



Universidade de Brasília  
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência  
da Informação e Documentação - FACE.  
Departamento de Economia

# **A Inserção da América Latina no Sistema Centro-Periferia, no Contexto de Finanças Globalizadas: Observações para México, Brasil e Argentina.**

**Saulo Quadros Santiago**

Brasília

Novembro de 2016



Universidade de Brasília  
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência  
da Informação e Documentação - FACE.  
Departamento de Economia

# **A Inserção da América Latina no Sistema Centro-Periferia, no Contexto de Finanças Globalizadas: Observações para México, Brasil e Argentina.**

**Saulo Quadros Santiago**

Tese apresentada ao Departamento de Economia da Universidade de Brasília como requisito à obtenção de título de Doutor em Economia.

Orientadora: Adriana Moreira Amado

Brasília

Novembro de 2016



**A Inserção da América Latina no Sistema Centro-Periferia, no  
Contexto de Finanças Globalizadas: Observações para México,  
Brasil e Argentina.**

**Brasília, outubro de 2016.**

---

**Orientadora: Profa. Dra. Adriana Moreira Amado – FACE/UnB**

---

**Profa. Dra. Maria de Lourdes Rollemberg Mollo – FACE/UnB**

---

**Profa. Dra. Andrea Felipe Cabello – FACE/UnB**

---

**Dr. Marcos Antônio Macedo Cintra – IPEA**

---

**Profa. Dra. Esther Dweck – IE/UFRJ**

---

**Suplente: Prof. Dr. Ricardo Silva Azevedo Araújo – FACE/UnB**

**“Há dois lados na divisão internacional do trabalho: um em que alguns países especializam-se em ganhar, e outro em que se especializam em perder. Nossa comarca do mundo, que hoje chamamos de América Latina, foi precoce: especializou-se em perder desde os remotos tempos em que os europeus do Renascimento se lançaram pelo mar e fincaram os dentes em sua garganta.”**

**(Eduardo Galeano, *As Veias Abertas da América Latina*)**

## **Agradecimentos**

Durante a elaboração deste trabalho, tive o prazer e a sorte de conviver com várias pessoas que me auxiliaram emocional e intelectualmente, ao longo desse processo, que demanda concentração, serenidade e dedicação.

Agradeço especialmente à professora Adriana Amado, pela paciência e pela disposição em me orientar neste trabalho e por ter me incentivado a encarar o doutorado, desde o momento em que entreguei minha dissertação de mestrado.

Agradeço à professora Lourdinha pelo apoio, incentivo e ensino de teorias monetárias comparadas, sempre conduzido de forma bastante atenciosa, desde a minha graduação em economia na UnB.

Agradeço ao Marcos Cintra, pelas conversas preciosas e esclarecedoras sobre o funcionamento do sistema financeiro internacional e sobre as economias latino-americanas, pelos comentários sempre pertinentes sobre o meu trabalho e por me encorajar a aperfeiçoá-lo.

Agradeço à Andrea Cabello e à Esther Dweck pela disponibilidade em ler minha tese e pelos comentários que me permitiram enriquecê-la e possibilitarão o desenvolvimento de trabalhos futuros.

Agradeço aos professores Ricardo Araújo e Joaquim Andrade, pelas excelentes aulas de crescimento econômico e macroeconomia, das quais busquei tirar o máximo de proveito possível.

Agradeço à Keiti Gomes, à Natália Vieira, ao Pedro Celso, ao Pedro Garrido e à Daniela Freddo, amigos que tive a oportunidade de conhecer na UnB e que tornaram o doutorado mais prazeroso.

Agradeço a todas as pessoas da Oficina Flamenca, em especial às professoras Renata El-moor, Patrícia El-moor e Bruna Silveira, e às colegas e amigas de flamenco Monica Rodriguez, Luciane Improta, Adriana Gomes, Luciana Militão, Juliana Portilho, Letícia Farias, Daniela Miller, Anna Raíssa e Simone Santos, por me proporcionarem momentos de alegria, em que a dança me permitiu extravasar as emoções mais interiores e aliviar toda a tensão gerada pela elaboração da tese.

Agradeço à minha mãe, ao meu padrasto e às minhas irmãs Isabela e Fernanda, pelo apoio emocional ao longo de toda a vida.

Agradeço, por fim, ao Marcelo, pelo apoio, pelo enorme incentivo e pelo grande carinho, indispensáveis para atravessar esse longo período de trabalho, esforço e dedicação.

## Resumo

Esta tese analisa a vulnerabilidade externa da América Latina, resultante da sua inserção periférica no cenário internacional e da participação no processo de globalização financeira, a partir da década de 1990, com maior ênfase para o México, o Brasil e a Argentina. Para isso, chama-se atenção, inicialmente, para os argumentos utilizados pelo referencial teórico ortodoxo em defesa da liberalização e da globalização financeira, enfatizando os benefícios ressaltados por eles, em termos de estabilidade e crescimento. Em seguida, contrapõe-se esta concepção com as ideias pós-keynesianas, adotadas por este trabalho, destacando-se o impacto que as variáveis monetárias e financeiras exercem sobre as variáveis reais e, por isso, a influência que os fluxos internacionais de capital apresentam sobre o desempenho macroeconômico doméstico. Desenvolve-se, então, o argumento de que o aumento da integração financeira, em escala mundial, tornam as economias nacionais suscetíveis a variações na preferência pela liquidez internacional, que se refletem em oscilações nas taxas de câmbio e de juros e nos preços dos ativos. Estas, por sua vez, ficam mais frequentes e bruscas, devido à ascensão do comportamento especulativo, proporcionada pela liberalização dos mercados mundiais e pelas inovações financeiras.

Uma vez realizadas essas observações teóricas, é fornecida uma interpretação ampliada do sistema centro-periferia, a partir da síntese entre os referenciais teóricos pós-keynesiano e estruturalista, que permite particularizar os impactos da globalização financeira sobre as economias periféricas. Obtém-se, então, uma caracterização ampla destas economias, em particular, das latino-americanas, abrangendo suas especificidades reais, monetárias e financeiras. A partir disso, analisam-se a sua inserção periférica nos mercados globais, as suas consequências em termos de aumento da volatilidade macroeconômica, com efeitos sobre investimento, crescimento e emprego. Enfatiza-se que os países latino-americanos recorrem a financiamentos junto aos mercados externos, em face da dependência tecnológica em relação aos países centrais e do baixo grau de desenvolvimento dos sistemas financeiros domésticos. Ademais, argumenta-se que a reduzida liquidez de suas moedas resulta na emissão de dívidas externas denominadas predominantemente em moeda estrangeira e que a baixa competitividade autêntica dificulta a obtenção de divisas, em montante suficiente para honrar os compromissos externos. Ao final, verifica-se, a partir de dados empíricos, o elevado grau de exposição das economias da América Latina a variações na preferência pela liquidez internacional, obtendo evidências de que os países da região podem ser classificados como unidades especulativas ou mesmo Ponzi.

**Palavras-chave:** Globalização financeira; Liquidez internacional; América Latina; Pós-Keynesianismo; Preferência pela liquidez; Estruturalismo.

## **Abstract**

This thesis analyzes Latin America external vulnerability as a consequence of its way of insertion in international scenario and of its participation in financial globalization process, since 1990s, putting greater emphasis on Mexico, Brazil and Argentina. For this purpose, it gives attention initially to arguments adopted by orthodox theoretical framework in defense of liberalization and financial globalization, emphasizing the benefits highlighted by them, in terms of stability and growth. Then, mainstream arguments are contrasted with post-Keynesian ideas, adopted by this thesis, which emphasize the impacts that monetary and financial variables have on real ones and which are more skeptical about the effects of international capital flows on domestic macroeconomic performance. It explores the argument that financial integration on a global scale increases national economies susceptibility to variations in international preference for international. These variations provoke fluctuations in exchange rate, interest rates and asset prices, which become more frequent and abrupt due to the rise on speculative behavior, encouraged by global markets liberalization and financial innovations.

After that, it is provided a wide interpretation about center-periphery system, obtained through from a synthesis between post-Keynesian and structuralist theoretical frameworks, in order to deeply particularize financial globalization impacts on peripheral economies. Therefore, a broad characterization of these economies is obtained, particularly Latin American ones, covering their real, monetary and financial specificities. From this theoretical framework, peripheral insertion in global markets and its consequences in terms of increased macroeconomic volatility, with effects on investment, growth and jobs, are analyzed. Furthermore, it is highlighted that Latin American countries rely on abroad financing, due to technological dependence on central economies and to low development of domestic financial systems. Moreover, it is argued that their currencies have low liquidity, which results in external debt denominated mainly in foreign currency, and that their low competitiveness difficult generation of foreign currency cash flows, in an amount sufficient to honor external commitments. Finally, empirical data support evidence that Latin American economies are highly vulnerable to variations in preference for international liquidity, being classified as speculative or Ponzi units.

**Keywords:** Financial globalization; International liquidity; Latin America; Post-keynesianism; Liquidity preference; Estruturalism.

## Índice

1. Introdução.....	10
2. A Visão Ortodoxa sobre a Liberalização Financeira .....	13
2.1 Implicações da Aceitação da Teoria Quantitativa da Moeda e da Lei de Say.....	14
2.2 A Eficiência dos Mercados Financeiros .....	20
2.3 As Liberalizações Financeira e Cambial.....	25
2.4 Os Modelos de Crises de Balanço de Pagamentos.....	28
2.5 Prescrições de Abertura Financeira Após a Década de 1990.....	41
Conclusão .....	45
3. O Ceticismo Pós-Keynesiano.....	47
3.1 Fundamentos da Teoria Pós-Keynesiana .....	48
3.2 O Papel dos Bancos na Economia Capitalista e a Oferta Endógena de Moeda .....	57
3.3 Crescimento Econômico e Fragilidade Financeira .....	64
3.4 <i>Funding</i> , Sistemas Financeiros e Instabilidade.....	74
3.5 A Preferência Pela Liquidez no Contexto da Globalização Financeira .....	79
3.6 Financiamento Externo e Fragilidade Financeira em Economias Abertas .....	84
Conclusão .....	92
4. Uma Concepção Integrada do Sistema Centro-Periferia.....	94
4.1. O Estruturalismo Cepalino e as Assimetrias Produtivas.....	95
4.2 O Neoestruturalismo Cepalino e as Assimetrias Tecnológicas .....	104
4.3 A Vulnerabilidade Externa dos Países Periféricos Segundo o Neoestruturalismo .....	108
4.4 Assimetrias Monetárias e Financeiras.....	116
Conclusão .....	125
5. Observações sobre a Inserção Internacional da América Latina.....	127
5.1 Considerações Gerais para a América Latina .....	127
5.1.1 Panorama Geral do Processo de Abertura Financeira .....	127
5.1.2 Fluxos de Capital e Ciclos de Liquidez Internacional.....	132
5.1.3 Estoque de Passivo Externo .....	140
5.1.4 Fluxos Correntes e Geração de Divisas .....	143
5.2 Observações para México, Brasil e Argentina.....	146
5.2.1 A Volatilidade dos Fluxos de Capital .....	146
5.2.2 Integração Financeira e Perfil do Passivo Externo .....	160
5.2.3 Competitividade Externa e Geração de Divisas .....	175
Conclusão .....	193

6. Sumário e Conclusão.....	197
Anexo A.....	206
Anexo B.....	214
B.1 México: Protótipo de Adoção das Medidas Prescritas pelo Consenso de Washington .	214
B.2 O Isolamento Financeiro Argentino .....	221
B.3 A Inserção Passiva do Brasil no Cenário Internacional .....	226
Referências Bibliográficas.....	239

## 1. Introdução

A globalização financeira, intensificada a partir do final da década de 1970, tem se caracterizado pela progressiva eliminação dos obstáculos entre países para as transações de ativos financeiros e de moedas nacionais. Desde então, tem sido observado um movimento de abertura das contas de capital e financeira dos balanços de pagamentos de diversas economias, facilitando tanto o acesso aos ativos financeiros domésticos e à moeda nacional aos não residentes, quanto o acesso aos ativos e moedas estrangeiras aos residentes domésticos. Desta maneira, há também uma tendência à unificação dos diversos mercados financeiros e cambiais mundiais, ocorrendo inclusive uma descompartimentalização entre eles em âmbito doméstico (Amado, 2004; Chesnais, 1995; Plihon, 1995).

Um fator particular que, desde os anos 1970, tem introduzido mudanças significativas na dinâmica dos fluxos financeiros globais e na integração entre os diversos mercados e seus segmentos, aprofundando-a e dificultando o monitoramento e o controle por parte de autoridades estatais, refere-se às inovações financeiras, como os derivativos e os títulos securitizados (Guttman, 2015; Torres Filho, 2014). Por conferir maior liberdade à realização de operações financeiras, fora do controle e da supervisão do Estado, e por ampliar a variedade de instrumentos financeiros, essas inovações propiciaram a ascensão da lógica especulativa, em escala tanto local quanto global. Isso foi favorecido também pelos avanços progressivos nas tecnologias da informação e comunicação, que resultaram no aumento da conexão espacial e temporal entre os diversos mercados, aumentando a sua liquidez. Assim, tornou-se cada vez mais fácil adquirir posições em ativos financeiros, diante da perspectiva de obtenção de ganhos de capital, e desfazer-se rapidamente deles, sem incorrer em perdas significativas de valor, diante de uma mudança no estado de expectativas.

O aumento da participação das economias periféricas da América Latina<sup>1</sup> nesse processo, a partir da integração aos mercados financeiros globais, ocorreu principalmente a partir do início da década de 1990. Porém, conforme já destacado pela

---

<sup>1</sup> No restante do trabalho, será usado o termo “economias periféricas” para caracterizar principalmente os países latino-americanos. Apesar da maioria das economias asiáticas serem periféricas, elas não serão consideradas na análise, por ter características diferentes da América Latina, no que diz respeito aos sistemas nacionais de inovação e à competitividade externa.

literatura econômica sobre a região, ele culminou com a ocorrência de crises de balanço de pagamento ainda nessa década e no início da seguinte.

Entre 2003 e 2007, observa-se uma menor volatilidade no mercado financeiro global, coincidindo com uma melhoria e certa estabilidade do desempenho macroeconômico dos países latino-americanos, interrompidas pela crise originada no mercado hipotecário norte-americano, cujos impactos recessivos sobre as economias periféricas foram amenizados pela política monetária expansionista dos Estados Unidos, pela realização de políticas anticíclicas domésticas e pela alta do preço internacional de *commodities*, impulsionada pela recuperação econômica chinesa (Akyüz, 2015; IMF, 2015). Porém, a partir de 2012, verifica-se uma contração e um aumento da instabilidade nas economias periféricas, associados à perda de confiança dos investidores internacionais, diante da possibilidade de normalização da política monetária norte-americana, da crise da zona do euro e da desaceleração do crescimento da China. Assim, é possível observar que, no contexto da globalização financeira, a trajetória macroeconômica dos países periféricos é significativamente influenciada pelo estado das expectativas prevalecente no cenário internacional, podendo, no entanto, ser contrabalançada por políticas econômicas domésticas.

Nesse contexto, o objetivo desse trabalho consiste na análise da vulnerabilidade externa dos países da América Latina ao estado de expectativa dos investidores internacionais, relacionando-a à natureza da sua inserção no sistema econômico internacional. Diante da insuficiência do referencial teórico ortodoxo, que desconsidera os impactos das variáveis monetárias e financeiras sobre as reais e não atribui importância significativa à lógica de funcionamento do sistema financeiro global, exógena às economias domésticas, serão retomados os principais conceitos da teoria pós-keynesiana. Estes serão associados às especificidades das estruturas produtivas das economias periféricas, discutidas no âmbito dos trabalhos estruturalistas e neoestruturalistas, e às características das suas moedas nacionais, frente às demais, e dos seus sistemas financeiros domésticos, enfatizadas predominantemente pela teoria pós-keynesiana. Dessa forma, esse trabalho buscará conciliar esses diferentes referenciais teóricos heterodoxos, ampliando a concepção do sistema centro-periferia, de forma a contribuir para um entendimento mais amplo da instabilidade macroeconômica que tem sido observada nos países periféricos, relacionada ao aumento da sua integração aos mercados financeiros globais.

Além desta introdução, o trabalho será desenvolvido em mais quatro capítulos. O capítulo 2 busca destacar os elementos da teoria ortodoxa, que fornecem os argumentos teóricos para a defesa do processo de liberalização e globalização financeira, chamando atenção para a sua interpretação a respeito das crises cambiais da década de 1990 e das prescrições mais cautelosas de abertura financeira surgidas a partir de então. O capítulo 3 procura fornecer os elementos principais da teoria da preferência pela liquidez pós-keynesiana, de forma a ressaltar a predominância do comportamento especulativo, em âmbito global, e os seus impactos sobre o desempenho macroeconômico doméstico, via oscilações nas taxas de câmbio e de juros. No capítulo 4, analisa-se a concepção do sistema centro-periferia feita pelos estruturalistas e neo-estruturalistas, complementando-a e articulando-a a elementos da teoria pós-keynesiana. Por fim, o capítulo 5 procura examinar a inserção periférica das economias latino-americanas no cenário internacional e a sua vulnerabilidade externa, a partir da observação de dados relacionados à evolução dos componentes do balanço de pagamentos, às variações do estado de expectativas internacional, à composição das pautas exportadoras e importadoras dos países e ao estoque do passivo externo acumulado nos últimos anos.

