que seguem a lógica das leis econômicas mencionadas na sessão anterior; e os chartistas, que se baseiam na opinião média de mercado. Essa hipótese de que os agentes reagem aos rumores do mercado, fundamentada pela teoria keynesiana, baseia-se na hipótese supracitada da “incerteza fundamental e irremediável que cerca as transações com ativos financeiros e de capital” (SICSÚ, CARVALHO, 2006a, p.15).

Assim, na ausência de probabilidades para os eventos econômicos futuros, há um comportamento mimético dos agentes, em que um copia aquele que acredita possuir a informação, o que acaba formando um preço que reflete a psicologia de mercado, em “um processo de *expectativas auto-realizadoras* em que um preço vai se autoconfirmar mesmo sendo muito diferente de seu nível de equilíbrio fundamental” (PLIHON, 1995, p.73). Desse modo, a abordagem keynesiana de equilíbrios múltiplos – diferentes equilíbrios para cada nível de opinião média do mercado – vai de encontro à concepção convencional ortodoxa de que o mercado converge para uma posição predeterminada, uma posição de equilíbrio geral estacionário.

De acordo com essa visão, os mercados financeiros não podem ser eficientes para revelar uma realidade subjacente. Em um mundo onde a incerteza exerce um papel preponderante, afinal, o mercado financeiro funciona como fornecedor de liquidez, e não como mecanismo eficiente de alocação de capitais. (SICSÚ, CARVALHO, 2006a). Assim, há a necessidade de regras e instituições responsáveis pela canalização das expectativas, de modo a diminuir a dispersão destas e reforçar a coerência do mercado financeiro dessas economias. O modelo heterodoxo de explicação dos mercados financeiros, desse modo, justifica a sua defesa da adoção de controles de capitais.

### 3.3.3. Instabilidade financeira de Minsky

A análise da hipótese de instabilidade financeira de Minsky será feita, no presente trabalho, a partir da abordagem de Munhoz (2010). Pretende-se, nessa sessão, assim, apresentar o argumento teórico de Minsky e, com isso, relacionar sua hipótese de instabilidade financeira (HIF) com o processo de abertura da conta de capitais dos países.

Em primeiro lugar, é importante salientar que a hipótese construída por Minsky diz respeito às economias capitalistas com sistemas financeiros sofisticados e com ativos de capital de alto custo. Assim, a partir de tal caracterização, busca-se mostrar o motivo de essas economias possuírem um caráter instável.

Para Minsky, a origem da instabilidade básica de uma economia está na tendência de investimento especulativo. Como as expectativas em relação aos retornos futuros do investimento são subjetivas e incertas – no sentido de incerteza não-probabilística –, a decisão de investir será a responsável por definir a vulnerabilidade de uma economia frente a choques adversos. Isso ocorre pois, na condição de incerteza, esta é o determinante da trajetória da renda e do emprego.

O financiamento do investimento, desse modo, assume um papel preponderante na análise minskyana. Segundo o autor, tal financiamento se dá de duas formas: por meio de recursos próprios ou mediante a tomada de empréstimos. Os bancos, contudo, nem sempre conseguem atender à demanda por crédito, pois o volume e a oferta deste dependem das expectativas dos bancos em relação aos retornos dos empréstimos. As inovações financeiras, assim, tornam-se cruciais para a administração dos bancos, uma vez que os permitem “reduzir a necessidade de reservas e aumentar o volume de recursos de terceiros captados de forma a compatibilizar com a alavancagem dos empréstimos” (Munhoz, 2010, p.36).

Buscando entender de que forma mudanças nas condições financeiras impactam na estrutura corrente e patrimonial dos bancos, Minsky define três estruturas financeiras diferentes: finanças Hedge, Especulativa e Ponzi. Estas nada mais são do que situações financeiras que relacionam os fluxos futuros esperados de lucros de uma unidade econômica e seus compromissos financeiros. Assim, partem da forma como os agentes planejam financiar seus investimentos e saldar seus compromissos.

A primeira estrutura financeira de Minsky, a postura Hedge, consiste no caso em que o agente financeiro contrai dívidas, mas espera pagar seus juros e amortizações sem a necessidade de recorrer a novos financiamentos. Isso ocorre por o fluxo esperado das receitas ser maior do que as obrigações de pagamentos, em todos os períodos, durante a vigência do financiamento. Na postura Especulativa, diferentemente da postura Hedge, o agente econômico possui recursos para pagar os juros de sua dívida, mas não a amortização do empréstimo principal. Desse modo, uma nova dívida é contraída para que a primeira possa ser paga. Os agentes, nesse caso, possuem pagamentos de dívidas que superam a arrecadação das receitas.

A postura Ponzi, por sua vez, caracteriza-se pelo fato de o agente financeiro rolar sua dívida não somente sobre o empréstimo principal, mas também sobre os juros a pagar. Há, assim, na vigência do financiamento, um endividamento crescente, já que o devedor espera pagar os juros e as amortizações a partir da contração de outra dívida. Logo, o agente especulativo transforma-se em agente Ponzi.

A diferença fundamental entre os dois últimos agentes – especulativo e Ponzi – consiste no fato de que o refinanciamento feito pelo primeiro não aumenta a dívida, enquanto para os agentes Ponzi esse aumento ocorre e é constante. As firmas com postura Ponzi acabam por apostar “na revenda futura de seus ativos a um preço mais elevado do que o atual para poderem arcar com as dívidas acumuladas ao longo do tempo” (Munhoz, 2010, p.37). É nesse sentido, portanto, que o número de agentes com postura Ponzi em uma economia está estritamente relacionado com a formação de bolhas especulativas e, concomitantemente, com a ocorrência de crises econômicas.

Assim, de acordo com Munhoz (2010), pode-se dizer que quanto maior o número de agentes Ponzi na economia, maior a vulnerabilidade desta às mudanças no mercado financeiro mundial – especialmente na taxa de juros. A relação entre a liberalização financeira e a hipótese de instabilidade financeira de Minsky ocorre, então, quando se considera os países como sendo as unidades econômicas de Minsky. Desse modo,

(...) a liberalização financeira aumenta a possibilidade de crises financeiras, já que quando há abundância de liquidez internacional, os mercados financeiros externos aceitam financiar países com posturas financeiras Especulativa e Ponzi. (MUNHOZ, 2010, p. 38)

Assim, num contexto de liberalização financeira, os países com postura especulativa tornam-se cada vez mais próximos da postura Ponzi, e aqueles com essa última postura aumentam suas dívidas em proporções crescentes. A capacidade dos países que se enquadram na postura Ponzi de saldar seus compromissos acaba, portanto, diminuindo de maneira considerável, provocando crises financeiras de proporções insustentáveis.

### 3.3.4. Políticas econômicas e sua autonomia

Outra importante crítica feita pelos autores keynesianos à liberalização financeira diz respeito à (falta de) autonomia das políticas públicas em um ambiente de livre movimentação de capitais. A política econômica, por exemplo, após o início do processo de liberalização, perdeu os pilares que a sustentavam, em especial no que diz respeito às políticas monetária e cambial – intervenções esterilizadas no mercado cambial, manipulação das taxas de juros e controle cambial. Segundo Plihon (1995), os bancos centrais não possuem reservas cambiais suficientemente grandes para enfrentar os ataques especulativos, mesmo que estas tenham aumentado com a facilidade de empréstimos. Dessa maneira, no caso de uma ameaça de fuga de capitais, sempre existirá um limite para o aumento da taxa de juros, que poderá não conseguir reverter esse fluxo de saída.

(...) a título de ilustração, para defender eficientemente uma moeda vítima de ataques especulativos baseados numa desvalorização antecipada de 10% no horizonte de um mês, seria necessário elevar até mais de 120% o nível das taxas de curto prazo, o que, evidentemente, é incompatível com os objetivos internos da política monetária. (PLIHON, 1995, p.75)

De acordo com a abordagem neoclássica, um Banco Central que apresente credibilidade não perde sua autonomia frente aos ataques especulativos, uma vez que tem sua reação de restrição da oferta monetária antecipada pelos agentes, provocando uma valorização imediata da taxa de câmbio. Caso o Banco Central não tenha credibilidade, entretanto, ele não será capaz de reverter o movimento de depreciação de sua moeda.

Para os keynesianos, no entanto, a credibilidade de um Banco Central é condição insuficiente para proteger uma economia das instabilidades advindas da especulação. A idéia defendida por eles reside no fato de que os mercados financeiros estão sujeitos a um

risco sistêmico, um risco de instabilidade originário dos movimentos especulativos, que ampliam os desequilíbrios mundiais. Desse modo, a crise resultante desses movimentos só pode ser solucionada a partir da instituição de uma autoridade monetária reguladora, fora dos mercados, autoridade essa que pode ser representada por meio da adoção dos controles de capitais.

### 3.3.5. Outros argumentos

Para enfim fecharmos a análise da argumentação teórica heterodoxa a respeito da liberalização financeira, propõe-se, nessa sub-sessão, relacionar brevemente outros argumentos dessa teoria em favor da utilização de controles de capitais. Para tanto, partiremos, novamente, da análise bibliográfica feita por Munhoz (2010), sem focar nas distinções existentes entre um autor e outro.

Um argumento predominante entre os economistas heterodoxos baseia-se na afirmação de que, em um mundo de livre ou alta mobilidade de capitais, *sudden stops*<sup>8</sup> de influxos de capitais podem ter conseqüências desastrosas, em especial para países emergentes. Dessa maneira, controles de capitais são desejados para que se evite a reversão de fluxos financeiros e, concomitantemente, declínios no crescimento econômico.

Além disso, a heterodoxia econômica afirma que os controles de capitais podem diminuir potencialmente os custos do processo de liberalização financeira, tais como a apreciação da moeda doméstica, a redução da competitividade das exportações, a doença holandesa<sup>9</sup> e a ineficiência dos investimentos devido a distorções do mercado. Ademais, a livre mobilidade de capitais implica uma alta volatilidade da taxa de câmbio em regimes de câmbio flutuante, o que, durante uma crise, pode causar um *overshooting* cambial. A súbita reversão dos fluxos de capitais provocaria, assim, uma enorme depreciação do câmbio, prejudicando financeiramente a economia doméstica e provocando pressões inflacionárias e/ou recessão. Entre os benefícios dos controles de capitais, enfim, citamos novamente a autonomia da política econômica doméstica e o isolamento de uma economia frente a choques externos. (MUNHOZ, 2010)

---

<sup>8</sup> *Sudden stops*: uma parada não antecipada no influxo de um grande volume de capitais.