## 2. A Visão Ortodoxa sobre a Liberalização Financeira

Os principais argumentos teóricos que justificam e defendem a liberalização financeira em escala global e o aumento da integração entre os diversos mercados domésticos advém dos modelos macroeconômicos ortodoxos, que concebem a moeda como neutra no longo prazo, ou mesmo no curto prazo. As modificações introduzidas no arcabouço teórico dominante, ao longo dos anos, resultaram em alterações também nas prescrições quanto à forma em que o processo de abertura financeira deve ocorrer. Nas décadas de 1970 e 1980, a visão novo-clássica defendia uma liberalização mais brusca, amparada na ideia de mercados financeiros eficientes. A partir da década de 1990, a teoria novo-keynesiana, que ganhou maior importância dentro do *mainstream*, passou a defender um processo de liberalização financeira mais cauteloso, tendo em vista a observação de crises cambiais agudas normalmente associadas à redução de controles de capitais, à irresponsabilidade dos governos e às falhas de mercado.

Para uma melhor compreensão da defesa ortodoxa quanto à intensificação da globalização financeira e seus benefícios para as economias nacionais, este capítulo buscará explorar as principais bases desse pensamento e as suas modificações à medida que novos fatos ganhavam destaque no cenário internacional. Isso será desenvolvido em cinco seções, além da conclusão. Na primeira, serão discutidas as concepções de moeda e sistema financeiro, associada à aceitação da Teoria Quantitativa da Moeda. A segunda seção evidenciará o raciocínio mais tradicional a respeito dos benefícios proporcionados pelo aumento da liberalização financeira, em escala global. A terceira seção tratará dos argumentos favoráveis à redução da intervenção estatal no mercado cambial e, conseqüentemente, à adoção de um regime de câmbio flutuante. A quarta seção analisará os principais modelos ortodoxos que buscaram interpretar as crises cambiais ocorridas com o desenrolar do aumento da integração financeira mundial. Por fim, a quinta seção examinará os argumentos favoráveis a uma abertura financeira mais cautelosa, associando-os aos modelos ortodoxos de crises cambiais.

## 2.1 Implicações da Aceitação da Teoria Quantitativa da Moeda e da Lei de Say

Um dos critérios utilizados para diferenciar a ortodoxia, ou *o mainstream*, e a heterodoxia, no âmbito da teoria econômica, consiste na aceitação ou rejeição da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) e da Lei de Say. As escolas de pensamento pertencentes ao *mainstream* normalmente defendem a dicotomia entre variáveis reais e as variáveis monetárias e financeiras, implícita na TQM. Além disso, assumem que o livre funcionamento do mercado tende a levar a economia para uma situação de equilíbrio com pleno emprego dos fatores produtivos, tal como enunciado pela Lei de Say. Nesse sentido, as principais fontes de instabilidade da economia decorrem de políticas discricionárias adotadas pelo governo, que desviam a trajetória do produto real da sua tendência de longo prazo.

Mollo (2004) destaca que a aceitação da TQM implica na aceitação também da Lei de Say. O enunciado desta consiste na proposição de que toda oferta gera sua própria demanda. Subjacente a isso está a ideia do fluxo circular da renda, segundo a qual toda a remuneração dos fatores de produção é plenamente convertida em gastos para a aquisição de bens ou serviços, os quais geram as receitas necessárias para remunerar capital, trabalho, terra e recursos naturais. Nesse sentido, o livre funcionamento do mercado leva a equilíbrio nos mercados de bens e serviços e fatores de produção. Entretanto, para o enunciado da Lei de Say ter validade, é importante que não haja vazamentos no fluxo circular da renda, não existindo fatores com potencial de esterilização do poder de compra e não havendo racionalidade para o entesouramento da moeda. Para isso, é necessário supor que o único motivo relevante para se demandar moeda seja o transacional, cuja variável explicativa é a renda, sendo, portanto, estável. Assim, a moeda é vista como um ativo sem valor intrínseco, que apenas garante a transição entre o recebimento e o gasto do fluxo de renda de cada período, para as famílias, e entre o início das despesas e o recebimento das receitas de venda, para as firmas. Não há racionalidade, nesse caso, para o entesouramento e, conseqüentemente, para vazamentos no fluxo circular da renda, aplicando assim as condições que validam a Lei de Say.

A TQM, por sua vez, também assume que a moeda só seja demandada para atender ao motivo transação. A estabilidade da demanda por moeda é refletida então na estabilidade da sua velocidade de circulação. Uma vez que a moeda não afeta as

variáveis reais da economia, a variação da sua oferta, determinada exogenamente pela autoridade monetária, exerce impacto apenas sobre o nível geral de preços. A dicotomia entre as variáveis reais e as monetárias e financeiras, implícita na TQM, tem como implicação o fato de que oscilações na oferta de ativos monetários e financeiros não afetam o equilíbrio nos mercados de bens e serviços e no mercado de fatores produtivos, previsto pela Lei de Say.

No âmbito da teoria econômica ortodoxa, a ideia da estabilidade da demanda por moeda foi bastante destacada por Friedman (1956), principal representante da escola monetarista. Para ele, a moeda é tratada como um bem, que proporciona um fluxo de serviços para o seu proprietário, não tendo especificidades que a diferencie dos demais bens, havendo perfeita substitutibilidade entre eles. Apesar de buscar construir uma teoria de portfólio para a demanda por moeda, que pode ser explicada por diversas variáveis, tais como a riqueza, o retorno da moeda em relação aos demais ativos e as preferências dos agentes, Friedman (1956) conclui, com base em evidências empíricas, que a sua variável explicativa consiste unicamente na renda. Sendo esta última estável, a demanda por moeda também será estável. Dessa forma, o autor conclui que a velocidade de circulação depende apenas de fatores institucionais, tais como a frequência de pagamentos e as necessidades de gastos, sendo, por isso, estável e calculável ou previsível.

Em outro trabalho, Friedman (1968) reforça a validade da TQM e a neutralidade de longo prazo da moeda, partindo do suposto da existência de uma taxa natural de desemprego. Esta seria equivalente ao nível de desemprego que prevalece quando o salário real se ajusta de modo a preservar o equilíbrio no mercado de trabalho. Nesse estado, os trabalhadores estão desempregados apenas porque o salário real não remunera a desutilidade gerada pela abstenção de lazer ou porque estão na situação de saída de um emprego e procura por outro. Segundo Friedman (1968):

“The ‘natural rate of unemployment’, in other words, is the level that would be ground out by the Walrasian system of general equilibrium equations, provided that there is imbedded in them the actual structural characteristics of the labor and commodity markets including market imperfections, stochastic variability in demands and supplies, the cost of gathering information about job vacancies and labor availabilities, the costs of mobility and so on” (Friedman, 1968, p. 8)

Ou seja, a taxa natural de desemprego está associada a questões estruturais do mercado de trabalho, não sendo decorrente de insuficiência na demanda agregada da economia. Cabe enfatizar que, quando o mercado de trabalho está em equilíbrio, a economia está em pleno emprego. Nesse sentido, as variáveis relacionadas à oferta agregada determinam o nível de atividade econômica.

Junto com o conceito de taxa natural de desemprego, o aparato teórico construído por Friedman (1968) se apóia na ideia de existência de um *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego, descrito na curva de Philips. Para que essa relação ocorra, é necessário que os agentes tenham expectativas adaptativas, ou seja, as expectativas a respeito da taxa de variação de uma determinada variável são equivalentes às variações prevalecentes no período corrente. Desse modo, mudanças na taxa de variação da oferta de moeda, determinadas exogenamente pela autoridade monetária, podem ter impacto nas variáveis reais da economia, mas somente enquanto houver discrepância entre as expectativas dos agentes a respeito da variação da oferta de moeda e, portanto, do nível geral de preços e as variações de fato. No longo prazo, quando os agentes ajustarem suas expectativas, a taxa de desemprego da economia retorna ao seu nível natural e a moeda passa a ser neutra, tendo apenas impacto sobre a variação do nível geral de preços, tal como previsto pela TQM.

É possível perceber, então, que para a macroeconomia monetarista a autoridade monetária exerce pleno controle sobre a quantidade de moeda que circula na economia, sendo a demanda por moeda estável e não tendo o sistema financeiro qualquer papel ativo e imprevisto na criação e destruição de meios de pagamento. Nesse caso, a moeda é exógena. Ao determinar a oferta de moeda, as intervenções da autoridade monetária geram flutuações de curto prazo, afastando a taxa de desemprego da economia do seu nível natural e gerando distorções nos preços relativos. Desse modo, políticas monetárias que buscam afetar o nível de emprego na economia geram instabilidades de curto prazo, afastando a economia da sua trajetória de longo prazo, e podem confundir os agentes ao criar distorções nos preços relativos. Nesse sentido, é importante destacar que, para os monetaristas, o mercado por si só conduz a economia a um equilíbrio Pareto eficiente e a uma trajetória de crescimento de longo prazo do produto condizente com o modelo de Solow (1956). As fontes de instabilidade, nesse caso, são as políticas monetárias anticíclicas.

O modelo monetarista, apoiado em expectativas adaptativas, passou a ser abandonado pelo *mainstream*, principalmente, a partir do final da década de 1970 com o surgimento da escola novo-clássica. A mudança ocorrida na teoria e na metodologia da macroeconomia foi consequência da observação de inflação e desemprego resultantes dos choques do petróleo ocorridos nessa década. Tal evidência empírica provocou questionamentos na curva de Philips, que era bastante explorada nas análises de curto prazo tanto pelos monetaristas, quanto pelos keynesianos da síntese neoclássica.

A reação dos novo-clássicos aos eventos da década de 1970 e ao paradigma vigente na macroeconomia consistiu, inicialmente, na crítica tanto ao excesso de uso de econometria de séries temporais para a construção dos modelos teóricos, quanto à ausência de uma estrutura lógica, com base nos fundamentos microeconômicos que explicam os comportamentos das famílias e das firmas. Lucas e Sargent (1979) rejeitam a macroeconometria utilizada até então, com argumento de que os valores dos parâmetros não são fixos ao longo do tempo, variando de acordo com as medidas de política econômica adotadas. Além disso, esses autores propõe a construção de modelos com microfundamentos, que possuem maior lógica interna e são capazes de serem facilmente reproduzidos.

Ao tentar conciliar a macroeconomia com os fundamentos da teoria microeconômica, Lucas e Sargent (1979) adotam a hipótese de expectativas racionais, segundo a qual os agentes buscam otimizar o uso da informação disponível na construção de suas expectativas, de forma compatível com o princípio de maximização de utilidade. Nesse sentido, suas expectativas são formuladas a partir de distribuições de probabilidade para as variáveis futuras, que se aproximam progressivamente da distribuição verdadeira à medida que novas informações são conhecidas. Assim, a expectativa subjetiva a respeito dos valores futuros das variáveis econômicas coincide com o valor esperado objetivo dessas variáveis, condicional às informações disponíveis. Os agentes antecipam probabilisticamente o resultado do modelo econômico relevante, o qual consiste sempre naquele utilizado pela teoria ortodoxa, que tende a um único equilíbrio. Além disso, não se cometem erros sistemáticos de previsão e não há correlação entre os erros cometidos entre diferentes períodos de tempo. Nas palavras de Lucas e Sargent (1979):

“The hypothesis of *rational expectations* is being imposed here: agents are assumed to make the best possible use of the limited information they have and to know the pertinent objective probability distributions. This hypothesis is imposed by way of adhering to the tenets of general equilibrium” (Lucas e Sargent, 1979, pp. 8-9)

Outra importante hipótese assumida pelos novo-clássicos diz respeito a existência de equilíbrios contínuos nos mercados, garantido pela flexibilidade do mecanismo de preços. Dessa forma, os preços se ajustam continuamente de forma a impedir a ocorrência de desequilíbrios persistentes nos mercados de bens e serviços, no mercado de fatores produtivos e no mercado de moedas e ativos financeiros.

A hipótese de expectativas racionais em conjunto com a ocorrência de ajustes contínuos de preços, necessários para a manutenção de equilíbrios simultâneos em todos os mercados, implicam na ineficácia da oferta de moeda em afetar o nível de emprego da economia, inclusive no curto prazo. Nesse sentido, Hoover (1988) caracteriza a teoria novo-clássica como uma radicalização do monetarismo, uma vez que para este as expectativas adaptativas possibilitam que, ao menos no curto prazo, a política monetária tenha impacto sobre o emprego. Para os novo-clássicos, os agentes conseguem, via expectativas racionais, antecipar o impacto puramente inflacionário de uma expansão da oferta monetária, ajustando já no curto prazo os preços e salários nominais, de forma proporcional. Cabe enfatizar que as expectativas racionais formuladas pelos agentes estão em consonância com a TQM, nos modelos novo-clássicos. Daí decorre a causalidade entre aumento da oferta de moeda e elevação no nível geral de preços.

Como a criação de meios de pagamento pelo governo não acarreta qualquer variação na demanda de empregos, não ocorre modificação na percepção sobre o salário real, não havendo alteração do equilíbrio prevalecente no mercado de trabalho. Assim, mesmo diante de uma política monetária expansionista, o desemprego da economia tende a ser sempre igual a sua taxa natural, que varia apenas em função de fatores reais, como preferências entre trabalho e lazer e produtividade. Dessa forma, a dicotomia entre variáveis reais e variáveis monetárias e financeiras é válida inclusive no curto prazo, ou seja, a moeda é sempre neutra. Os desvios do desemprego corrente em relação a taxa natural ocorrem somente devido a choques exógenos na velocidade de circulação da moeda, a erros puramente aleatórios na condução da política monetária ou a erros expectacionais (Hoover, 1988). No entanto, estes erros expectacionais não são cometidos de forma sistemática, mediante a hipótese de expectativas racionais.

É importante destacar que, para alguns novo-clássicos, as mudanças na oferta de moeda podem ter efeito apenas no curtíssimo prazo sobre o produto real da economia caso não seja prevista pelos agentes, ou seja, caso a autoridade monetária tente surpreendê-los, não cumprindo com o que foi previamente anunciado (Lucas e Sargent, 1979; Kydland e Prescott, 1977). Assim, a política monetária expansionista apenas provoca distorções nos mecanismos de alocação de recursos de mercado, causando confusões nos agentes econômicos, que não conseguem diferenciar completamente variações no nível geral de preços de variações nos preços relativos, porém apenas no curtíssimo prazo.

Entretanto, os agentes aprendem com os erros passados, não os cometendo de forma sistemática, e incorporam as informações relativas ao comportamento da autoridade monetária nas suas expectativas. Nesse sentido, esta não consegue enganar o setor privado novamente nos períodos posteriores, perdendo credibilidade no anúncio de políticas monetárias.

Em vista da persistência do desemprego observado ao longo das décadas de 1980 e 1990, mesmo na presença de políticas monetárias mais contracionistas, e da incapacidade dos modelos novo-clássicos em explicar os novos fatos, a escola novo-keynesiana passou a ganhar destaque no *mainstream*. Cumpre destacar, entretanto, que essa escola adota parte dos elementos utilizados pelos novos-clássicos, a saber: microfundamentação dos modelos macroeconômicos e expectativas racionais (Snowdon e Vane, 2005; Stiglitz, 1991).

As principais diferenças no pensamento novo-keynesiano em relação ao novo-clássico decorrem da rejeição da hipótese de livre-concorrência e do destaque dado à existência de fricções no funcionamento do mercado. Ao assumirem a existência de rigidez de preços e/ou salários<sup>2</sup>, que levam a desequilíbrios no mercado de trabalho, os novo-keynesianos aceitam que as variáveis monetárias e financeiras podem afetar as variáveis reais da economia, porém, apenas no curto prazo<sup>3</sup>. No longo prazo, as falhas de mercado são solucionadas, de forma que os salários reais se ajustam, o mercado de

---

<sup>2</sup> Para explicar essas formas de rigidez como decorrência da existência de falhas de mercado, são construídos modelos com a ideia de custo de menu, além de modelos de salário-eficiência, contratos implícitos e *insider-outsider* (Mankiw, 1990; Stiglitz, 1991).

<sup>3</sup> Bernanke e Gertler (1995), por exemplo, destacam que uma política monetária contracionista tem efeito sobre o produto real, no curto prazo, por meio de impactos sobre o balanço patrimonial das firmas e sobre a redução de oferta de empréstimos.

trabalho se equilibra, a taxa de desemprego se iguala a taxa natural e a economia retorna para a sua trajetória ótima. Cumpre destacar que, nos modelos novo-keynesianos, as flutuações de curto prazo no produto real podem ser ocasionadas por variações na oferta de moeda, ou seja, as políticas monetárias discricionárias são fontes de instabilidade econômica ao afastarem a economia da sua trajetória de longo prazo.

## **2.2 A Eficiência dos Mercados Financeiros**

Em conformidade com a Lei de Say, Fama (1969) argumenta que, particularmente, os mercados financeiros são eficientes, no sentido em que os preços dos ativos são flexíveis e refletem completamente toda a informação disponível. Nesse sentido o autor considera que os agentes, na formulação das expectativas acerca dos preços futuros dos ativos financeiros, utilizam de forma ótima a informação disponível até o período corrente para estimar os rendimentos futuros do ativo. Considera-se que os preços futuros são reflexos das expectativas futuras dos seus retornos, condicional à informação disponível.

Segundo Fama (1969), a eficiência dos mercados financeiros implica que a expectativa de obtenção de ganhos a partir da verificação de preço de equilíbrio para o ativo financeiro superior à sua expectativa, condicional à informação disponível, tende a ser zero. Ou seja, a expectativa do preço do ativo financeiro, condicional à informação disponível, tende a ser igual ao preço de equilíbrio a ser observado no período futuro. Nesse mesmo sentido, a expectativa de retorno também tende a se igualar ao retorno de equilíbrio<sup>4</sup>. É importante destacar que, para que essas condições sejam verificadas, é necessário que não haja custos de transação, que a informação seja simétrica e sem custo de obtenção e que todos os agentes estejam de acordo na sua implicação para os preços futuros, o que significa que antecipam o resultado do modelo econômico considerado relevante de equilíbrio único calculável.

---

<sup>4</sup> Além de definir teoricamente os mercados financeiros eficientes, Fama (1969) faz uma revisão dos trabalhos empíricos já realizados e conclui que os mercados financeiros são de fato eficientes uma vez que há evidências de que: (i) os preços futuros dos ativos financeiros são independentes da sua série histórica; (ii) o conjunto de informações levada em consideração na formulação de expectativas inclui toda informação publicamente disponível; e (iii) os investidores que possuem acesso monopolístico a informações relevantes não obtêm ganhos nas trocas dos ativos financeiros, em atividades de caráter especulativo.

Como já observado por Lucas (1978), a hipótese de Fama é coerente com a ideia de expectativas racionais. Considera-se que os agentes maximizam o uso das informações disponíveis na formulação de suas expectativas, de forma a obter conhecimento da distribuição de probabilidade objetiva relacionada ao retorno e, conseqüentemente, ao preço do ativo financeiro, não incorrendo em erro sistemático de previsão. Isso garante que, no mercado financeiro, as expectativas de preços convirjam para o seu valor de equilíbrio, compatível com as regras ótimas de consumo e de aquisição de ativos financeiros dos agentes (Lucas, 1978). Nesse caso, os preços desses ativos refletem a produtividade marginal do capital físico possuído pelas empresas emissoras, não havendo incentivos para o comportamento especulativo e tampouco formação de bolhas nesse mercado.

Considerando que os mercados financeiros são eficientes, Shaw (1973) e McKinnon (1973) desenvolvem a tese sobre “repressão financeira”, um dos principais pilares teóricos sobre o qual se apoia a desregulamentação dos mercados financeiros globais e, conseqüentemente, a liberalização financeira. Segundo esses autores, o desenvolvimento econômico está intimamente relacionado à ampliação e livre acesso dos canais que ligam a poupança ao investimento, proporcionados em larga escala por um conjunto de instituições que atuam como intermediários financeiros. A ausência de intervenções no mercado financeiro possibilita que os recursos sejam alocados sem distorção de setores econômicos com menor produtividade e sem perspectiva de progresso técnico, onde o capital possui baixa produtividade marginal, para setores com maior produtividade, com perspectivas maiores de progresso técnico e onde o capital possui maior rentabilidade.

A “repressão financeira” foi caracterizada por McKinnon (1973) como um fenômeno presente em maior escala nas economias menos desenvolvidas, resultante da intervenção estatal na taxa de juros e nos mecanismos de alocação de recursos. Ao estabelecer tetos para a taxa de juros, que chegou a atingir valores reais negativos devido à inflação existente em algumas dessas economias, o Estado estaria desestimulando o depósito bancário e a compra de ativos financeiros por parte dos potenciais poupadores e, assim, estaria reduzindo a oferta de financiamento para os setores menos desenvolvidos, com baixa dotação inicial, mas com grandes potenciais produtivos, devido à alta produtividade marginal do seu capital. Além de interferir na taxa de juros, o Estado, nesse contexto, também priorizaria, a partir de critérios

políticos, os setores que teriam acesso aos escassos recursos financeiros a taxas de juros subsidiadas, que não são necessariamente os de maior produtividade, ocorrendo, dessa forma, distorções na alocação do capital e baixo desenvolvimento econômico.

Segundo Shaw (1973) e McKinnon (1973), para impulsionar o desenvolvimento econômico, é necessário que haja um fortalecimento dos canais de intermediação entre poupança e investimento, com altas taxas de juros, compatível com o equilíbrio do mercado de fundos de empréstimo, e sem a interferência estatal. A eliminação dos tetos sobre as taxas de juros resultaria em crescimento da disponibilidade de financiamento, ao elevar a remuneração sobre a poupança. Além disso, o aumento da taxa de juros, equivalente ao nível determinado pelo equilíbrio entre poupança e investimento, elevaria a eficiência na alocação do capital. Dessa forma, essa visão se apoia na teoria dos fundos emprestáveis, segundo a qual há igualdade *ex-ante* entre poupança e investimento, sendo ambos função da taxa de juros. Por um lado, esta consiste na remuneração para que os poupadores abram mão do consumo presente, em troca de consumo futuro. Pelo lado do investimento, ela equivale ao piso para a produtividade marginal do capital. Dessa forma, a taxa de juros se ajusta de forma a manter o equilíbrio no mercado de fundos emprestáveis.

Mediante a liberalização dos mercados financeiros, a poupança seria canalizada para setores onde a remuneração do capital seria maior do que os encargos relativos ao pagamento de juros do financiamento. Sem a intervenção estatal, setores que apresentam produtividade marginal do capital inferior à taxa de juros do mercado deixariam de ter acesso a recursos financeiros, o que garante o desenvolvimento da economia como um todo.

“Where loans are plentiful, high rates of interest for both lenders and borrowers introduce the dynamism that one wants in development, calling forth new net savings and diverting investments from inferior uses so as to encourage technical improvement. In contrast, the common policy of maintaining low or negative rates of interest in financial assets and limited loan availability may accomplish neither” (McKinnon, 1973, p. 15)

Dáí, a importância, segundo a visão ortodoxa, de um mercado financeiro livre de regulamentações estatais. Nesse sentido, assume-se que a poupança precede o investimento, ou seja, elevadas taxas de juros garantem um nível suficiente de oferta de fundos emprestáveis que são necessariamente alocados para os investimentos. Assim, o processo de crescimento econômico seria impulsionado por um maior volume de

poupança, proporcionado pelo aumento da taxa de juros, e por uma maior eficiência na alocação dos recursos poupados.

Para analisar o impacto da melhoria do processo de intermediação entre poupadores e investidores sobre o crescimento econômico, possibilitado pela liberalização financeira, Pagano (1993) articula a teoria da repressão financeira com o modelo AK de crescimento econômico. Ao contrário do modelo de Solow (1956), em que a poupança afeta apenas o nível do produto *per capita* no longo prazo, o resultado do modelo AK mostra que a poupança exerce impacto positivo sobre a taxa de crescimento econômico de *steady state*<sup>5</sup>. Nesse sentido, dois mecanismos são explicitados por Pagano (1993) para explicar o fato de que a repressão financeira não permite que a economia não alcance seu nível ótimo de crescimento. Por um lado, uma menor poupança, resultante da ineficiência no processo de intermediação financeira, implica em menor nível de capital físico, que constitui o principal fator produtivo contido na função de produção do modelo AK. Por outro lado, uma menor acumulação de capital físico resulta em menores externalidades para a economia como um todo, ou seja, tem como consequência uma menor produtividade total dos fatores.

Em termos de economia aberta, é possível expandir a análise de Pagano (1993) para o mercado financeiro global. Nesse caso, o aumento da eficiência na alocação dos recursos poupados para os projetos de investimento seria possibilitado por meio de redução das barreiras nacionais ao fluxo financeiro internacional. Medidas de controles de capital, na forma de quotas ou impostos, causariam distorções na alocação de poupança, tendo impacto negativo sobre a acumulação de capital e, conseqüentemente, sobre a produtividade total dos fatores, na forma como ela é explicada pelo modelo AK. Dessa forma, é possível concluir que, segundo essa visão, a liberalização financeira, em âmbito global, permitiria uma maior taxa de crescimento econômico em âmbito mundial.

Por considerar, na sua função de produção, que o capital físico possui retornos constantes, não é possível, a partir do modelo AK, traçar qualquer consideração sobre a direção dos fluxos de capital e a convergência dos produtos *per capita*, entre os diversos países. Nesse sentido, ao desenvolver uma expansão do modelo de Solow (1956), com retornos decrescentes para os fatores produtivos, entre os quais capital humano,

---

<sup>5</sup> Para maiores detalhes sobre o modelo de crescimento AK, ver Aghion e Howitt (2009).

Mankiw, Romer e Weil (1992) explicam que a poupança seria alocada dos países com maior nível de capital por trabalhador para aqueles com menor nível. Assim, o movimento do fluxo financeiro seria determinado pela escassez relativa de capital de cada país. Pela lei de retornos marginais decrescentes, a remuneração desse fator produtivo é menor quanto maior for a sua abundância. Dessa forma, a liberalização financeira possibilita a convergência entre os níveis de produto *per capita* dos países ao permitir que os rendimentos marginais do capital se igualem às taxas de juros.

Cabe ressaltar que, por trabalharem com uma expansão do modelo de Solow, Mankiw, Romer e Weil (1992) consideram que a poupança afeta somente o nível de renda *per capita* a ser observado no longo prazo. A taxa de crescimento econômico no *steady state* seria determinada basicamente pela produtividade total dos fatores, que consiste em uma variável exógena<sup>6</sup>. Dessa forma, as conclusões desses três autores sobre as vantagens da liberalização financeira dizem respeito somente ao impacto desta sobre o processo de convergência entre as rendas *per capita* dos países, possibilitado pela alocação de poupança para as economias em que há maior escassez relativa de capital. Segundo o modelo desenvolvido por Mankiw, Romer e Weil (1992), a liberdade dos fluxos financeiros não exerce impacto sobre a taxa de crescimento de longo prazo dos países.

Dessa forma, é possível verificar que, na literatura desenvolvida pelo *mainstream*, a liberalização financeira, quando realizada em âmbito global, tem efeitos positivos sobre a eficiência na alocação dos recursos poupados, que, por sua vez, tem impactos benéficos sobre a taxa de crescimento econômico mundial, nos termos do modelo AK, ou sobre o nível de renda *per capita* dos países que possuem escassez relativa de capital, nos termos do modelo desenvolvido por Mankiw, Romer e Weil (1992). Além disso, pode-se afirmar, a partir da extrapolação para economias abertas dos trabalhos de Fama (1969) e Lucas (1978), que a liberalização financeira internacional não exerce qualquer impacto instabilizador sobre os preços dos ativos financeiros, prevalecendo o equilíbrio no mercado financeiro. Entretanto, esse resultado só pode ser observado em conjunto com as hipóteses de ausência de custos de transação,

---

<sup>6</sup> Para Mankiw, Romer e Weil (1992), a produtividade total dos fatores é igual em todos os países. Nesse sentido, é possível inferir que eles consideram a tecnologia como um bem público, com livre difusão no cenário internacional. Assim, a taxa de crescimento dos países é idêntica, uma vez que ela depende apenas do progresso tecnológico. Entretanto, há diferenças entre as rendas *per capita* dos diversos países, devido, principalmente, às suas diferentes taxas de poupança.

de informação simétrica e sem custo de obtenção e de agentes com o mesmo processo cognitivo em relação às implicações lógicas das informações.

### **2.3 As Liberalizações Financeira e Cambial**

O livre fluxo de capital financeiro entre países exerce influência significativa sobre o mercado cambial, uma vez que os residentes de um determinado país precisam converter a moeda doméstica em moeda estrangeira para poderem comprar ativos financeiros emitidos no exterior<sup>7</sup>. Como a ausência de obstáculos aos fluxos de capital financeiro entre países pode ser traduzida como livre conversibilidade da conta de capital, sendo um passo adiante à livre conversibilidade da conta de transações correntes do Balanço de Pagamentos, ela tem como corolário a liberdade para a realização de trocas entre a moeda doméstica e as moedas estrangeiras. No entanto, não há necessariamente uma implicação direta entre a liberalização financeira e o tipo de regime cambial a ser adotado pelo país. Eichengreen (1996) observa que, após o colapso do sistema monetário internacional de Bretton Woods, em meados da década de 1970, houve aumento do grau de liberalização financeira em diversas partes do mundo concomitante com regime de câmbio fixo, ou seja, a liberalização financeira não resultou em uma liberalização completa do mercado cambial. Para que isso aconteça, é preciso que se permita que a taxa de câmbio flutue conforme varie a oferta e a demanda por moeda estrangeira, em uma dada economia.

Ao verificar a ocorrência de câmbio fixo em concomitância a adoção de medidas pró liberalização financeira e ao consequente incremento do volume de fluxo de capital financeiro entre países, Eichengreen (1996) observa que essa combinação levou a ocorrência de crises cambiais em diversas partes do mundo. Nesse aspecto, enfatiza-se que o câmbio fixo, em tese, pode ser adotado em conjunto com a liberalização de fluxos financeiros, mas com um custo de oportunidade elevado em termos de reservas cambiais, o qual o inviabiliza, na prática. Dessa forma, vários países se viram obrigados

---

<sup>7</sup> A menos que moeda doméstica tenha alto grau de conversibilidade e que, por isso, seja unidade de conta para os ativos estrangeiros, como acontece com o dólar. Como será visto adiante, autores heterodoxos, como Carneiro (2008), De Conti, Prates e Plihon (2014), levam em consideração a existência de uma hierarquia de moedas, de acordo com a sua capacidade de desempenhar as suas funções clássicas em âmbito internacional.

a adotar um regime de câmbio flexível, porém predominantemente de flutuação suja. Nas palavras de Eichengreen (1996):

“O quarto de século que se seguiu ao desmoronamento do Sistema de Bretton Woods trouxe ambições frustradas e concessões penosas. Os esforços para reconstruir um sistema de taxas de câmbio fixas mas ajustáveis fracassaram repetida vezes. A raiz do fracasso está na inelutável escalada na mobilidade do capital internacional, que fragilizou as âncoras cambial e dificultou os ajustes periódicos.” (Eichengreen, 1996, pp. 246-247)

Acerca da liberalização cambial, Friedman (1953) tem uma posição ainda mais radical a respeito da necessidade de adoção de câmbio flutuante. Para o autor, a livre flutuação da taxa de câmbio deve ocorrer mesmo num cenário apenas de livre conversibilidade da conta-corrente, ou seja, o livre comércio por si só já ensejaria o abandono das taxas fixas de câmbio. Segundo Friedman (1953) uma alteração no saldo do Balanço de Pagamentos de um país, provocada por choques em variáveis reais, pode ser ajustada, por meio de quatro processos: (i) variação da taxa de câmbio nominal; (ii) variação das reservas cambiais; (iii) alteração dos níveis de preço interno e de renda; e (iv) controles diretos sobre o saldo comercial ou sobre o saldo financeiro. Entretanto, desses quatro processos, apenas a variação cambial seria desejável. A utilização de reservas cambiais para o ajuste de um déficit no Balanço de Pagamentos poderia ser utilizada apenas durante um curto espaço de tempo, devido à sua escassez. As reduções no nível de preços, salários e de renda estariam incompatíveis com a meta de pleno emprego seguida por vários países<sup>8</sup>. Além disso, para o autor, haveria rigidez de preços no curto prazo. “At least in the modern world, internal prices are highly inflexible. They are more flexible upward than downward, but even on the upswing all prices are not equally flexible” (Friedman, 1953, p. 165). Por fim, os controles diretos não são desejáveis, porque geram distorções e ineficiência nas alocações tanto de fatores produtivos utilizados nos processos produtivos destinados a exportações, quanto de bens importados e de divisas estrangeiras.

Para Friedman (1953), no caso de um choque em variáveis reais que tornasse deficitário o saldo do Balanço de Pagamentos de um determinado país, a taxa de câmbio nominal deveria ter liberdade para flutuar, de modo a ajustar os preços relativos entre os bens domésticos e os estrangeiros (a taxa de câmbio real) e, assim, permitir que o país

---

<sup>8</sup> Friedman (1953) critica a adoção dessa meta na condução da política econômica durante o Sistema de Bretton Woods, época em que escreveu o artigo.

aumente suas exportações e reduza as importações. Esse mecanismo compensaria a inflexibilidade dos preços internos, permitindo que a taxa de câmbio real se ajuste a choques em variáveis reais.

Caso os choques reais tenham impacto permanente na estrutura da economia, transações especulativas no mercado cambial apenas acelerariam o processo de ajuste da taxa de câmbio nominal para o seu nível de equilíbrio. Caso as alterações sejam transitórias, os movimentos especulativos reduziriam a volatilidade da taxa de câmbio nominal. Nesse último caso, havendo expectativa de que a depreciação cambial seja transitória, o especulador compra moeda doméstica, no período corrente, a um câmbio depreciado para vendê-la no futuro, a uma taxa de câmbio apreciada. Esse movimento reduziria a pressão para depreciação da moeda doméstica no período corrente, suavizando a oscilação da taxa de câmbio. Assim, para Friedman (1953) a especulação cambial teria efeito benéfico sobre a taxa de câmbio, acelerando a convergência para o seu nível de equilíbrio ou, no caso de choques temporários, suavizando a sua volatilidade. Cumpre ressaltar que essa análise considera que a taxa de câmbio de equilíbrio é determinada apenas pelos fluxos comerciais entre os países, desconsiderando o impacto das transações financeiras, o que se contrapõem às teorias heterodoxas, que atribuem um peso grande ao fluxo de capital de curto prazo, como será visto no próximo capítulo.