<sup>9</sup> “A ‘doença holandesa’ está associada a algum grau de desindustrialização devido ao aumento da receita de exportação decorrente da descoberta de recursos minerais. A conseqüência dessa descoberta é a apreciação da moeda doméstica causada por uma onda de influxos de capitais”.(MUNHOZ, 2010, p.130)

## **CAPÍTULO 4: EXPERIÊNCIAS COM CONTROLES DE CAPITAIS**

As diferentes abordagens teóricas a respeito da liberalização financeira e da adoção de controles de capitais, apresentadas no capítulo anterior, podem ser fundamentadas ou não a partir de experiências históricas. Esse capítulo, portanto, visa descrever e analisar experiências de países que adotaram controles de capitais, buscando evidências históricas sobre qual concepção teórica – ortodoxa ou heterodoxa – encontra-se mais próxima da realidade das economias mundiais. Para tanto, desenvolver-se-á uma apreciação de cinco países que, durante a década de 1990, fizeram uso de tais controles de capitais: Malásia, Tailândia, Chile, Colômbia e China.

### **4.1. CHILE**

O Chile adotou controles de capitais em dois períodos distintos: entre 1978 e 1982 e entre 1991 e 1998. Os dois episódios foram marcados pela imposição da realização de depósitos não-remunerados, no Banco Central, pelos fluxos financeiros estrangeiros. O objetivo dessa política de controles era evitar a excessiva apreciação cambial da moeda chilena (o peso) e conceder ao Banco Central uma maior autonomia de política monetária. Os controles adotados no primeiro período, no entanto, embora tenham sido rigorosos e tenham proporcionado uma redução significativa nos influxos de capitais, não isolaram o país de uma crise financeira. Em 1981-1982, o peso tinha desvalorizado cerca de 90% e uma grande quantidade de bancos havia sido comprada pelo governo. (MUNHOZ, 2010)

Em consequência de tal crise financeira, uma reforma bancária foi implementada em 1996, dando o suporte necessário para que o Chile voltasse a adotar controles de capitais e, também, para que o país resistisse às crises financeiras internacionais da década de 1990. Assim, em 1991, os controles de capitais adotados diziam respeito à entrada de capitais e tinham caráter preventivo. Esse episódio chileno é definido por Sicsú & Carvalho (2006b) como um momento em que os instrumentos de controle adotados eram “amigáveis ao mercado”.

Nesse caso, não se proíbem ou se limitam transações de tipos determinados, mas (...) tenta-se desestimular certas formas de movimento de capitais. O exemplo mais citado é o chileno nos anos 90, que foi seguido de perto por outros países, inclusive o Brasil em torno da implementação do Plano Real, pela Colômbia entre 1993 e 1998, pela Tailândia no período entre 1995 e 1997 e pela Malásia em 1994. (SICSÚ, CARVALHO, 2006b, p.147)

O principal instrumento de controle adotado pelo Chile foi o depósito de reserva não-remunerada (URR – unremunerated reserve requirement), que funcionava similarmente a uma Taxa Tobin<sup>10</sup>, como controle indireto, baseado em preços. Primeiramente, esse requerimento de reserva consistia numa taxa de 20%. O depósito deveria ser realizado no Banco Central para o período de um ano, sobre os passivos em moeda estrangeira, em especial para firmas que tomavam empréstimos diretamente, incluindo, assim, a totalidade dos novos créditos. O depósito incluía, também, títulos de renda fixa, não englobando fluxos de portfólio ou investimento direto estrangeiro – pelo menos não inicialmente – nem créditos de comércio. Juntamente com o URR, iniciou-se, nesse período, uma liberalização na saída de capitais e um alargamento da banda da taxa de câmbio.

No ano de 1992, o URR aumentou sua abrangência, passando a incidir sobre outras formas de aplicação financeira. Ademais, a taxa incidente sobre essas aplicações foi elevada a 30%. Paralelamente a essas mudanças, controles diretos de capitais foram implementados, tais como: exigências de prazo de permanência de capitais e, para os tomadores de crédito, exigência de *rating* elevado atribuído por agências internacionais de classificação de risco. Em junho de 1998, contudo, pressionado pela crise asiática, o país se viu obrigado a reduzir a taxa do URR, que caiu para 10% primeiramente, reduzindo-se, depois, a zero. (MUNHOZ, 2010)

No que diz respeito à eficácia dos controles de capitais adotados na economia chilena, as conclusões da literatura ainda são controversas. De acordo com Munhoz (2010), alguns autores acreditam que os controles chilenos só foram eficazes após 1995, com o aumento da taxa do URR. Para esses autores, a economia chilena estava sujeita a uma evasão de divisas, ao não taxar o comércio não faturado. Ademais, segundo essas argumentações, o URR chileno não teria desencorajado os influxos de crédito de curto prazo para o setor privado, falhando, portanto, na contribuição para uma política monetária

<sup>10</sup> A Taxa Tobin consiste numa tributação sobre as movimentações financeiras internacionais de caráter especulativo e foi proposta pelo economista americano James Tobin nos anos 1970.

independente. Outros autores, contudo, apesar de reconhecerem as evidências de que as restrições promovidas pelo Chile tiveram efeitos sobre a taxa de juros doméstica, argumentam que a magnitude desse efeito foi pequena, questionando, também, a eficácia dos controles adotados em promover a autonomia monetária. Há, ainda, na literatura, trabalhos que indicam que os controles estabelecidos sobre os influxos de capitais contribuíram para “isolar (parcialmente) o país – ou pelo menos a taxa de câmbio – de distúrbios externos”.(MUNHOZ, 2010, p.142)

A análise da experiência chilena, em geral, levanta o debate acerca da utilização dos requerimentos não remunerados de reservas. De acordo com grande parte da literatura,

Requerimentos não-remunerados de reservas têm potencial para serem um instrumento flexível para equilibrar desequilíbrios macroeconômicos que aumentam quando há ondas de influxos de capitais, tais como grandes déficits de conta corrente e excessivas apreciações da taxa de câmbio real. (MUNHOZ, 2010, p.143)

Além disso, para os autores adeptos desse argumento, esse tipo de controle de capitais é de grande utilidade para a aplicação de políticas econômicas contra-cíclicas, pois aumentam a autonomia de política frente “fluxos pró-cíclicos de capitais”.