Além disso, Friedman (1953) observa que a taxa de câmbio nominal flexível permite que a dicotomia entre as variáveis reais e as variáveis monetárias, assumida na TQM, seja preservada. Em um regime de câmbio fixo, uma expansão da oferta de moeda, por exemplo, levaria a um processo inflacionário na economia doméstica e a uma valorização do câmbio real, que se refletiria em um balanço de pagamentos deficitário. Para haver ajuste nas transações entre os países, o país estrangeiro deveria também implementar uma política monetária inflacionária. Já, em um regime de câmbio flutuante, a expansão da oferta de moeda levaria apenas a uma desvalorização da taxa de câmbio nominal, não levando a desequilíbrios no balanço de pagamento e não havendo transmissão da variação de preços doméstica para o exterior.

Por essas razões, Friedman (1953) argumenta que a taxa de câmbio nominal é o melhor mecanismo de ajuste em desequilíbrios no balanço de pagamentos, devendo flutuar conforme as variações nas ofertas e demandas por moedas estrangeiras em

relação à oferta e demanda por moeda doméstica. Além disso, o regime de câmbio flutuante, por si só não levaria a instabilidades nas taxas de câmbio nominais. A volatilidade dessas variáveis seria, ao contrário, consequência de estruturas econômicas instáveis. Nas palavras de Friedman (1953):

“First, advocacy of flexible exchange rate is *not* equivalent to advocacy of unstable exchange rate. The ultimate objective is a world in which exchange rates, while *free* to vary, are in fact highly stable. Instability of exchange rate is a symptom of instability in the underlying economic structure. Elimination of this symptom by administrative freezing of exchange rates cure none of the underlying difficulties and only makes adjustment to them more painful.” (Friedman, 1953, p. 158, *itálicos no original*)

## 2.4 Os Modelos de Crises de Balanço de Pagamentos

A partir do final da década de 1970, surgiram, no âmbito da teoria macroeconômica do *mainstream* uma série de modelos de crises de balanço de pagamentos, que buscaram incorporar os fatos estilizados à medida que estes se tornavam evidentes no cenário internacional. A maioria deles busca modelar problemas de balanço de pagamentos de economias consideradas emergentes, chamando atenção para a incompatibilidade entre a abertura financeira, regime de câmbio fixo, falhas de mercado e falhas de governo.

Para explicar as crises cambiais, ou de balanço de pagamentos, ocorridas no final da década de 1970 e primeira metade da década de 1980, que resultaram em colapso dos regimes de câmbio fixo, a literatura ortodoxa desenvolveu os chamados “modelos de crises cambiais de primeira geração”, a partir dos trabalhos de Krugman (1979) e Flood e Garber (1984). No modelo canônico, assumem-se as seguintes hipóteses: (i) a taxa de câmbio nominal é fixada por meio de intervenções governamentais no mercado de câmbio, com o uso de reservas cambiais; (ii) a taxa de câmbio nominal de equilíbrio é determinada pela paridade do poder de compra; (iii) a oferta de moeda varia em conformidade com a necessidade de financiamento do déficit fiscal; (iv) a demanda por moeda doméstica é função inversa da expectativa da taxa de inflação futura, que é equivalente a expectativa de desvalorização cambial; (v) os agentes possuem expectativas racionais; (vi) os agentes domésticos podem manter suas riquezas unicamente na forma de moeda doméstica ou moeda estrangeira; (vii) os

agentes estrangeiros não demandam moeda doméstica; e (viii) os preços e salários são flexíveis.

Nesse sentido, uma crise cambial resultaria da combinação de uma política fiscal deficitária com um regime de câmbio fixo. Para financiar os déficits no seu orçamento, o governo recorre a expansões da oferta de moeda<sup>9</sup>, o que, em consonância com a TQM e com a teoria de paridade do poder de compra, tem como resultado a elevação no nível geral de preços e a desvalorização cambial. Para manter a taxa de câmbio fixa e a inflação sob controle, a autoridade monetária intervém no mercado de câmbio, comprando moeda doméstica em troca de moeda estrangeira, ou seja, há uma redução das reservas cambiais.

Como os agentes possuem expectativas racionais, eles antecipam a inflação e a desvalorização cambial resultantes dessa política. É importante ressaltar que os agentes possuem conhecimento a respeito do montante de reservas cambiais mantidas pela autoridade monetária e possuem expectativas a respeito do seu esgotamento. Sabendo que a taxa de câmbio nominal fixada diverge do seu nível de equilíbrio, determinado pela paridade do poder de compra, os agentes percebem que o governo não conseguirá manter a taxa de câmbio fixa nos períodos futuros e que, por consequência, ela convergirá para o seu nível de equilíbrio.

No momento que os agentes percebem que as reservas cambiais se esgotarão e que o governo não conseguirá manter a taxa de câmbio fixa, eles anteciparão a inflação e a desvalorização cambial futuras. Uma vez que a demanda por moeda doméstica é função inversa da taxa de inflação esperada, há aumento da demanda por moeda estrangeira, ou seja, redução das reservas cambiais mantidas pela autoridade monetária. Em outras palavras, a oferta de moeda doméstica é superior à sua demanda. Por isso, os agentes econômicos convertem a moeda doméstica resultante da política monetária expansionista em moeda estrangeira. Ao preverem, por meio de expectativas racionais, uma futura desvalorização cambial resultante do esgotamento das reservas, os agentes percebem a possibilidade de ganhos de capital com a compra e futura venda da moeda estrangeira, o que resulta em ataque especulativo e antecipa o período de ocorrência da crise cambial. Como consequência do esgotamento de reservas, o governo deixa de

---

<sup>9</sup> Os modelos de primeira geração assumem que o déficit fiscal e, conseqüentemente, a oferta de moeda crescem a uma taxa constante.

intervir no mercado cambial, ocorrendo um salto na taxa de câmbio em relação à vigente no regime de câmbio fixo.

Assim, percebe-se que, para os modelos de crises cambiais de primeira geração, o governo é duplamente responsável por desequilíbrios no balanço de pagamentos. Em primeiro lugar, a política fiscal expansionista financiada pela emissão de meios de pagamentos pela autoridade monetária exerce pressão sobre o nível geral de preços e sobre a taxa de câmbio nominal de equilíbrio. Em segundo lugar, a intervenção no mercado de câmbio leva a um esgotamento das reservas cambiais. Em caso de adoção de regime de câmbio flutuante, a taxa de câmbio nominal se ajustaria à política fiscal expansionista e não haveria necessidade de se utilizar reservas cambiais, conforme já argumentado por Friedman (1953).

Na primeira metade da década de 1990, as crises do Sistema Monetário Europeu e do México apresentaram padrões distintos dos descritos pelos modelos de primeira geração. Em nenhum desses casos, havia taxa de crescimento do déficit fiscal a ser financiado pela expansão monetária. Dessa forma, os modelos de primeira geração passaram a ser substituídos pelos de segunda geração.

Ao contrário dos modelos de primeira geração, os de segunda geração assumem não linearidade no comportamento do governo. Como resultado, não há apenas um equilíbrio a ser contemplado pelos agentes privados na formulação de suas expectativas de obtenção de ganhos especulativos, mas sim múltiplos equilíbrios. Além disso, os fundamentos econômicos em consideração são ampliados, não mais se limitando ao equilíbrio fiscal. Assim, passa a englobar outras variáveis tais como produção, nível de emprego, solvência do setor financeiro. Nesse sentido, o foco passa a ser o *trade-off* entre a manutenção do regime de câmbio fixo e os demais objetivos de governo e a expectativa dos agentes quanto à reação do governo na situação de mudança do comportamento privado (Flood e Marion, 1998; Rangvid, 2001). Outro fator a ser ressaltado consiste no relaxamento da hipótese assumida pelos modelos de primeira geração de que apenas os residentes do país demandam moeda e títulos domésticos, ou seja, os agentes estrangeiros passam a fazer parte do objeto da análise.

Cumprir destacar que o principal foco dos modelos de segunda geração é o comportamento do governo. Dessa forma, costuma-se desenvolver um problema de minimização de uma função de custo do governo, tendo como restrição os objetivos a

serem perseguidos. Em muitos casos, adiciona-se um custo associado ao abandono do regime de câmbio fixo, relacionado à perda de credibilidade que essa ação resultaria (Rangvid, 2001).

Nos modelos de segunda geração, as crises cambiais ocorrem quando há mudança coordenada nas expectativas dos agentes quanto à capacidade do governo em manter a taxa de câmbio vigente, sem incorrer em custo significativo para a perseguição dos demais objetivos, e essa alteração de expectativas pressiona o governo a abandonar o regime de câmbio fixo. Rangvid (2001) observa que, quando os fundamentos estão bons, não há oportunidades de obtenção de ganhos especulativos pelos agentes privados, não ocorrendo ataque. Quando os fundamentos estão em níveis considerados ruins, os agentes privados percebem que terão ganhos de capital com transações de compra e venda futura de moeda estrangeira, havendo assim um único equilíbrio associado ao ataque especulativo. Quando os fundamentos estão em níveis intermediários, há equilíbrios múltiplos. Nesse caso, os agentes podem ter ganhos apenas se as expectativas dos demais agentes variarem na mesma direção, ou seja, deve haver coordenação entre eles. Nesse caso, o custo associado à manutenção do regime cambial em termos dos impactos sobre os fundamentos ampliados torna-se elevado, fazendo com que o câmbio fixo seja abandonado. Caso não haja coordenação entre os agentes, esse custo não apresentará aumento. No entanto é importante ressaltar que os modelos de segunda geração não apresentam razões para a mudança das expectativas do setor privado e nem para a sua ocorrência de forma coordenada (Flood e Marion, 1998).

Ao analisarem a crise do México, em 1995, Sachs, Tornell e Velasco (1995) observam que o país apresentou resultado fiscal superavitário entre 1990 e 1994. Outro fato que merece atenção diz respeito à redução das taxas de inflação entre 1991 e 1994. Esse quadro sugere que a crise do México não seguiu o padrão das crises de primeira geração, em outras palavras, não pode ser explicada pela adoção concomitante de política fiscal irresponsável e regime de câmbio fixo.

No entanto, observa-se que, no início de 1994, a economia mexicana apresentava tanto uma moeda doméstica sobrevalorizada, quanto um elevado déficit na conta-corrente do balanço de pagamentos. Sachs, Tornell e Velasco (1995) destacam que, apesar desses fatores representarem desequilíbrios, eles não eram suficientemente extremos para provocar uma crise profunda como a que veio a ocorrer. O déficit na

conta-corrente começou a se elevar em 1990, resultado de elevação dos níveis de investimento e de consumo privado e redução da poupança doméstica<sup>10</sup>. Isso foi possibilitado pelos elevados fluxos de entrada de capital, no período, e pela monetização da economia, refletida em um aumento do M2 em relação ao PIB. Em um cenário de expansão da liquidez, os bancos aumentaram a oferta de empréstimos de curto prazo, que financiaram consumo e aquisições de imóveis.

Cumprir destacar que, durante o início da década de 1990, o governo mexicano aumentou a oferta de títulos buscando esterilizar os elevados influxos de capital estrangeiro, provocando aumento considerável da taxa de juros. Inicialmente eram ofertados predominantemente títulos denominados em peso. Posteriormente, estes foram gradualmente substituídos por títulos denominados em dólar, os Tesobonos.

Diante da abundância de liquidez, propiciada pelo elevado volume de entrada de capital estrangeiro, houve aumento dos depósitos nos bancos, bem como elevação dos empréstimos de curto prazo. Cabe observar que, concomitantemente à expansão de M2, a exigência de reservas bancárias foi minimizada pela autoridade monetária. Além disso, no cenário de liberalização financeira, parte dos depósitos foi mantida em dólar e empréstimos foram concedidos também nessa moeda.

Como a autoridade monetária exerce a função de emprestadora de última instância, espera-se que, em caso de iliquidez dos bancos privados, os seus passivos sejam liquidados pelo governo. No caso de dívidas em moeda doméstica, basta aumentar a sua emissão, uma vez que a autoridade monetária tem controle sobre esse processo. Entretanto, no caso de passivos denominados em dólar, como é o caso dos Tesobonos, dos depósitos e das demais obrigações de curto prazo denominados em dólar, deve haver um montante satisfatório de reservas em poder do Banco Central para cobrir esses compromissos.

No final de 1994, com a mudança de governo, aumentou-se a expectativa de *default* dos ativos financeiros mexicanos, formada pelo setor privado doméstico e estrangeiro. Com isso, o influxo de capital estrangeiro foi reduzido e houve queda da

---

<sup>10</sup> Sachs, Tornell e Velasco (1995) atribuem o déficit na conta-corrente a um excesso de investimento privado sobre a poupança privada doméstica, enfatizando que o resultado operacional do setor público era superavitário, no período em referência.

demanda por títulos do governo mexicano. Os investidores passaram a exigir maiores taxas de juros, dificultando a rolagem da dívida.

Para não elevar os compromissos contratuais do setor privado, que apresentava um passivo elevado, o governo mexicano passou a aumentar a oferta de moeda doméstica, por meio de operações de mercado aberto, impedindo uma elevação ainda maior da taxa de juros. Segundo Sachs, Tornell e Velasco (1995), isso impediu a contração da demanda doméstica e o consequente ajuste da conta de transações corrente do balanço de pagamentos. Com déficits em transações correntes praticamente inalterados, os agentes privados tomavam empréstimos em peso à mesma taxa de juros e usavam o montante obtido para comprar dólares e, assim, realizar suas despesas em moeda estrangeira. Isso, por sua vez, contribuiu para a redução das reservas mantidas pelo governo e, posteriormente, para o abandono do regime de câmbio fixo.

Utilizando-se o arcabouço dos modelos de segunda geração, é possível observar o custo de manutenção do regime de câmbio fixo, em consonância com os objetivos de manutenção do pleno emprego e solvência do setor financeiro, ambos associados ao nível da taxa de juros. A mudança de expectativas dos agentes quanto a essa solvência em concomitância com o regime cambial vigente, coordenadas pelo evento de mudança do ciclo político do México, pressionou o governo a desvalorizar a taxa de câmbio, elevando o custo da sua manutenção e compatibilização com os fundamentos ampliados. O governo mexicano buscou resistir tanto ao abandono do câmbio fixo, quanto à elevação da taxa de juros que isso resultaria. Entretanto, a redução do nível de reservas exerceu pressão para que ele deixasse de intervir no mercado cambial.

A partir de 1998, surgiram os modelos de crises cambiais de terceira geração, que buscaram explicar a crise enfrentada pelos países do Sudeste Asiático em 1997 e 1998, entre os quais destacam-se Tailândia, Malásia, Coreia do Sul e Indonésia. A emergência desses modelos se justifica mediante a incompatibilidade entre os modelos anteriores e a natureza da crise asiática. É importante destacar, em primeiro lugar, que não foram observados déficits fiscais significativos, nesses países, no período anterior à eclosão da crise. Daí, a impossibilidade de se atribuir como sua causa a existência simultânea de expansão monetária, como forma de financiar déficits fiscais elevados, e regime de câmbio fixo, nos moldes dos modelos de primeira geração. Em segundo lugar, conforme observado por Krugman (1998) e Corsetti, Pesenti e Roubini (1998), os

indicadores de performance macroeconômica utilizados tipicamente nos modelos de segunda geração, tais como taxa de crescimento do produto, emprego e inflação, apresentavam níveis satisfatórios nos países do Sudeste Asiático. Dessa forma, manter a taxa de câmbio fixa não comprometia os objetivos macroeconômicos do governo desses países.

Em parte dos modelos de terceira geração, a origem das crises cambiais se encontra nas garantias implícitas concedidas pelo governo ao setor privado, contra choques adversos, que leva a um comportamento de risco-moral e facilita a compra de ativos de risco elevado, em grande escala, gerando uma situação de investimento excessivo. Segundo Corsetti, Pesenti e Roubini (1998), o problema do risco moral asiático se manifestou nos setores corporativo, financeiro e externo.

O diagnóstico, para o setor corporativo, era de que havia incentivos do governo, na forma de controle direto, subsídios creditícios e tributários a projetos realizados por firmas que possuíam redes de relações pessoais com o governo ou favoritismo. Assim, havia a expectativa de que o retorno dos seus investimentos estaria implicitamente garantido pelo governo, que socorreria as empresas em caso de choques adversos. O resultado disso foi uma baixa estimativa dos riscos de investimento pelo setor corporativo. Cumpre ressaltar que, apesar de não haver um déficit fiscal corrente significativo, havia despesas públicas contingentes a uma possível insolvência do setor privado, que poderiam gerar futuros déficits.