Apesar da ausência de uma conclusão única e da imensa quantidade de autores que debatem a respeito do caso chileno, no entanto, pode-se inferir que os benefícios dos controles de capitais superam seus custos. Isso se deve ao fato de que houve impactos sobre a composição e a variação dos fluxos de capitais direcionados à economia chilena. Dessa forma, tem-se, desde já, um caso histórico que não se encaixa na argumentação ortodoxa de que controles de capitais são inócuos ou prejudiciais a uma economia.

## 4.2. MALÁSIA

A adoção de controles de capitais na Malásia é vista como o principal exemplo de eficácia desse tipo de política. Daí a importância de se estudar tal experiência, uma vez que grande parte da comunidade econômica internacional previu o seu fracasso – além de ter agido efetivamente contra a economia. “No entanto, a despeito de previsões frustradas e ações adversas dos liberalizantes, os controles foram muito bem-sucedidos” (SICSÚ, CARVALHO, 2006b, p.144).

A economia malaia passou por dois períodos em que adotou controles sobre os fluxos de capitais: no ano de 1994, quando adotou controles sobre as entradas de capitais; e durante a crise asiática<sup>11</sup> de 1997-1998, quando os controles agiam sobre as saídas de capitais. No primeiro episódio, devido à atração de fluxos proporcionada pela alta taxa de juros doméstica, pela expectativa de apreciação da moeda malaia – o *ringgit* –, e pela perspectiva de estabilidade macroeconômica duradoura, viu-se necessário a adoção de medidas que restringissem o influxo de capitais ao país. Entre as medidas adotadas, estavam:

1. os residentes foram proibidos de vender ativos financeiros para não-residentes com prazo de maturidade inferior a um ano;
2. os bancos comerciais foram proibidos de realizar certas transações financeiras com não-residentes;
3. o endividamento bancário no exterior foi limitado
4. parte das aplicações de bancos estrangeiros em ativos domésticos era não-remunerada. (SICSÚ, CARVALHO, 2006b, p.148)

Já no final de 1994, os objetivos de tais medidas foram alcançados, de modo que as restrições puderam ser relaxadas. Provou-se, nesse período, a eficácia dos controles de capitais adotados, com a redução do volume dos influxos de capitais e, também, de seus prazos de permanência no mercado financeiro malaio. Desse modo, as pressões sobre a apreciação do *ringgit* se dissiparam.

O período em que a Malásia adotou controles sobre a saída de capitais, posteriormente, deve ser melhor analisado no presente trabalho pois consiste em um caso de maior interesse na esfera econômica. A Malásia, no contexto da crise asiática, apresentava sólidos fundamentos macroeconômicos: baixa inflação, crescimento positivo do PIB, elevados investimentos em educação e divisão equilibrada de renda. Sua moeda doméstica, contudo, com a explosão da crise, sofreu uma alta depreciação, oriunda da porta para a fuga de capitais que seu mercado *offshore* – fora das fronteiras, principalmente em Cingapura – representava.

Dessa maneira, a adoção de controles sobre a saída de capitais objetivava cessar a pressão sobre a desvalorização do *ringgit* e, para isso, estes deveriam “desmontar o mercado *offshore* de moeda doméstica [e] reduzir a atividade especulativa contra o *ringgit*” (SICSÚ, CARVALHO, 2006b, p.149). Ademais, dada a situação de crise, os controles

---

<sup>11</sup> A crise asiática foi disparada por um processo de fuga de capital e deflação de ativos financeiros no conjunto das economias dessa região, em especial o Sudeste Asiático.

também visavam a superação da crise e a retomada da autonomia de política econômica do país. A alternativa para a política monetária, vale a pena ressaltar, era manter a taxa de juros num patamar tão alto de modo que não ocorresse saídas intensivas de capitais, o que não era viável para a economia malaia.

Os formuladores de política econômica, portanto, visando alcançar tais objetivos sem elevar a taxa de juros doméstica, propuseram três blocos de medidas. O primeiro bloco visava a eliminação das posições especulativas contra o *ringgit* e, logo, o fechamento de seu mercado *offshore*. Para tanto, bloqueou-se a saída de recursos de residentes; impôs-se autorizações e limites para investimentos no exterior; e barrou-se, por um ano, a repatriação de aplicações estrangeiras de portfólio que já estavam internalizadas.

O segundo bloco de medidas, por sua vez, tinha como objetivo impedir a saída de capitais de residentes e não residentes. De acordo com Sicsú & Carvalho (2006b), as medidas adotadas nesse momento consistiam em:

1. necessidade de aprovação, para não-residentes, de conversão de moeda doméstica depositada em bancos malaios no exterior em moeda estrangeira, salvo se tal operação fosse para comprar ativos malaios (anteriormente, não existia qualquer restrição dessa natureza);
2. não-residentes ficaram impedidos de repatriar recursos obtidos com a venda de ativos financeiros da Malásia por 12 meses, a contar da data da transação de venda (anteriormente, não existia qualquer restrição dessa natureza);
3. necessidade de aprovação prévia para realização de investimentos no exterior além de certos limites por parte de residentes, *independentemente da forma da transação* (antes tal medida era aplicada somente a empresas residentes endividadas internamente);
4. a quantidade de remessa de recursos em dólares ao exterior por parte de residentes foi limitada de acordo com a quantidade de recursos trazidos para a Malásia por não-residentes (antes, era necessária aprovação de operações de exportação de moeda estrangeira, mas não havia qualquer limite). (SICSÚ, CARVALHO, 2006b, p.150-151.)

O último bloco de medidas, enfim, objetivava desencorajar investimentos de curto termo e reduzir a velocidade de saída dos capitais e, para isso, foram estabelecidas alíquotas de imposto para diferentes tipos de investimentos.

No que diz respeito aos resultados dos controles de capitais adotados pela Malásia nesse período, pode-se dizer que estes foram muito bem-sucedidos: os controles adotados foram efetivos, alcançando os objetivos propostos, como o fim do mercado *offshore* do

*ringgit* e a estabilidade do câmbio. O sucesso dos controles de capitais na Malásia é atribuído muitas vezes pela literatura à abrangência dos instrumentos de controles utilizados e ao esforço do Banco Central em promover o entendimento das medidas estabelecidas.

Por fim, é importante salientar, a Malásia não seguiu as recomendações do FMI sobre como enfrentar crises financeiras oriundas de fuga de capitais. Ao contrário do que previa o FMI para períodos de crise – flutuações da taxa de câmbio, elevação da taxa de juros e redução dos gastos públicos –, a Malásia optou por manter seu câmbio fixo, reduzir sua taxa de juros e aumentar os seus gastos. Desse modo, o país recuperou-se mais rapidamente da crise do que seus países vizinhos. Não se pode esquecer, contudo, que isso só foi possível pois a Malásia “neutralizou, por meio da adoção de controles, os possíveis impactos que a plena mobilidade de capitais poderia ter causado em sua economia.” (SICSÚ, CARVALHO, 2006b, p.155) É notável, portanto, que os controles de capitais contribuíram para o isolamento do país em relação ao efeito contágio da crise financeira, fato este que corrobora, historicamente, os argumentos defendidos pela heterodoxia econômica.

#### 4.3. TAILÂNDIA

A Tailândia é um país que, durante a década de 1990, recebeu um grande volume de fluxos de capitais, devido ao incentivo promovido aos empréstimos de residentes e ao relaxamento de seu processo regulatório. Esses influxos de capitais eram, em grande parte, de curto prazo, devido especialmente às facilidades bancárias internacionais de Bangkok, consistindo em empréstimos bancários, como mencionado. (MUNHOZ, 2010)

Tal cenário, marcado por sinais de superaquecimento da economia tailandesa e por políticas financeiras apertadas, acabou por resultar em medidas de caráter prudencial associadas a controles de capitais baseados no mercado. Em agosto de 1995, assim, foram adotadas as medidas a seguir:

- i) posições assimétricas em mercado aberto foram limitadas para posições curtas e longas (com pequenos limites de posições em moeda estrangeira numa tentativa de desencorajar os empréstimos estrangeiros);
- ii) requerimentos para bancos com medidas de controles de risco em moeda estrangeira e em operações de derivativos comerciais;
- iii) um

requerimento de 7% para contas de não residentes com maturidade inferior a um ano e para financiamento de curto prazo para empresas, feitos em moeda estrangeira. (MUNHOZ, 2010, p.148)

O resultado de tais medidas, contudo, foi um aumento dos influxos de capitais, o que acabou por proporcionar um novo bloco de medidas em meados de 1996. Neste, as medidas adotadas consistiam em extensão do requerimento de reserva de 7% para empréstimos de não residentes em *baht* (moeda tailandesa) e para empréstimos *offshore* de curto prazo. Houve, também, com um caráter prudencial, o aumento da quantidade adequada de requerimento mínimo de capital para bancos comerciais. Esse segundo bloco de medidas, assim, provocou uma queda dos influxos totais de capitais, devido à diminuição dos influxos de curto prazo – embora os influxos de médio e longo prazo continuassem aumentando.

Os controles de capitais adotados no país, de qualquer maneira, provocariam uma reversão abrupta dos fluxos de capitais e uma queda da atividade econômica tailandesa. Com a deterioração do saldo em conta corrente e com a queda do mercado de ações e de imóveis, o *baht* tailandês sofreu uma séria onda especulativa em 1997, impulsionando as autoridades monetárias a impor novos controles de capitais. Estes, por sua vez, objetivavam estabilizar os mercados de câmbios distintos e, também, os ataques especulativos contra o *baht*.