Em relação ao setor financeiro, o diagnóstico enfatizava que os intermediários contavam com a garantia implícita do governo ao setor produtivo, no caso em que o fluxo de caixa deste não fosse suficiente para honrar com o seu passivo financeiro. Dessa forma, ressalta-se que os intermediários financeiros não avaliavam com rigor os projetos para os quais concediam empréstimo, subestimando os seus riscos<sup>11</sup>. Além disso, Corsetti, Pesenti e Roubini (1998) enfatizam que não havia uma supervisão e regulação financeira adequada por parte dos governos asiáticos, propiciando um processo de elevada alavancagem.

---

<sup>11</sup> Ademais, segundo Corsetti, Pesenti e Roubini (1998) e Krugman (1998), havia relações pessoais entre os intermediários financeiros e grandes corporações do setor produtivo, o que direcionava a alocação de crédito pelo sistema financeiro asiático a projetos com baixa rentabilidade, não seguindo um mecanismo de mercado.

Quanto ao setor externo, argumenta-se que havia também expectativa por parte dos bancos internacionais de que os tomadores de empréstimo domésticos seriam socorridos pelos respectivos governos, nos cenários adversos. Assim, afirma-se que houve uma elevada oferta de financiamento de curto prazo em moeda estrangeira para os países do Sudeste Asiático, viabilizada pelo processo de liberalização da conta de capital e pela desregulamentação financeira da região, durante a década de 1990.

A garantia implícita concedida pelo Estado dos países do Sudeste Asiático e a oferta elástica de financiamento externo de curto prazo, no contexto da liberalização financeira, teriam gerado um aumento do preço de ativos de baixa rentabilidade. Diante de alguns choques macroeconômicos, como a estagnação da economia japonesa<sup>12</sup> e a apreciação do dólar, ao qual as moedas desses países eram atreladas, teria ficado evidente a fragilidade dos fundamentos das economias do Sudeste Asiático, provocando uma mudança das expectativas dos agentes financeiros. Como resultado, o preço dos ativos caiu bruscamente, o que desencadeou perdas e *default* em grande escala.

No modelo de terceira geração desenvolvido por Corsetti, Pesenti e Roubini (1998), o mercado de ativos é considerado incompleto e segmentado, havendo uma elite, que, no caso da Ásia, seriam as grandes corporações, com acesso ao mercado financeiro, que toma empréstimos para acumular capital. Como simplificação, assume-se que os fundos emprestados são exclusivamente externos e de curto prazo. A demanda por empréstimos é determinada pela expectativa de retorno do capital. Diante da garantia implícita fornecida pelo governo, essa expectativa leva em consideração apenas os melhores resultados que o ativo pode proporcionar. Essa hipótese é semelhante à descrita por Krugman (1998) de que os agentes, na formação de suas expectativas sobre os retornos de um ativo, focam apenas nos “valores Pangloss”, ou seja, nos valores que prevalecem no cenário futuro mais otimista. As perdas são desconsideradas, tendo em vista que elas não são arcadas pelo setor privado, apenas pelo governo, ou seja, pelos contribuintes. Nesse sentido, Krugman (1998) afirma que o setor privado tem incentivo para jogar um jogo equivalente a cara ou coroa, em que, se der cara, ele ganha, se der coroa, o contribuinte perde.

Diante da hipótese de que a elite apenas considera os melhores valores esperados na compra de ativos, há uma tendência de superinvestimento. Como, por simplificação,

---

<sup>12</sup> Um grande percentual das exportações da região era destinada para o Japão.

a única fonte de financiamento são os empréstimos externos, intermediados pelas instituições financeiras domésticas, há um excessivo endividamento em moeda estrangeira, que se traduz em déficits na conta-corrente do balanço de pagamentos. Cabe enfatizar que, nesse modelo, a expectativa de manutenção do regime de câmbio fixo também favorece a demanda por financiamento externo em montante elevado.

Tendo em vista a baixa rentabilidade do capital adquirido, a receita gerada não é suficiente para o pagamento dos serviços da dívida contraída. Em um primeiro momento, o devedor recorre ao refinanciamento externo do empréstimo, não sendo imediatamente socorrido pelo governo. O setor financeiro internacional oferta empréstimo, considerando a garantia implícita do Estado. O resultado é um crescente endividamento externo e déficit em conta-corrente. Entretanto, há um limite para a obtenção de financiamento e refinanciamento externo: o estoque oficial de reservas em moeda estrangeira deve permanecer acima de uma determinada fração da dívida privada externa. Caso essa fração ultrapasse o montante de reservas, as instituições financeiras internacionais se tornarão reticentes em conceder empréstimos adicionais.

Quando esse limite for ultrapassado e as firmas não conseguirem refinar sua dívida, o Estado assume os passivos do setor privado, aumentando os seus gastos. Diante dessa situação, há duas alternativas para financiar o socorro ao setor privado: aumentar as alíquotas dos impostos, o que implicaria uma transferência de renda do resto da população para a elite, ou aumentar a receita de senhoriagem, via expansão monetária. Os agentes esperam que o governo recorra à segunda alternativa, assim eles reduzem a demanda por moeda doméstica e aumentam a demanda por moeda estrangeira, antecipando, a partir de expectativas racionais, um aumento do nível geral de preços e, conseqüentemente, desvalorização cambial<sup>13</sup>, de forma similar à descrita nos modelos de primeira geração. Isso se traduz em perda de reserva, dificultando a manutenção do regime de câmbio fixo. O resultado é uma desvalorização cambial, que aumenta o valor do passivo externo em moeda nacional, dificultando ainda mais o resgate da dívida do setor privado por parte do governo. Configura-se, então, a ocorrência de crises gêmeas: nos mercados financeiro e cambial, que se manifestam na insolvência do setor privado e no esgotamento do estoque de reservas.

---

<sup>13</sup> Assume-se nesse modelo a hipótese de paridade do poder de compra.

É importante ressaltar que nem todos os modelos de terceira geração atribuem as garantias implícitas do governo ao setor privado e, conseqüentemente, o problema de risco moral como causa única ou principal das crises de balanço de pagamentos. Há modelos que enfatizam a iliquidez do sistema bancário doméstico como raiz da crise, como pode ser visto em Chang e Velasco (1998), ou as imperfeições dos contratos financeiros (Schneider e Tornell, 2000).

O modelo desenvolvido por Chang e Velasco (1998) tem como foco os problemas de liquidez do setor bancário específicos das economias emergentes, devido a duas principais razões. A primeira diz respeito ao fato de que o mecanismo de crédito predominante, nas economias emergentes, são os empréstimos bancários, em detrimento de mercados de capitais privados. A segunda razão consiste no menor acesso ao mercado de capital global.

O modelo assume a existência de um período inicial ( $t=0$ ) em que os bancos captam depósitos dos residentes e tomam empréstimos externos, limitados por um teto exógeno, para investir em uma determinada tecnologia. No curto prazo ( $t=1$ ), a receita proveniente desse investimento é menor que o seu custo, indicando uma baixa rentabilidade e um problema de liquidez. No entanto, no longo prazo ( $t=2$ ), ela passa a ser maior que o custo.

Assume-se também que os agentes domésticos possuem dois perfis: impacientes e pacientes. Os impacientes desejam sacar seus depósitos no curto prazo, ao passo que os pacientes demandam os recursos depositados apenas no longo prazo.

Porém, cabe ressaltar que os bancos não possuem informações a respeito do perfil dos depositantes. Para incentivar que os agentes tomem decisões coerentes com seu verdadeiro perfil, as instituições financeiras remuneram em percentual maior as retiradas feitas no longo prazo em comparação com as realizadas no curto prazo. Caso os agentes ajam, de fato, em conformidade com o seu perfil, haverá um equilíbrio consistente com uma situação de solvência bancária.

Entretanto, mesmo os agentes pacientes podem desejar retirar seus depósitos do banco no curto prazo, caso haja uma expectativa de que todos farão isso, o que evidencia uma falha de coordenação. Tendo em vista o problema de iliquidez de curto prazo, agravado pelo fato de que os bancos priorizam o pagamento dos seus passivos

externos, a falha de coordenação entre os comportamentos dos agentes domésticos, diante da expectativa de saque generalizado dos depósitos, dará origem a uma corrida bancária, que provocará falência dessas instituições.

É possível que o problema de iliquidez possa ser contornado por empréstimos adicionais por parte dos bancos junto ao exterior. Entretanto, as instituições financeiras internacionais podem também ter expectativas negativas a respeito da solvência futura dos bancos domésticos. Nesse caso, elas não estarão dispostas a conceder empréstimos adicionais. Caso haja coordenação das expectativas dos agentes estrangeiros nesse sentido, os bancos não conseguirão impedir as corridas bancárias.

Esse fato pode ser agravado pela natureza dos empréstimos externos concedidos no período inicial ( $t=0$ ). Em outras palavras, caso eles sejam de curto prazo, a instituições estrangeiras podem se recusar em ofertar seu refinanciamento. Isso aumenta a probabilidade de ocorrência de corrida bancária. Assim, verifica-se a existência de equilíbrios múltiplos, que são determinados pelas expectativas e pela coordenação entre os agentes domésticos e os estrangeiros, entre si, de forma parecida com o estabelecido pelos modelos de segunda geração. Ocorre, portanto, uma situação de expectativas autorrealizáveis.

Segundo Chang e Velasco (1998), a liberalização financeira pode aumentar a vulnerabilidade da economia a corridas bancárias, por duas características relativas à desregulação sobre o setor financeiro: a redução de reservas em relação ao passivo e o aumento da concorrência. Em primeiro lugar, a redução do percentual de reservas sobre o passivo do intermediário financeiro aumenta a restrição sobre os saques no curto prazo. Em segundo lugar, o acirramento da concorrência aumenta a remuneração de curto prazo sobre os depósitos, para atrair mais clientes, o que pode levar a um aumento dos saques antes da maturação dos investimentos realizados.

É importante ressaltar que Chang e Velasco (1998) também criticam as garantias concedidas pelo governo ao setor produtivo e ao setor bancário, mas devido ao aumento de probabilidade de corrida bancária que essas políticas geram e não por razões de risco moral, conforme defendido por Krugman (1998) e Corsetti, Pesenti e Roubini (1998). O argumento utilizado é que os subsídios governamentais encorajam o investimento em ativos de longo prazo e levam a um aumento de empréstimos externos no período inicial. Caso haja uma elevação significativa da taxa de juros internacional, devido a

choques exógenos, o pagamento do serviço da dívida externa se torna elevada, o que reduz a liquidez dos bancos no curto prazo, dada a prioridade para os pagamentos do passivo externo, e aumenta os saques dos depósitos feitos pelos residentes<sup>14</sup>. Pode haver, assim, uma corrida bancária.

Por fim, Chang e Velasco (1998) chamam a atenção para o fato de que, em regimes de câmbio fixo, a corrida bancária pode se converter em crise de balanço de pagamentos, caso a autoridade monetária atue como emprestador de última instância, para socorrer os bancos em uma situação de iliquidez. Nessa situação, o Banco Central cria moeda local, para emprestar para os bancos comerciais e, assim, contornar uma eventual corrida bancária. No entanto, como os autores assumem que a economia seja completamente dolarizada, ou seja, que os depósitos domésticos são sacados na moeda local, mas depois convertidos em dólar, para fins de consumo, o aumento dos saques levará a um crescimento da demanda por dólar, o que pode esgotar o montante de reservas oficiais e ter como consequência uma crise no balanço de pagamentos.

Outro tipo de modelo de terceira geração que merece destaque diz respeito ao desenvolvido por Schneider e Tornell (2000). Nesse modelo, o sistema bancário é caracterizado pela existência de dois tipos de distorções: (i) garantias governamentais implícitas, ou seja, uma falha de governo; e (ii) problemas no cumprimento dos contratos financeiros - uma falha de mercado. Por um lado, as garantias são cruciais para a obtenção de crédito pelos tomadores de empréstimo domésticos. Por outro lado, não há um relaxamento completo do racionamento do crédito, uma vez que as imperfeições no cumprimento dos contratos continuam funcionando como restrição à oferta de financiamento.

Para incorporar fatos estilizados das crises internacionais da década de 1990 em seu modelo, Schneider e Tornell (2000) divide a economia em dois setores: um produtor de bens comercializáveis e outro produtor de bens não comercializáveis. No período inicial, há uma antecipação de crescimento da demanda destes últimos bens, que leva à expansão da sua capacidade produtiva. Para isso, aumenta-se a demanda por financiamento, que é atendida pela oferta de empréstimos por parte de bancos

---

<sup>14</sup> Os autores enfatizam que choques nos juros internacionais reduzem a quantidade de depósito que pode ser sacado, no curto prazo. Assim, nessas situações, os agentes credores dos bancos se tornam pessimistas e esperam a ocorrência de uma corrida bancária.

domésticos, a partir da captação de fundos em moeda estrangeira, no mercado internacional, ou seja, o crédito tem origem externa.

Cumprido destacar que o acesso ao crédito por parte do setor produtor de bens não comercializáveis doméstico é possibilitado pela existência de garantias governamentais, que, além de funcionar como garantia, reduz o risco cambial, referente ao descasamento entre a unidade monetária das receitas e a dos passivos contratuais. Tendo em vista que, no modelo de Schneider e Tornell (2000), o socorro governamental apenas se torna efetivo no caso de um problema de solvência generalizado, não se aplicando a casos de solvências de firmas individuais, a empresa doméstica só toma empréstimos denominados em moeda estrangeira, se houver expectativa de que as demais firmas também estão incorrendo no risco cambial.

Como se assume que os bens de capital e os insumos utilizados por esse setor também são não comercializáveis, o aumento dos investimentos leva a um aumento do preço desse tipo de bens e a uma valorização da taxa de câmbio real, por definição. Nesse sentido, os autores ressaltam a existência de um impacto positivo sobre os balanços dos bancos domésticos, devido a um aumento do valor dos ativos em comparação aos passivos (dívidas denominadas em moeda estrangeira). Isso, por sua vez, proporciona maior fluxo de caixa para financiamento da expansão do setor de bens não comercializáveis.

No entanto, caso o empréstimo denominado em moeda estrangeira atinja um estoque muito elevado, há a possibilidade de que as instituições internacionais reduzam a oferta de crédito para os bancos domésticos. Isso ocorre devido à expectativa de que os demais agentes financeiros estrangeiros diminuirão simultaneamente a oferta de empréstimo, o que provocará uma desvalorização cambial e, conseqüentemente, uma elevação da dívida externa. O resultado final é um *default* generalizado do setor produtor de bens não comercializáveis, que pode gerar uma crise de balanço de pagamentos, no caso de insuficiência de reservas cambiais. Assim, o modelo desenvolvido por Schneider e Tornell (2000) destaca a existência de falha de coordenação entre os agentes, equilíbrios múltiplos e profecias autorrealizáveis.

Assim, os modelos de terceira geração explicam as crises cambiais a partir de uma série de falhas existentes nas economias emergentes: (i) garantia implícita do governo ao setor privado; (ii) fraca supervisão e regulamentação do setor financeiro

doméstico; (iii) imperfeições dos contratos; (iii) elevados déficits em conta-corrente; (iv) insuficiência de reservas cambiais e (v) regime de câmbio fixo.

Cabe observar que a concepção de moeda e sistema financeiro implícita nos modelos de crises cambiais de primeira, segunda e terceira geração descritos nessa seção podem ser relacionada às concepções novo-keynesianas. Nesses modelos, o produto é mantido artificialmente acima do seu nível potencial, devido a intervenções do Estado na economia, ao realizar políticas fiscais expansionistas, ao intervir em variáveis macroeconômicas para buscar o pleno emprego e ao fornecer garantias implícitas às dívidas assumidas pelo setor privado. Diante da existência de falhas de mercado, o Estado consegue manter o produto real elevado, no curto prazo, a partir da emissão de moeda no período corrente ou das promessas de emissão futura, contingente a problemas de insolvência do setor privado.

No momento da crise, observa-se um processo de ajuste, que, no entanto, conduz a economia a patamares abaixo do pleno emprego. Nesse sentido, o elevado volume de saída de capital e o conseqüente desequilíbrio do balanço de pagamentos exercem efeito negativo sobre o lado real da economia, por meio de canais existentes no mercado financeiro. Mais uma vez, as falhas de mercado possibilitam que a contração monetária tenha impacto no nível de emprego.

Assim, esses modelos observam que a liberalização da conta de capital, concomitante a um regime de câmbio fixo, em economias caracterizadas por falhas de mercado e falhas de governo, acentua a amplitude dos ciclos relacionados ao produto real, ao investimento e ao emprego. Como será visto adiante, o reconhecimento desses problemas influencia a uma prescrição mais cautelosa de abertura financeira pelos economistas novo-keynesianos.

## **2.5 Prescrições de Abertura Financeira Após a Década de 1990**

Como visto na seção 2.3, a visão ortodoxa mais tradicional defendia a liberalização financeira como um meio de atração de maiores poupanças para as economias menos desenvolvidas e, conseqüentemente, obtenção de maiores taxas de crescimento ou de maiores níveis de renda *per capita*, no longo prazo. Como a literatura também ressaltava a eficiência dos mercados financeiros, nos termos defendidos por

Fama (1969) e Lucas (1979), não se cogitava, de forma ampla, a possibilidade de bolhas nos ativos financeiros ou de ataques especulativos, inclusive no mercado cambial. Entretanto, a partir da década de 1980 e, principalmente, ao longo da década de 1990, várias economias emergentes se depararam com crises, associadas com ataques especulativos, em um cenário de crescente integração dos seus mercados financeiros com o mercado global. Diante disso, vários economistas ortodoxos, principalmente novo-keynesianos, passaram a enxergar o aumento da instabilidade como um risco da liberalização da conta de capitais do balanço de pagamentos, como foi o caso, por exemplo, de Stiglitz (2000) e Krugman (2000).