As medidas adotadas pelas autoridades monetárias tailandesas conseguiram, mesmo que temporariamente, acabar com a especulação sobre o *baht*, segmentando os mercados *onshore* e *offshore*. Esse sistema de controles de capitais, contudo, não foi capaz de evitar grandes saídas de capitais – principalmente por canais alternativos – ao criar oportunidades para arbitragem com juros. O diferencial de preços entre os mercados *onshore* e *offshore*, também, acabaram por originar a volta das pressões contra a moeda tailandesa. Em decorrência disso, o país foi obrigado a abandonar o regime de câmbio fixo em 1997 e a recorrer à ajuda do FMI, retomando seu crescimento somente em 1999. (MUNHOZ, 2010)

A partir da análise da experiência tailandesa com a utilização de controles de capitais, percebemos que, diferentemente da economia malaia, as medidas adotadas pela Tailândia não obtiveram o mesmo grau de eficácia, não sendo capazes de barrar as saídas de capitais. Isso se deve, em parte, ao fato de que as políticas de controle adotadas tiveram

caráter emergencial, sendo postas em prática somente após a eclosão da crise financeira asiática. Ganha-se respaldo, assim, a defesa de que os controles de capitais devem ser permanentes e abrangentes nas economias, de modo a evitar crises financeiras generalizadas.

#### 4.4. CHINA

Para se analisar a experiência com os controles de capitais vivida pela economia chinesa, é preciso, antes de tudo, ressaltar as peculiaridades desse país asiático. A China passou por reformas econômicas e sociais diferentes dos países capitalistas do Ocidente e, também, dos seus vizinhos orientais. Além disso, a China se insere na economia mundial de maneira muito distinta das habituais: sua inserção externa se dá a partir da negociação do direcionamento do fluxo de investimentos diretos estrangeiros. Nesse país, assim, a inserção é caracterizada pelo crédito orientado por bancos públicos, baixas taxas de juros, câmbio depreciado e planejamento de investimentos estatais.

Outra característica diferenciada da economia chinesa é que ela, juntamente com a economia indiana, representa uma experiência de adoção de controles de capitais permanentes e extensivos – como é, normalmente, defendido pela teoria heterodoxa. Dessa maneira, com medidas restritivas sobre os fluxos especulativos de capitais, a economia chinesa não sofreu – ou, pelo menos, foi menos impactada – com os efeitos contágio das crises financeiras internacionais.

De acordo com Munhoz (2010), há, ainda, dois outros aspectos fundamentais na economia chinesa em particular: o país é destino de uma parte expressiva dos fluxos internacionais de capitais direcionados a países em desenvolvimento, em especial via investimento direto; e, além disso, apresenta alto crescimento do PIB. Esse crescimento do PIB se reflete no acúmulo de reservas internacionais, que proporcionam um forte mecanismo de isolamento da economia chinesa frente a choques externos, ou seja, o país encontra-se menos vulnerável a possíveis fenômenos de *sudden stops*. Pormenorizados esses aspectos, passemos a análise que nos interessa: as restrições chinesas aos fluxos de capitais financeiros.

Em 1996, primeiramente, a economia chinesa adota a conversibilidade da conta de transações correntes. A conta de capitais, entretanto, continua sofrendo severas restrições

no que concerne às seguintes transações financeiras: “i) acesso ao mercado doméstico por investidores estrangeiros; ii) investimentos estrangeiros de residentes; iii) empréstimos estrangeiros; iv) investimentos diretos *offshore*” (MUNHOZ, 2010, p.151). Esses controles e restrições financeiras acabaram por favorecer as entradas de capitais de longo prazo, sobretudo os investimentos estrangeiros diretos, em detrimento dos capitais de curto e médio prazo.

Durante a crise asiática, embora a China tenha passado por um enfraquecimento de seu balanço de pagamentos, o país foi capaz de manter a estabilidade de sua moeda. Seu sistema financeiro foi pouco abalado e seu crescimento econômico apresentou apenas uma pequena retração. Dessa maneira, atribui-se à conta de capitais fechada o principal motivo da imunidade chinesa em relação à crise que assolou o continente asiático em 1997-1998. Afinal, sob um sistema financeiro enfraquecido, a China manteve sua estrutura regulatória restritiva, mesmo que avançasse no seu processo de liberalização da conta de transações correntes. (MUNHOZ, 2010)

As medidas de controles de capitais chinesas tiveram como objetivo a prevenção das saídas ilegais de capitais e, também, a manutenção da estabilidade da taxa de câmbio chinesa. Atualmente, embora passe por um momento de liberalização seletiva e limitada, a China mantém determinados controles sobre os fluxos de capitais. Esses controles são, basicamente, restrições diretas baseadas em limitações quantitativas e administrativas. Estes objetivam, no geral, restringir o acesso de investidores estrangeiros ao mercado financeiro doméstico, assim como o acesso de investidores chineses ao mercado estrangeiro; e, também, restringir os empréstimos externos.

A principal contribuição da análise da experiência chinesa para o assunto tratado no presente trabalho diz respeito ao argumento de que “as medidas administrativas extensas sobre os fluxos financeiros podem ser consideradas importante estratégia para o alcance do crescimento econômico sustentado” (MUNHOZ, 2010, p. 153). Esse argumento baseia-se na observação dos sólidos fundamentos macroeconômicos chineses, tais como a formação de seu balanço de pagamentos, o grande volume de suas reservas internacionais, as altas taxas de formação bruta de capital fixo e seu alto crescimento econômico. Dessa forma, há uma crença entre determinados grupos de economistas de que os controles de capitais são os grandes responsáveis por tais características na economia chinesa. Porém, como já

mencionado, a China é um país peculiar e em muitos aspectos diferenciado, o que nos leva a olhar mais cuidadosamente para o caso específico de sua economia.

#### 4.5. COLÔMBIA

No início dos anos 1990, a Colômbia enfrentou uma grande entrada de capitais, em especial fluxos de dívida e de investimento direto estrangeiro. O aumento dos influxos de capitais teve sua origem numa série de reformas estruturais pelas quais o país passou nesse momento, tais como: ampla liberalização cambial e comercial; redução do crédito; fim do controle da taxa de juros; reforma financeira; estratégia financeira baseada no financiamento doméstico para o setor público e no investimento direto estrangeiro para o setor privado; entre outras. (MUNHOZ, 2010)

Os influxos de capitais tiveram grande importância para o financiamento dos déficits em conta corrente colombianos, porém, exerceram grande pressão para a valorização cambial. As autoridades econômicas, portanto, adotaram regulações sobre a conta de capitais, visando desencorajar a entrada de capitais – em especial os de curto prazo – e, assim, “evitar algum efeito deletério do processo de liberalização sobre a excessiva apreciação da taxa de câmbio real” (MUNHOZ, 2010, p.157).

A primeira regulação estabelecida se deu em 1992, consistindo na aplicação de uma taxa de dedução<sup>12</sup> sobre transferências e serviços privados não financeiros, com o objetivo de reduzir as transações financeiras destinadas à especulação. Sem resultados aparentes durante 1993, o governo se viu obrigado a introduzir controles de capitais na forma de um depósito URR (como o chileno) sobre empréstimos externos. O URR colombiano baseava-se em certificados emitidos pelo Banco Central, denominados, no início, em moedas estrangeiras e, após 18 meses, em moedas domésticas. Em relação aos empréstimos, o URR limitava-se a empréstimos com maturidade superior a 18 anos. Em 1994, estabeleceu-se, também, um regime de bandas cambiais.

Mesmo com o requerimento de depósito, os influxos de capitais continuaram crescendo, de modo que o governo colombiano, em 1997, adotou uma Taxa Tobin explícita sobre as entradas de capitais – mas sem eliminar os requerimentos de reserva. Com a declaração de inconstitucionalidade à Taxa Tobin ainda em 1997, os requerimentos de

---

<sup>12</sup> Taxa sobre operações cambiais.

reserva foram apertados. Introduziu-se, também, um sistema mais simples, similar ao chileno, em que, para todos os empréstimos, haveria um depósito fixo em moeda local com uma maturidade de 18 meses. Ademais, os depósitos em dólar seriam substituídos por depósitos em pesos.

Juntamente com os requerimentos de reserva, a economia colombiana estava sujeita a outros tipos de restrições. De acordo com Munhoz (2010), a Colômbia mantinha controles diretos sobre fluxos de fundos ilegais; sujeitava à aprovação direta pela superintendência de valores mobiliários os fundos de investimento operados no país, além de submetê-los a taxas e controles explícitos; proibia o uso de fundos externos para serem emprestados em pesos; e mantinha restrições sobre as dívidas comerciais.

Embora não se deseje fazer uma discussão explícita sobre a literatura empírica a respeito da experiência colombiana, temos que, de acordo com a empiria, os controles de capitais adotados foram eficazes nos anos 1990, no sentido de que proporcionaram uma redução do volume dos influxos de capitais e melhoraram o perfil da dívida do país. Além disso, deram margem para “as autoridades monetárias adotarem políticas monetárias restritivas durante os *booms* do mercado de capitais internacionais” (Munhoz, 2010, p.158). Por fim, a literatura também mostra que os controles utilizados reduziram a vulnerabilidade da Colômbia aos choques externos. Há, dessa maneira, com o estudo do caso desse país – juntamente com a análise das experiências dos países anteriores –, fortes evidências históricas de que os controles de capitais podem, sim, serem benéficos às economias, corroborando, logo, com a teoria heterodoxa de base keynesiana.

## CONCLUSÃO

Este trabalho buscou mostrar, por meio de uma revisão histórica e teórica, as controvérsias a respeito da liberalização financeira. Na revisão histórica, apresentou-se a importância do sistema monetário e financeiro internacional instituído em Bretton Woods, em 1944, como antecedente do processo de liberalização. Nesse episódio, controles foram estabelecidos sobre a movimentação de capitais, visando conceder autonomia às autoridades monetárias para realizarem políticas monetárias contra-cíclicas. Com o fim do sistema de Bretton Woods e a eliminação da conversibilidade do dólar em ouro, deu-se início a reformas financeiras que acabariam por instituir a livre mobilidade de capitais. Salientamos, também, o papel preponderante dos euromercados no processo de liberalização, uma vez que estes consistiam numa maneira de se burlar as regulamentações financeiras instituídas em Bretton Woods.

No contexto do início do processo de liberalização financeira – meados dos anos 1970 –, observou-se o desenvolvimento de inúmeras inovações financeiras, tais como técnicas de proteção (*hedging*), o mercado de futuros, as técnicas de *swap*, a securitização, entre outras. Todas essas inovações diminuíram os custos das transações financeiras, estimulando, assim, atividades especulativas nos mercados financeiros.

Com o enorme crescimento, portanto, do mercado de derivativos e futuros, houve um descolamento da esfera real e da esfera monetária da economia, de maneira que os fluxos financeiros não mais eram explicados somente pelas necessidades da economia real. Os fluxos de capitais, até então, eram basicamente resultantes da necessidade de se financiar os déficits da conta corrente. Com o advento das inovações financeiras e da liberalização, contudo, esses fluxos passaram a ter um caráter predominantemente especulativo.