Particularmente, Stiglitz (2000) critica abertamente a visão ortodoxa mais tradicional, segundo a qual a abertura financeira, além de propiciar maiores taxas de crescimento, ajuda a estabilizar a economia por meio da ampliação da possibilidade de diversificação de riscos. Nas palavras do autor:

“Perhaps the most telling deficiency in the standard case is in the third argument, that opening capital markets allows for diversification and thereby enhances stability. As we have seen, capital market liberalization is systemically associated with greater instability, and for good reason: capital market flows are markedly pro-cyclical, exacerbating economic fluctuations, when do they do not actually cause them. The behavior is consistent with the popular adage about bankers being willing to lend when one does not need the money. When the bankers see economic weakness, they put their money out of the country.” (Stiglitz, 2000, pp. 1079-1080).

Dessa forma, Stiglitz (2000) percebe que, nos períodos de prosperidade da economia doméstica, há uma excessiva entrada de capital estrangeiro. Entretanto, nos períodos de dificuldades, há contração de crédito advindo do exterior e fuga de capital. Isso pode tanto aumentar a instabilidade, como ser a sua causa. Nesse sentido, o autor destaca que o mercado financeiro é, em sua essência, diferente do mercado de bens e serviços, uma vez que seu funcionamento está intrinsecamente relacionado à obtenção de informações. Sendo estas assimétricas, devido aos custos que os credores incorrem tanto no monitoramento dos devedores, quanto na obtenção de informação sobre o comportamento dos outros credores, há espaço para falhas de coordenação entre os agentes internacionais, que interrompem bruscamente o refinanciamento de curto prazo para as firmas domésticas, quando esperam que os demais credores também assumirão esse comportamento, em conformidade com os modelos de corridas bancárias. A consequência é o aumento da instabilidade macroeconômica doméstica.

Tanto Stiglitz (2000), quanto Krugman (2000) observam que o aumento da volatilidade, causada pela instabilidade dos fluxos de capitais, exerce impacto negativo sobre o crescimento econômico. Por isso, eles chegam a defender controles de capital, como forma de ampliar o prazo do crédito, aumentando os custos de financiamentos de curto prazo e favorecendo os de longo prazo, tais como investimentos direto estrangeiros. Stiglitz (2000), inclusive, ressalta que a volatilidade associada aos fluxos de curto prazo reduz o incentivo para financiamentos de longo prazo.

O argumento de Krugman (2000) está mais centrado no descasamento entre os ativos e passivos das firmas domésticas, em termos de moeda estrangeira e de prazos de maturação, que podem gerar crises de balanços de pagamentos. Nesse sentido, os controles de capital poderiam reduzir esses descasamentos. No entanto, é importante ressaltar que, para o autor, há outras medidas que podem suavizar os movimentos de capital estrangeiro na economia doméstica, como um regime de câmbio flexível. Diante do risco de variação cambial, as firmas domésticas teriam menos incentivo para tomar empréstimos excessivos em moeda estrangeira. Além disso, uma desvalorização cambial, resultante da redução da oferta de crédito externo, poderia reduzir o custo de oportunidade para uma fuga de capital maciça.

Krugman (2000), no entanto, se mostra otimista quanto ao futuro da integração global, em termos financeiros e comerciais, e à redução dos seus impactos sobre a instabilidade das economias domésticas. Em primeiro lugar, ele argumenta que uma maior integração comercial poderia reduzir os danos causados pela fuga de capital e pela consequente desvalorização cambial. Nesse sentido, quanto maior for a participação das exportações de um país no seu PIB, maior a possibilidade de que o aumento das receitas de exportações, causado pela desvalorização cambial, contrabalance o crescimento dos passivos externos. Em segundo lugar, um aumento dos investimentos direto estrangeiros, ao estar associado a uma grande difusão de empresas multinacionais pelo mundo, reduziria os descasamentos monetários entre ativos e passivos das firmas e, por isso, diminuiria a probabilidade de crises.

Apesar do surgimento dessa postura um pouco mais cautelosa em relação à globalização financeira, a partir do final da década de 1990, parte dos economistas do *mainstream* continuaram defendendo a liberalização da conta de capital, sendo contra qualquer forma de controle, porém com um argumento diferente da visão ortodoxa mais

tradicional. Para Dornbusch (1998), por exemplo, os benefícios da integração financeira estão relacionados à supervisão das políticas macroeconômicas domésticas, feita pelas instituições internacionais, o que leva uma maior disciplina por parte dos governos.

Kose *et al* (2006) fazem uma revisão da literatura ortodoxa sobre a globalização financeira. Segundo eles, os benefícios destacados após a crise asiática estão relacionados aos efeitos colaterais potenciais da abertura da conta de capitais, a saber: (i) desenvolvimento do mercado financeiro doméstico, refletido em aumento do tamanho do setor bancário, aprofundamento do mercado de capital e melhoria das atividades de supervisão e regulação financeiras; (ii) desenvolvimento institucional, com ênfase em redução da corrupção e aumento da transparência; (iii) melhoria da governança corporativa; e (iv) maior disciplina macroeconômica, isto é, redução de políticas monetárias e fiscais discricionárias. Esses efeitos colaterais, por sua vez, asseguram uma maior taxa de crescimento de longo prazo e reduzem a instabilidade macroeconômica associada a crises.

Entretanto, parte significativa desses benefícios colaterais são enumerados também como condições necessárias para que a integração financeira se traduza em menor instabilidade e maior crescimento. Conforme visto na seção anterior, os modelos de crises cambiais de primeira, segunda e terceira geração enfatizam como causas das instabilidades observadas: as políticas fiscais e monetárias expansionistas, o baixo desenvolvimento, supervisão e regulação do mercado financeiro doméstico e as relações pessoais entre o Estado e o setor privado. Dessa forma, um corolário desses modelos é que a resolução desses problemas é condição para que a abertura da conta de capitais não gere crises.

Como as condições para que a abertura financeira não amplie a instabilidade das economias domésticas se confundem com os benefícios colaterais catalisados por ela, é possível inferir que não há garantia de que esse processo tenha necessariamente impactos positivos sobre o desempenho macroeconômico dos países. Em outras palavras, não há certeza nem quanto ao cumprimento dessas condições e, por isso, nem quanto a obtenção dos benefícios. Observa-se, assim, uma falha na defesa ortodoxa da globalização financeira.

## Conclusão

É possível destacar dois tipos principais de defesa da abertura financeira pelos economistas ortodoxos. A primeira está associada à visão de que os mercados financeiros são eficientes (Fama, 1969; Lucas, 1978), não havendo oportunidade para ganhos de capital decorrente de comportamentos especulativos. Para essa visão, a integração aos mercados mundiais, além de não causar instabilidades, seria benéfica à economia doméstica por ampliar os canais de intermediação entre poupança e investimento, propiciando um processo mais eficiente de alocação da poupança, com o potencial de gerar maiores taxas de crescimento (Pagano, 1993) ou acelerando o processo de convergência entre as economias menos desenvolvidas e as mais desenvolvidas, em termos de nível de renda *per capita* (Mankiw, Romer e Weil, 1992).

Por sua vez, a segunda visão busca incorporar as crises cambiais observadas a partir da década de 1980, na sua análise, associando-as à concepção de não neutralidade apenas de curto prazo da moeda. Mais especificamente, a abertura financeira é vista como problemática diante da existência seja de falhas de governo, como intervenções no mercado de câmbio, políticas fiscal e monetária expansionistas e garantia governamental implícita aos empréstimos contraídos pelos residentes, seja de falhas mercado, como informações assimétricas. A responsabilidade das crises cambiais é atribuída ao governo seja quando ele age, por meio de políticas econômicas discricionárias, seja quando não age e não fiscaliza apropriadamente a operação do mercado financeiro. Nesse sentido, os autores que compartilham essa visão defendem que os benefícios da integração ao mercado financeiro global só podem ser obtidos caso o Estado abra mão de políticas monetárias e fiscais expansionistas, adote regime de câmbio flutuante, acabe com as garantias implícitas aos devedores e aperfeiçoe a supervisão e o monitoramento do sistema financeiro, fortalecendo os mecanismos de cumprimento dos contratos.

Portanto, mesmo a visão que apreende os problemas de instabilidade macroeconômica, essencialmente de curto prazo, provenientes da abertura financeira atribui a maior parte das consequências negativas a falhas exclusivamente internas na economia doméstica, de grande responsabilidade do Estado. Defende-se, então, a implementação de reformas estruturais, como forma de diminuir o espaço do governo para realizar políticas discricionárias e possibilitar o livre funcionamento do mercado,

como pré-requisito para a livre conversibilidade da conta de capital e para garantir o acesso aos benefícios que ela proporciona. Ora, essa visão é resultante da própria concepção de moeda dos autores novo-keynesianos, que percebem a influência das variáveis monetárias e financeiras sobre as variáveis reais apenas no curto prazo, como decorrência da existência de falhas de mercado, que tornam os preços e os salários rígidos. Porém, a dicotomia clássica, decorrente da TQM, continua válida no longo prazo, mediante a correção das falhas de mercado e a flexibilidade de ajuste dos preços e salários.

### 3. O Ceticismo Pós-Keynesiano

Diferente dos economistas ortodoxos, cujo pensamento foi examinado no capítulo anterior, os pós-keynesianos dão maior atenção para o aumento da volatilidade macroeconômica propiciado pela redução das barreiras nacionais ao livre fluxo de capitais internacional, associando-o ao próprio mecanismo de funcionamento dos mercados financeiros e não a falhas estruturais ou ao caráter discricionário das políticas econômicas. Por enfatizarem a incerteza que permeia a economia e a não neutralidade da moeda, inclusive no longo prazo, as teorias pós-keynesianas enfatizam que a globalização financeira, ao tornar mais frequentes e bruscas as alterações nos estados de expectativas prevalentes no cenário internacional, aumenta o grau de instabilidade observado nas trajetórias do produto e do emprego nas economias nacionais. O livre funcionamento do mercado, em escala global, é visto, então, como problemático, bem como a sua desregulamentação em âmbito doméstico.

Diante disso, este capítulo tem como objetivo analisar os principais elementos da teoria pós-keynesiana que possibilitam uma interpretação a respeito da ampliação da volatilidade macroeconômica decorrente da intensificação do processo de globalização financeira e da desregulamentação dos mercados. Para a melhor exploração dos principais argumentos fornecidos, o capítulo será desenvolvido em seis seções, além da conclusão. Na primeira, serão analisados os principais elementos que fundamentam a teoria da preferência pela liquidez pós-keynesiana, cujo objeto é a escolha de ativos, entre os quais a moeda, na composição dos portfólios dos agentes econômicos, diante de um cenário permeado por incerteza. A segunda seção analisará o processo de financiamento do investimento e o caráter endógeno de criação de moeda. A terceira seção busca explicar a geração endógena de crises na economia capitalista, explicitando os principais argumentos utilizados por Minsky (1986) na elaboração da hipótese sobre fragilidade financeira. A quarta seção explorará a forma como a preferência pela liquidez se manifesta em economias abertas, no contexto de globalização financeira, e seus impactos sobre as taxas de juros internacional e de câmbio. Por fim, a quinta seção analisa a hipótese de fragilidade financeira para economias abertas, de forma a proporcionar uma melhor interpretação sobre a influência das variações da preferência pela liquidez prevalente no cenário internacional sobre a volatilidade

macroeconômica observada em âmbito doméstico, que tem graves impactos sobre o investimento, o produto real e o nível de emprego.

### **3.1 Fundamentos da Teoria Pós-Keynesiana**

A teoria pós-keynesiana tem sua origem baseada nos trabalhos desenvolvidos por Keynes, após 1936. Ela se diferencia da teoria ortodoxa, principalmente, por trabalhar com a perspectiva de economia monetária de produção, caracterizada por tempo histórico, incerteza e moeda<sup>15</sup>, elementos com importância analítica, que não podem ser compreendidos de forma independente um dos outros (Dow, 1985; Carvalho, 1992)<sup>16</sup>.

O tempo histórico implica em considerar o ambiente econômico como estando continuamente em processo de construção. Nesse sentido, a trajetória da economia é unidirecional, sendo resultante de decisões cruciais, que, uma vez tomadas, alteram o ambiente de forma irreversível. Cabe ressaltar que essas decisões cruciais são, normalmente, influenciadas por expectativas de longo prazo, nas quais a incerteza está presente<sup>17</sup>.

Por sua vez, a incerteza está associada à forma pela qual os agentes buscam utilizar premissas, a partir de informações disponíveis e de observações, para formular proposições sobre possibilidade de eventos futuros e, assim, avaliar as consequências das suas decisões. A incerteza decorre do fato de que as premissas nem sempre são completas ou suficientes, havendo espaços em branco no conjunto de premissas que precisam ser preenchidos. Além disso, a incerteza também está relacionada à

---

<sup>15</sup> Uma lista mais completa de fundamentos que caracterizam uma economia monetária de produção pode ser obtida em Carvalho (1992).

<sup>16</sup> Carvalho (1992) observa que os fundamentos da teoria pós-keynesiana não podem ser categorizados como axiomas, os quais são amplamente utilizados pela teoria neoclássica, sendo entendidos como hipóteses que não podem ser explicadas por meio de outras. Em outras palavras, axiomas são ideias ou concepções irreduzíveis. Eles são considerados como átomos, independentes um do outro, que podem ser combinados e daí resultar em uma teoria. Como moeda, tempo histórico e incerteza constituem-se elementos que não podem ser compreendidos de forma independente um do outro, é equivocado considerá-los axiomas.

<sup>17</sup> Apesar de não ter sido ressaltado no capítulo anterior, a teoria econômica ortodoxa normalmente assume as hipóteses de tempo lógico ou de tempo mecânico. O tempo lógico implica na concepção apenas da dimensão causal do tempo, em que um evento precede o outro apenas logicamente. Já, o tempo mecânico implica em concebê-lo como bidirecional, de forma parecida com o espaço. Neste caso, assume-se que os agentes podem transitar livremente entre presente, passado e futuro e, assim, reverter as suas decisões, bem como seus resultados. Para mais detalhes sobre as concepções de tempo, ver Amado (2000).

complexidade do ambiente econômico e social, que se reflete na existência de dificuldades para realizar as devidas conexões entre as diversas informações e variáveis disponíveis (Fontana, 2006). Há assim obstáculos para a construção de proposições acerca dos eventos correntes e futuros, por meio de um processo lógico. A incerteza, portanto, implica na ausência de base de conhecimentos suficientes para se efetuar cálculos probabilísticos a respeito de eventos futuros (Carvalho, 1988; 1992), o que pode ser observado na seguinte passagem de Keynes (1937):

“By ‘uncertain’ knowledge, let me explain, I do not mean merely to distinguish what is known for certain from what is only probable. (...) The sense in which I am using the term is that in which the prospect of a European war is uncertain, or the price of copper and the rate of interest twenty years hence, or the obsolescence of a new invention, or the position of private wealth-owners in the social system in 1970. About these matters there is no scientific basis on which to form any calculable probability whatever. We simply do not know.” (Keynes, 1937, pp. 213-214)

Dessa forma, há uma nítida incompatibilidade entre a hipótese de incerteza e a de expectativas racionais, utilizada pelas teorias novo-clássicas e novo-keynesianas, que assumem que os agentes racionais conhecem, a partir do método de tentativa e erro, as distribuições de probabilidade das variáveis relevantes para a tomada de decisão. Para a teoria pós-keynesiana, esse processo de aprendizado não é possível, uma vez que o mundo é não ergódico, ou seja, as distribuições de probabilidade não são estacionárias, não sendo possível prever o futuro a partir da observação do passado e do presente (Davidson, 1988).

Cumprido destacar que os agentes sabem que sua base de conhecimentos é frágil e que não podem formular cálculos de probabilidade a respeito de eventos futuros com base nelas. Assim, o processo de tomada de decisão irá depender do grau de confiança do agente nas premissas disponíveis e nas proposições derivadas dela, auxiliadas pelos “figments of imagination”. Mais especificamente, para realizar conjecturas acerca do desencadear dos fatos e tomar decisões, a partir de determinadas condições iniciais, os agentes buscam preencher os espaços incompletos, existentes no conjunto de premissas supostamente relevantes, influenciados pelos espíritos animais, que podem ser definidos como um impulso à ação, em detrimento da inação, ou pelas convenções, que englobam três mecanismos de ação diante da incerteza:

“(1) We assume that the present is much more serviceable guide to the future than a candid examination of past experience would show it to have been hitherto. In other words we largely ignore the prospect of future changes about the actual character of which we know nothing.

(2) We assume that the existing state of opinion as expressed in prices and the character of existing output is based on a correct summing up of future prospects, so that we can accept it as such unless and until something new and relevant comes into the picture.