Dessa maneira, com a lógica especulativa dominando as operações dos mercados financeiros, os modelos convencionais ortodoxos utilizados para a análise desses mercados não eram mais condizentes com a realidade da economia. A teoria ortodoxa, assim, passa a ter argumentos insuficientes para defender seu argumento de que a liberalização financeira é benéfica às economias dos países. Os pressupostos essenciais para que o argumento

neoclássico seja verdadeiro – as expectativas racionais dos agentes, o equilíbrio geral e a teoria da eficiência dos mercados, por meio da qual o mecanismo de mercado alocaria os recursos financeiros de maneira eficiente –, não mais se fundamentam numa economia guiada pela incerteza.

É essa incerteza fundamental que exerce um papel preponderante na teoria heterodoxa de cunho Keynesiano. De acordo com suas proposições, o futuro é incerto, ou seja, não há uma distribuição de probabilidades imutável para os eventos econômicos. Assim, as decisões tomadas pelos agentes se baseiam na natureza subjetiva humana – *animal spirits* ou comportamento mimético – e não na lógica representada por “expectativas racionais”. A economia, dessa forma, não convergiria para um equilíbrio geral estacionário, como propõe a teoria neoclássica, de modo que os mercados não seriam capazes de alocar otimamente os recursos.

A partir da proposição heterodoxa de que os mercados não são provedores de eficiência, portanto, argumenta-se que a livre mobilidade de capitais não trás eficiência, mas sim problemas às economias mundiais. O argumento keynesiano reside no fato de que uma conta de capitais aberta torna os países vulneráveis a choques externos e a fenômenos de *sudden stops*, logo, contribuindo para a ocorrência de crises cambiais, bancárias e financeiras em geral. Ademais, a livre movimentação de capitais seria a responsável por reduzir a autonomia de políticas econômicas, principalmente da política monetária, uma vez que as autoridades seriam obrigadas a manter altas taxas de juros para prevenir uma possível reversão dos fluxos financeiros.

A análise da hipótese de instabilidade financeira de Minsky, apresentada nesse trabalho, também corrobora o argumento de que a liberalização financeira está positivamente relacionada com as crises financeiras. Por meio da diferenciação das estruturas financeiras propostas por esse autor – Hedge, Especulativa e Ponzi –, observa-se que, no contexto de liberalização financeira e de abundância de liquidez, o sistema financeiro internacional financia países com posturas Especulativa e Ponzi. Assim, as dívidas desses países aumentam em proporções crescentes e sua capacidade de saldar seus compromissos diminui, provocando crises financeiras e cambiais.

O debate, portanto, entre a teoria ortodoxa e heterodoxa, consiste fundamentalmente na questão sobre qual seria a melhor alternativa para as economias, a livre mobilidade de

capitais ou a utilização de controles sobre estes. Visando uma resposta para essa pergunta, o presente trabalho se propôs analisar as experiências de cinco países que adotaram medidas de controles de capitais nos anos 1990: Chile, Malásia, Tailândia, China e Colômbia. Esse estudo de casos nos permitiu observar que os controles de capitais utilizados nesses países foram, em geral, eficazes, no sentido de que reduziram a vulnerabilidade destes aos choques externos, aumentaram a independência de suas políticas econômicas e viabilizaram taxas mais elevadas de crescimento.

Não se pode buscar concluir algo em relação à realidade, no entanto, levando-se em consideração somente a análise histórica de alguns países. As experiências dos países são evidências fundamentais, ainda assim, de que há uma quebra no argumento da ortodoxia, por serem, pelo menos, uma exceção à regra neoclássica de que controles de capitais seriam inócuos ou maléficos às economias. O argumento heterodoxo em relação à liberalização financeira e aos controles de capitais, assim, parece-nos mais relevante. É necessário, contudo, antes de chegarmos a uma conclusão mais precisa, analisar empiricamente os dados relativos à economia mundial. A análise empírica, embora tenha sido um dos objetivos iniciais deste estudo, está fora do escopo do presente trabalho, fazendo parte, porém, de uma agenda de pesquisa futura.

## REFERÊNCIAS

BELLUZZO, L. G. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. *Economia e Sociedade*, Campinas, v.4, p.11-20, Jun., 1995.

CAVES, R. E.; FRANKEL, J. A.; JONES, R. W. A internacionalização dos mercados financeiros. In: \_\_\_\_\_ *Economia internacional: comércio e transações globais*. 8ª edição. LOCAL EDIÇÃO: Saraiva, 2001. cap.21, p.422-459.

MUNHOZ, V. C. V. *Vulnerabilidade externa no Brasil: ensaios sobre fluxos internacionais de capitais, instabilidade financeira e controles de capitais*. 2010. 200f. Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2010.

PLIHON, D. A ascensão das finanças especulativas. *Economia e Sociedade*, Campinas, v.5, p.61-78, Dez., 1995.

PRATES, D. As assimetrias do sistema financeiro internacional. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v.9, n.2, p.263-288, Mai./Ago., 2005.

ROGOFF, K. Managing the world economy. *The Economist*. Ago., 2002.

SERRANO, F. Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, Campinas, v.11, n.2, p. 237-253, Jul./Dez., 2002.

SICSÚ, J.; CARVALHO, F. C. Controvérsias recentes sobre controles de capitais. In: Org SICSÚ, J.; FILHO, F. F. *Câmbio e controles de capitais: Avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. cap.1, p.1-28

\_\_\_\_\_. Experiências de controles do fluxo de capitais: focando o caso da Malásia. In: Org SICSÚ, J.; FILHO, F. F. *Câmbio e controles de capitais: Avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006. cap.7, p.142-156.