(3) Knowing that our own individual judgment is worth-less, we endeavor to fall back on the judgment of the rest of the world which is perhaps better informed. That is, we endeavor to conform with the behavior of the majority or the average. The psychology of a society of individuals each of whom is endeavoring to copy the others leads to what we may strictly term a conventional judgment.” (Keynes, 1937, p. 214)

É importante destacar que os espíritos animais e as convenções são sujeitos a mudanças bruscas e repentinas. Nesse sentido, a volatilidade desses dois elementos confere maior grau de instabilidade às decisões que são mais afetadas pela incerteza.

Considerando a complexidade do ambiente econômico, cuja trajetória é unidirecional e influenciada por decisões cruciais, parte significativa das informações necessárias para a formulação de proposições e para a formação de expectativas de longo prazo somente poderá ser obtida após a tomada da decisão. Dessa forma, a existência de incerteza apenas pode ser compreendida por meio da ideia de tempo histórico. Por outro lado, o tempo histórico é influenciado pelas expectativas de longo prazo dos agentes, permeadas por incerteza, que são levadas em consideração no processo de tomada de decisões cruciais. Assim, a incerteza existente na formação de proposições a respeito dos eventos futuros influencia e é influenciada pelo tempo histórico. Conforme observado por Lawson (1988), há uma interação contínua entre o conhecimento criado e o ambiente econômico, na teoria pós-keynesiana.

Um exemplo de decisão crucial bastante enfatizado pela teoria pós-keynesiana consiste no investimento, que envolve uma quantidade considerável de recursos e altera a trajetória da economia de maneira irreversível. Kregel (1976) chama atenção para o fato de que os resultados do investimento são obtidos apenas no longo prazo, de forma que a decisão relacionada a ele é permeada por incerteza. Em outras palavras, o investidor precisa tomar uma decisão que envolve uma quantidade grande de recursos e altera irreversivelmente o ambiente econômico, mas não possui os conhecimentos suficientes a respeito da trajetória futura da economia, inclusive da taxa de juros e das inovações que poderão surgir e tornar a sua tecnologia obsoleta, não dispondo de

informações que lhe permita avaliar objetivamente os custos e resultados futuros. Diante da incerteza, assumem papel importante na tomada de decisão os espíritos animais e as convenções, cuja volatilidade aumenta a instabilidade do investimento.

Dequech (2000) observa que a decisão de escolha de ativos, entre os quais os de capital, subjacentes à decisão de investir, é influenciada pelos espíritos animais, pelo conhecimento e pela criatividade, por meio do seus respectivos papéis sobre o estado de expectativas. Este consiste basicamente na combinação entre as expectativas e o grau de confiança nelas, o qual está relacionado à aversão a incerteza<sup>18</sup> e à percepção da incerteza.

É importante observar que o autor aprimora o conceito de espíritos animais, associando-o com a intensidade e a qualidade do otimismo, para enfrentar a incerteza. Nesse sentido, a decisão não recai apenas entre as alternativas de agir e ou não agir, mas entre diferentes tipos de ação. Segundo Dequech (2000), o grau de otimismo, associado aos espíritos animais, exerce influência sobre a aversão à incerteza e sobre a percepção da própria incerteza, que determina o grau de confiança nas expectativas. Além disso, os espíritos animais também influenciam o otimismo espontâneo, ou seja, aquele que está dissociado de qualquer forma de estimativa de probabilidade acerca das consequências futuras das ações. Esse otimismo espontâneo, por sua vez, determina as próprias expectativas.

A base de conhecimentos também influencia a percepção de incerteza, uma vez que quanto maior a quantidade de conhecimentos julgados relevantes possuídos pelo agente, menor será a sua percepção de incerteza. Como esta última afeta o grau de confiança, os conhecimentos, além de determinar as expectativas, também influencia o grau de confiança nelas.

Por fim, a criatividade diz respeito à forma de ver os fatos e de agir de uma nova maneira, o que influencia a maneira como os agentes preenchem os espaços em branco no conjunto de premissas, no processo de tomada de decisão. Dequech (2000) destaca que ela pode ser interpretada como “a habilidade de imaginar um futuro que é, pelo

---

<sup>18</sup> A aversão à incerteza é diferente de aversão ao risco, uma vez que este é probabilizável, o que requer um ambiente econômico ergódico e um conhecimento completo dos agentes a respeito dos eventos possíveis de serem verificados no futuro e de todas as consequências possíveis de suas ações.

menos em alguns aspectos, radicalmente diferente do presente” (Dequech, 2000, p. 162). Nesse sentido, ela também determina as expectativas.

No âmbito da teoria pós-keynesiana, o processo de escolha de ativos contempla, entre as alternativas levadas em consideração pelos agentes, a própria moeda. Nesse sentido, ela é um ativo desejável por ser o que possui maior liquidez, ou seja, o que é mais facilmente trocado por outros ativos, sem incorrer perda de valor para o seu proprietário, em menor período de tempo. Diante da incerteza que permeia o mundo, o atributo de liquidez passa a ser importante por permitir maior flexibilidade, possibilitando aproveitar oportunidades futuras inesperadas ou enfrentar contingências imprevistas (Davidson, 1988; Dequech, 2000). Desse modo, não é possível dissociar a importância que a moeda tem na teoria pós-keynesiana da hipótese de incerteza.

Diferente da teoria ortodoxa, são enfatizadas as funções da moeda de meio de pagamento, reserva de valor e unidade de conta, além da função de meio de troca. Por ela ser meio de pagamento, é utilizada para liquidar compromissos contratuais. Por ser reserva de valor, tende a manter seu valor ao longo do tempo, o que garante uma parte do seu atributo de liquidez. Por ser unidade de conta, principalmente dos contratos, ela é amplamente aceita, explicando o outro aspecto do seu atributo de liquidez.

Cabe enfatizar que a função de unidade de conta também está relacionada à capacidade da moeda de manter valor ao longo do tempo, que é decorrente de suas propriedades de elasticidades de produção e de substituição negligenciáveis<sup>19</sup>. A estabilidade do seu valor a torna a unidade de denominação mais adequada para os contratos, em particular os de trabalho. Sendo o mercado de trabalho o mais amplo e o mais organizado da economia capitalista, o fato de os salários serem denominados em moeda torna-a amplamente aceita.

É importante ressaltar também que os contratos são vistos, pela teoria pós-keynesiana, como um mecanismo institucional pelo qual os agentes lidam com a incerteza, uma vez que permite que eles controlem os custos e os fluxos futuros de receitas, além da entrega futura de insumos, bens de capital e bens finais (Davidson, 1988; Carvalho, 1992). O fato de a moeda ser unidade de conta dos contratos também influencia sua função de meio de pagamento, devido à sua capacidade de liquidação dos passivos contratuais contraídos.

---

<sup>19</sup> Para mais detalhes, ver Keynes (1936), Dow (1985) e Belluzzo (2016)..

Além da demanda por moeda pelo motivo transação, considerada pela teoria ortodoxa e descrita no capítulo anterior, os pós-keynesianos também ressaltam os motivos precaução e especulação<sup>20</sup>. O motivo precaução está relacionado aos eventos inesperados, que podem gerar ganhos ou gastos imprevistos. Nesse sentido, Dequech (2000) destaca que o motivo precaução é influenciado pelo baixo grau de confiança dos agentes nas suas expectativas. Por sua vez, o motivo especulação está associado à existência de uma expectativa considerada como confiável pelo agente de redução do preço dos demais ativos e, conseqüentemente, de elevação da taxa de juros. Nesse caso, demanda-se moeda, porque há uma confiança mínima na expectativa de que os preços dos demais ativos diminuam no futuro próximo. Uma vez que esta expectativa se confirme, o agente terá evitado a perda de valor resultante da posse do ativo e poderá comprá-los em condições mais vantajosas. Dessa forma, é importante destacar que o grau de confiança nas expectativas é um dos principais fatores que distingue o motivo especulação do motivo precaução.

Segundo Dequech (2000), há ainda um motivo para preferência pela liquidez diante da incerteza: a possibilidade de aprendizado. Quanto maior a percepção de incerteza, maior será a demanda por liquidez dos agentes, que esperam haver conhecimento relevante ainda a ser adquirido no futuro, necessário para a tomada de alguma ação. No entanto, tendo em vista que as informações relevantes a serem obtidas podem ser provenientes de eventos inesperados, esse motivo pode estar contido no próprio motivo precaução. Isso pode ser observado no seguinte trecho, que ressalta o grau insuficiente de confiança nas expectativas correntes e a possibilidade de ganhos imprevistos:

“From the perspective defended in this paper, this argument can be accepted by saying that liquidity allows the decision maker to postpone action until (1) more information is obtained, and then the confidence in the forecast may be high enough to justify action, or (2) an unforeseen profit opportunity appears, either in financial or in any other markets, and the decision maker feels sufficiently confident about it” (Dequech, 2000, p. 166)

A análise a respeito da não neutralidade da moeda, na teoria pós-keynesiana, é feita, principalmente, a partir do impacto da preferência pela liquidez sobre o investimento, no processo de escolha de ativos, ou seja, na definição de portfólio dos agentes. Sendo a decisão de investir equivalente à demanda por ativos de capital,

---

<sup>20</sup> Há também o motivo finanças, que será explicado mais adiante.

Keynes (1936), no capítulo 17, ressalta que ela é realizada a partir da comparação entre as taxas de juros dos diversos ativos existentes e a taxa de juros da moeda. Esta é definida como o excedente de uma soma de dinheiro contratada para entrega futura em relação ao preço no mercado “spot”. Para os demais tipos de bens, a taxa de juros é definida como a expectativa de retorno líquido propiciado pelo ativo, seja em termos monetários, seja em termos de segurança ou liquidez. A taxa de juros é representada, como recurso heurístico, por Dequech (2000) a partir da seguinte expressão:

$$(1 + \delta_i) = (Q_i - C_i + L_i + A_i)/(1 + \alpha_{si})P_i$$

Sendo  $\delta_i$  a taxa de juros própria do ativo.  $Q_i$  representa a sua quase-renda,  $C_i$  o seu custo de carregamento ou de manutenção,  $L_i$  o seu prêmio de liquidez e  $A_i$  a sua apreciação esperada, todos em termos nominais. Os termos  $\alpha_{si}$  e  $P_i$  representam, respectivamente, o grau de incerteza específico do ativo (que está além da incerteza geral da economia e que afeta todos os ativos) e o seu preço. Por fim, o subscrito  $i$  representa o ativo em consideração, podendo variar de 1 a  $n$ , em uma economia com  $n$  ativos. É importante ressaltar que essa expressão é equivalente à utilizada por Keynes (1936), no capítulo 17, que define a taxa de juros monetária própria de cada mercadoria como igual  $q - c + l + a$ . Segundo Keynes (1936):

“Deduz-se que a retribuição total que se espera da propriedade de um bem, durante certo período, é igual ao seu rendimento *menos* o seu custo de manutenção *mais* o seu prêmio de liquidez, ou seja, a  $q - c + l$ . Por outras palavras,  $q - c + l$  é a taxa de juros específica de qualquer bem, onde  $q$ ,  $c$  e  $l$  se medem em unidades de si mesmos como padrão” (Keynes, 1936, p. 178).

Mais adiante, no mesmo capítulo, Keynes (1936) adiciona o termo  $a$ , definindo-o como a percentagem de valorização ou desvalorização esperada dos ativos, para possibilitar comparar os rendimentos monetários esperados dos diferentes tipos de bens. Nas palavras do autor:

“Para determinar as relações entre os rendimentos esperados dos diferentes tipos de bens, compatíveis com o equilíbrio, precisamos também conhecer as variações que se espera em seus valores relativos durante o ano. Tomemos a moeda como padrão de medida (que para este fim poderia ser apenas uma moeda de conta, ou poderíamos igualmente, tomar o trigo) e suponhamos que a percentagem de valorização (ou depreciação) esperadas das casas seja  $a_1$  e a do trigo seja  $a_2$ . Chamamos  $q_1$ ,  $-c_2$  e  $l_3$  às taxas de juros específicas das casas, do trigo e da moeda, em termos de si mesmas como padrão de valor, isto é,  $q_1$  é a taxa de juros da casa

medida em casas,  $-c_2$  é a taxa de juros do trigo medida em trigo e  $l_3$  a taxa monetária de juros medida em dinheiro. Também convirá chamar  $a_1 + q_1$ ,  $a_2 - c_2$  e  $l_3$ , que representam as mesmas quantidades reduzidas a moeda como padrão de valor, a taxa monetária de juros da casa, a taxa monetária de juros do trigo e a taxa monetária de juros sobre a moeda respectivamente” (Keynes, 1936, pp. 178-179)

No entanto, é importante ressaltar que, na Teoria Geral, esses termos representam as razões entre o valor nominal da variável e o preço do ativo, ou seja, são medidos em termos de taxa. Além disso, a expressão de Dequech (2000) inclui  $\alpha_{si}$ , para levar em consideração o fato de que os agentes atribuem um grau de incerteza a cada ativo, que transcende a incerteza geral da economia.

No processo de escolha entre ativos, o agente tem preferência por aquele que lhe proporciona maior estimativa de retorno, ou seja, maior taxa de juros própria. No conjunto contemplado pelos agentes, estão frequentemente os ativos de capital, os ativos financeiros (títulos, ações, debêntures, derivativos etc.) e a moeda.

A taxa de juros de um ativo de capital iguala-se à  $(Q_i - C_i)/(1 + \alpha_{si})P_i$ . Ressalta-se, assim, que esse tipo de ativo praticamente não possui prêmio de liquidez e tampouco expectativa de apreciação significativa, devido ao elevado custo de revenda futura (Kregel, 2012). Além disso, cabe observar que o conceito de taxa de juros dos ativos de capital é próximo ao de eficiência marginal do capital, contido em Keynes (1936), no capítulo 11, com a ressalva de que este não tece considerações sobre o custo de carregamento. Isso é feito somente no capítulo 17, da mesma obra.

Por sua vez, a taxa de juros dos ativos financeiros consiste na seguinte expressão  $(Q_i + L_i + A_i)/(1 + \alpha_{si})P_i$ , supondo que o seu custo de carregamento seja próximo a zero. Cabe ressaltar também que se considera como a sua quase-renda os fluxos de dividendos ou de pagamentos de juros auferidos pelo seu proprietário. Por fim, a taxa de juros monetária é igual a  $L_i/P_i$ , uma vez que a moeda não gera qualquer fluxo de rendas monetárias, não possui custo de carregamento, possui valor estável em termo de si mesma e seu grau de incerteza é nulo. Além disso, deve-se mencionar que a moeda possui valor máximo de  $L_i$ , uma vez que ela é o ativo mais líquidos da economia. Nesse sentido, é importante destacar que a preferência pela liquidez pode ser vista como a comparação entre os retornos monetários dos ativos, representados por  $Q_i - C_i + A_i$ , e

os retornos em termos de segurança e flexibilidade, representados pelo prêmio de liquidez  $L_i$ .

A taxa de juros dos ativos de capital (bem como a eficiência marginal do capital) é decrescente em relação ao aumento da sua demanda por duas razões. A primeira delas decorre do aumento da sua utilização para fins produtivos e da conseqüente redução dos fluxos de renda futuros esperados em relação ao seu preço de oferta e ao seu custo de carregamento. Em outras palavras, quanto mais capital de um determinado tipo for empregado nos processos produtivos, maior será a oferta futura e menor o preço dos bens finais que ele proporciona e, portanto, menor será o lucro monetário gerado por ele. A segunda razão é resultante do aumento do preço de oferta do capital, conseqüência da existência de rendimentos marginais decrescentes na sua produção. Cumpre mencionar que a taxa de juros dos ativos financeiros também é decrescente, devido à pressão que o aumento da sua demanda exerce sobre os seus preços correntes em comparação com os preços futuros, o que reduz as expectativas de apreciação, diminuindo a chance de obtenção de ganhos de capital a partir de atividade especulativa. Por sua vez, a taxa de juros da moeda é estável, em vista dos seus atributos de elasticidades de produção e de substituição próximas a zero. Devido a essa estabilidade, a taxa de juros monetária exerce o papel de limite inferior para a taxa de juros própria dos demais ativos, inclusive para a taxa de juros própria dos ativos de capital, isto é, para a eficiência marginal do capital (Keynes, 1936; Amado, 2000; Kregel, 2012). Assim, os agentes demandarão bens de capital até que a sua taxa de juros (ou seja, sua eficiência marginal) se iguale à taxa de juros da moeda.

O direcionamento da demanda por ativos de capital para demanda por moeda tende a exercer impacto negativo sobre o nível de emprego da economia, dada as negligenciáveis elasticidade de produção e de substituição da moeda. Percebe-se assim a não neutralidade da moeda, na visão pós-keynesiana, como sendo resultante dos seus atributos que a diferenciam dos demais ativos, ao contrário da visão do *mainstream*, em que ela não possui nenhuma especificidade que a torna desejável e a faça ter impacto sobre as variáveis reais. Belluzzo (2016) torna esse raciocínio claro na seguinte passagem:

“O dinheiro tem elasticidade de produção e de substituição nulas ou irrelevantes. Isso significa que as empresas privadas não podem produzir dinheiro contratando mais trabalhadores e que nenhum outro ativo pode substituí-lo como forma geral da riqueza. Se for impossível

produzir dinheiro, também não se poderá evitá-lo. Assim, Keynes pretende sublinhar que o ativo líquido, o dinheiro, não pode ser produzido privadamente, ainda que, em condições de crescimento estável da economia, os produtores privados tenham a ilusão de que estão ‘produzindo dinheiro’ com a produção e venda de suas mercadorias e ativos. Essa ilusão se desfaz quando o mercado se nega a confirmar as pretensões das mercadorias e ativos privados de se apresentarem como ‘dinheiros particulares’”. (Belluzzo, 2016, p. 69)

Na definição do seu portfólio de ativos, o agente econômico se depara com a incerteza em relação aos preços futuros dos ativos, o que exerce impacto na expectativa de apreciação, e ao fluxo monetário (quase-renda) que a posse do ativo pode gerar. Além disso, cumpre destacar que o prêmio de liquidez pode ser expresso tanto como função da percepção de incerteza geral da economia e da aversão à incerteza, devido ao aumento do desejo por flexibilidade, quanto do próprio grau de incerteza incorporado no ativo e na expectativa de apreciação (ou depreciação) dos demais ativos (Dequech, 2000).

Diante da incerteza, o agente recorre a convenções no processo de alocação de recursos entre os diversos tipos de ativos. Assim, a demanda por moeda tem um caráter volátil, conferindo também volatilidade à demanda dos demais ativos. Isso, por sua vez, evidencia o impacto instabilizador que a moeda e os ativos financeiros exercem sobre o investimento. Mais uma vez, percebe-se que a moeda não é neutra e que não há dicotomia entre o lado real e o lado monetário da economia, tal como é assumido na Lei de Say e na TQM. As variáveis monetárias e financeiras são, então, fundamentais para o entendimento da trajetória real da economia.

### **3.2 O Papel dos Bancos na Economia Capitalista e a Oferta Endógena de Moeda**

Em seu debate clássico com Ohlin, Keynes (1937b; 1937c) lança de forma bastante explícita a sua crítica à teoria dos fundos emprestáveis, que constitui uma das bases do argumento ortodoxo favorável à liberalização financeira, afirmando que a poupança, entendida como a parcela da renda que não é consumida<sup>21</sup>, não precede

---

<sup>21</sup> Keynes (1937b; 1937c) assume que a parcela da renda entesourada, cujo gasto foi diferido no tempo, também consiste em poupança. Em outras palavras, a poupança abrange mais do que simplesmente os recursos utilizados para a compra de títulos de empréstimo, ações ou depósitos. Nesse sentido, a decisão

logicamente o investimento, tampouco impõe limites a ele e, conseqüentemente, ao crescimento. A tomada da decisão de investir (ou seja, de comprar ativos de capital) é possibilitada por meio da oferta de “finance”, de curto prazo, pelos bancos, segundo a sua preferência pela liquidez, ou seja, a sua disponibilidade em se tornar temporariamente menos líquido. Assim, o autor chama a atenção para dois aspectos importantes da teoria pós-keynesiana: (i) o motivo finanças para a demanda por moeda, ou seja, a demanda por liquidez como forma de viabilizar o processo de investimento; e (ii) a preferência pela liquidez dos bancos e demais instituições financeiras, a qual influencia a oferta de empréstimos de curto prazo e, portanto, a criação de poder de compra por eles.

Keynes (1937c) ressalta que a oferta de “finance” pelos bancos, em montante constante em cada período de tempo, é viabilizada pela existência de um fundo rotativo, não tendo relação com a poupança.

“For ‘finance’ is essentially a revolving funding. It employs no saving. It is, for the community as a whole, only book keeping transactions. As soon as it is ‘used’ in the sense of being expended, the lack of liquidity is automatically made good and the readiness to become temporarily unliquid is available to be used over again” (Keynes, 1937c, p. 666)

Segundo Chick (1998) e Studart (1993), o uso de fundo rotativo pelos bancos para a oferta de “finance” coincide com um estágio de desenvolvimento financeiro no qual essas instituições não estão mais limitadas pelos depósitos bancários associados à poupança, em virtude da aceitabilidade da moeda bancária em maior escala, devido à maior penetração dos bancos no tecido econômico-social e a um aumento no volume de transações entre eles. A partir do segundo estágio do desenvolvimento bancário, a oferta de financiamento para o investimento deixa de ser restringida pela poupança e pelos depósitos bancários e passa a ser limitada pelas reservas bancárias (Chick, 1994).

Enquanto o nível de investimento da economia estiver estável, com taxa de crescimento nula entre um período e outro, e estiver gerando depósitos na mesma proporção da oferta de empréstimos<sup>22</sup>, os bancos podem confiar no fluxo de liquidez

---

sobre a destinação da poupança é influenciada pela preferência pela liquidez dos agentes. Esse entendimento amplo da poupança será adotado no restante do trabalho.

<sup>22</sup> Os depósitos são considerados endógenos, uma vez que a oferta de empréstimos geram gastos, que se convertem em fluxos de renda e retornam ao sistema bancário sob a forma de depósitos. Enfatiza-se, no entanto, que essa análise é feita em âmbito macroeconômico, ou seja, não há perdas de depósito para o sistema bancário como um todo. Mas, ainda existe o risco de que os bancos, individualmente, percam

relacionado ao fundo rotativo. Mas, quando se deseja passar para um patamar superior, ou seja, para uma taxa de crescimento positiva de investimento, fundamental para o processo de crescimento e desenvolvimento econômico, é necessário que os bancos estejam dispostos a se tornar temporariamente menos líquidos.

“If there is no change in the liquidity position, the public can save ex-ante and ex-post and ex-anything-else until they are blue in the face, without alleviating the problem in the least – unless, indeed, the result of their efforts is to lower the scale of activity than it was before” (Keynes, 1937c)

Dessa forma Keynes (1937c) enfatiza que a poupança, nas economias capitalistas modernas, não impõe restrição ao aumento do investimento e ao crescimento econômico. Esse limite estaria sujeito à preferência pela liquidez dos bancos, que pode inviabilizar o aumento da oferta do “finance” necessário para a tomada da decisão de investir, em uma escala maior que a do período anterior.

A partir desse raciocínio, surgem críticas ao argumento ortodoxo de Shaw (1973) e McKinnon (1973) de que a liberalização financeira levaria a um aumento da poupança, a partir de taxas de juros em patamares mais elevados, livres da interferência estatal, e teria como consequências um aumento do investimento, uma alocação mais eficiente de recursos e um maior crescimento econômico. Em primeiro lugar, o montante poupado não depende da taxa de juros, mas sim do nível de renda, uma vez que a poupança consiste em resíduo do consumo (*ex post*)<sup>23</sup>. Em segundo lugar, as altas taxas de juros monetárias que podem resultar desse processo tendem a contrair o investimento. Além disso, o caráter frouxo da regulação e supervisão financeira fornece um ambiente propício para o aumento da instabilidade econômica e crises financeiras, o que afeta negativamente o investimento e, por isso, o crescimento econômico (Minsky, 1986).

É importante destacar que, no âmbito da teoria pós-keynesiana, os bancos não são vistos como meros intermediários entre poupança e investimento e eles não respondem passivamente às decisões de depósitos e de tomada de empréstimo. Pelo

---

seus depósitos, o que depende da sua capacidade de competição e de influenciar a decisão dos depositantes.

<sup>23</sup> Em uma análise crítica da hipótese de repressão financeira, Herman (2003) faz uma revisão de um conjunto de trabalhos econométricos que evidenciam um baixo poder explicativo da taxa de juros sobre o crescimento econômico, tendo ela capacidade de explicar apenas a participação dos depósitos bancários na demanda por ativos financeiros. Nesse mesmo sentido, esses trabalhos concluem também que a taxa de juros não tem impacto sobre o montante poupado e sim sobre a alocação da poupança.

contrário, os autores pós-keynesianos tratam os bancos como firmas maximizadoras de lucro, que, dependendo do aparato institucional no qual operam, conseguem gerenciar o seu ativo, na concessão de empréstimos, e o seu passivo, oferecendo condições atrativas para os depósitos a prazo, por meio de inovações financeiras (De Paula, 1999; Chick, 1994).

A concessão de empréstimos pelos bancos é influenciada pela sua expectativa de longo prazo e pela sua preferência pela liquidez. Ao decidir se financia a compra de capitais físicos, ou seja, uma atividade de investimento e definir os termos de concessão de empréstimos, isto é, o prazo de amortização do principal e as taxas de juros, os bancos formam conjecturas a respeito do fluxo de caixa a ser gerado pelo capital. Apenas nos casos em que o rendimento prospectivo do capital seja suficiente para que o tomador de empréstimos honre os compromissos feitos junto ao banco, será ofertado empréstimo (Minsky, 1986).

Nas economias modernas, os bancos<sup>24</sup> também financiam a aquisição de ativos financeiros. A lógica para a concessão de empréstimos para essa categoria de ativos é semelhante à subjacente à oferta de financiamento para o investimento. Apenas nas situações em que os bancos tenham expectativas de valorização dos ativos financeiros em montante suficiente para possibilitar o pagamento dos passivos contratuais relacionados ao empréstimo, será concedido financiamento.

Nesse sentido, De Paula (1999) e Carvalho (1999) observam que os bancos, na composição do seu ativo, se deparam com uma escolha entre rendimento e liquidez. Cumpre destacar que os ativos mais rentáveis costumam possuir maior grau de incerteza quanto ao seu retorno monetário futuro. Assim, a sua participação no ativo total dos bancos depende em grande medida da avaliação da incerteza e, portanto, das expectativas de longo prazo e da confiança nelas. Por sua vez, a posse de ativos mais líquidos, como reservas ou títulos públicos, implicam em maior segurança para o banco. Quanto maior a sua preferência pela liquidez e, portanto, maior a percepção de incerteza, maior será a participação de ativos mais líquidos na composição do ativo total bancário.

---

<sup>24</sup> Além de financiarem a compra de ativos, sejam financeiros sejam reais, os bancos também concedem empréstimos para o consumo e para a viabilização das atividades produtivas, no entanto estas operações fogem do escopo deste trabalho e, por isso, não serão analisadas detalhadamente.

Carvalho (1999) destaca que a preferência pela liquidez dos bancos não implica em uma dicotomia absoluta entre possuir ativos líquidos ou possuir ativos ilíquidos, mas sim no grau de liquidez associado ao portfólio de ativos do banco<sup>25</sup>. Segundo o autor:

“The point being made is that, in accordance with the generalized liquidity preference approach being proposed here, one should not think of dichotomies between liquid versus illiquid assets, but of *degrees of liquidity*, associated to the various assets at the reach of banks. The question is not how to compensate the accumulation of earning but illiquid assets with the holding of completely liquid assets that do not pay anything to the holder. These are not the choices considered by banks (in fact, by anybody), at least under normal conditions” (Carvalho, 1999, p. 11).

Isso implica que a concessão de empréstimos e, conseqüentemente, a escolha de ativos pelos bancos é largamente influenciada pela sua preferência pela liquidez e pelos mecanismos utilizados por eles para lidarem com a incerteza. Como esses elementos são voláteis, a oferta de financiamento para compras de ativos apresenta elevado grau de instabilidade.

É importante enfatizar, no entanto, que a volatilidade da oferta de empréstimos não diz respeito apenas ao volume de financiamento, mas também ao seu prazo e à taxa de juros exigida pelos bancos. Nesse sentido, assume-se a definição da taxa monetária de juros de Keynes (1937b), sendo ela a remuneração exigida pelo agente econômico para se abrir mão da liquidez representada pela moeda ou pelos demais ativos que possuem elevado grau de liquidez. Dessa forma, uma elevação da preferência pela liquidez dos bancos resulta em aumento da taxa de juros associada aos empréstimos e a um aumento da participação do financiamento de curto prazo no ativo total dessas instituições.

Chick (1994) destaca a importância da evolução das instituições financeiras para o melhor entendimento do papel dos bancos na economia capitalista. Dessa forma, ela observa que, na medida em que as instituições financeiras se desenvolvem, maior se torna a liberdade dos bancos na concessão de empréstimos, ou seja, na criação de poder de compra. Conforme já foi ressaltado, apenas no primeiro estágio do desenvolvimento

---

<sup>25</sup> Ao considerar a existência de um espectro de ativos contemplados pelos bancos, no seu processo de escolha, Carvalho (1999) assume uma posição diferente das de outros pós-keynesianos, como Dymski (1988), o qual supõe que os bancos expressam sua preferência pela liquidez apenas na decisão de emprestar ou conservar recursos na forma de reservas. Nesse sentido, para Dymski (1988), haveria uma dicotomia entre a liquidez possuída pelas reservas e a iliquidez dos empréstimos.

bancário, a poupança e os depósitos limitam a oferta de financiamento. No segundo estágio, a restrição é efetivada pelas reservas. No terceiro estágio, em que há um aumento de transações financeiras entre os bancos, o limite à expansão de empréstimos consiste nas reservas do sistema bancário como um todo. No quarto estágio, o Banco Central supre as necessidades de reservas por meio de instrumentos de redesconto ou de operações no mercado aberto. Assim, a oferta de financiamento é determinada pela sua demanda.

Por fim, no quinto estágio, os bancos conseguem captar recursos, por meio do gerenciamento do seu passivo. Nesse estágio, o aumento da concorrência entre essas instituições e os coeficientes entre reservas e depósitos exigidos pela autoridade monetária na forma de depósitos compulsórios incentivam os bancos a criarem instrumentos financeiros que os possibilitam simultaneamente aumentar o seu passivo e escapar da regulação financeira. Para manter ou aumentar seu *market share*, eles aumentam as taxas de juros incidentes nos depósitos a prazos, ou oferecem prêmios atrelados a eles, de forma a conseguir expandir sua oferta de crédito e obter lucro. Como não há obrigatoriedade de manter parcela desse passivo na forma de reservas, a captação de recursos, por meio desse tipo de instrumento, concede maior liberdade para os bancos na oferta de crédito e criação do poder de compra, fugindo assim do controle da autoridade monetária.

A consideração a respeito do desenvolvimento das instituições bancárias e financeiras possibilita que a teoria pós-keynesiana tenha uma concepção de oferta de moeda diferente da oferta exógena subjacente à TQM. Como os bancos possuem capacidade de ofertar crédito, independentemente da poupança, eles influenciam a quantidade ofertada de meios de pagamento e a disponibilidade de poder de compra, que se converte em gastos e depósitos. Em última instância, os bancos possuem papel-chave na determinação do volume de depósitos. Nesse sentido, a oferta de moeda e a criação de poder de compra estão intimamente relacionadas à preferência pela liquidez dos bancos e do público não bancário, que não é estável devido às bruscas alterações na avaliação sobre a incerteza dos agentes e ao seu impacto sobre as suas expectativas e sobre o grau de confiança nelas. Dessa forma, a oferta de moeda tende a ser volátil.

Caso haja expansão da base monetária por parte da autoridade monetária, mas a preferência pela liquidez se torne elevada, diante de uma deterioração da confiança dos

agentes em suas expectativas, os bancos aumentarão a parcela dos ativos mais líquidos (reservas e títulos públicos de curto prazo) no seu ativo total, ou seja, haverá uma contração da oferta de *finance*, influenciando negativamente a disponibilidade de poder de compra. Isso implica em uma elevação das taxas de juros exigidas pelos bancos e uma maior preferência para a concessão de empréstimos de prazos mais reduzidos. Já o público não bancário concentrará seus ativos na forma de depósitos a vista e papel-moeda<sup>26</sup>, exigindo elevadas taxas de juros para abrir mão da liquidez e dando prioridade para ativos com curto prazo de realização. Em outras palavras, a preferência pela liquidez estabelece limites para a capacidade da autoridade monetária expandir a oferta de moeda e determinar o conjunto de taxa de juros existentes na economia.

Em um cenário de redução da preferência pela liquidez e, portanto, de melhoria na confiança dos agentes em suas expectativas otimistas quanto ao processo de crescimento econômico, caso haja tentativa de contração da oferta de moeda na forma de elevação do coeficiente de depósitos compulsórios ou de aumento nas taxas de redesconto, os bancos buscarão, por meio do gerenciamento do seu passivo e inovações financeiras, captar os recursos necessários para viabilizar a expansão da oferta de crédito. Nesse cenário, a demanda por empréstimos também é elevada. Por isso, a baixa preferência pela liquidez resulta em uma expansão da oferta de moeda, criação de poder de compra e redução das taxas de juros privadas, mesmo diante de uma política monetária contracionista.

Dessa forma, a oferta de moeda é vista como endógena<sup>27</sup>, pela teoria pós-keynesiana, dependendo da preferência pela liquidez e, portanto, da percepção e avaliação da incerteza pelos agentes econômicos. Como a preferência pela liquidez consiste na própria demanda por moeda, não há uma separação clara entre oferta e demanda por moeda, sendo elas interdependentes. A volatilidade da preferência pela

---

<sup>26</sup> Como a demanda por esses ativos com alto grau de liquidez, que possuem elasticidade de produção negligenciável, implica na redução da demanda por bens e serviços, o aumento da preferência pela liquidez pode resultar em um vazamento do fluxo circular da renda. Nesse sentido, o entesouramento é visto como racional pela teoria pós-keynesiana.

<sup>27</sup> É importante destacar que a teoria pós-keynesiana concebe a endogeneidade da oferta de moeda de duas formas distintas. De um lado, há os teóricos horizontalistas que consideram que a Autoridade Monetária consegue definir o conjunto de taxas de juros, de forma exógena, e supre as necessidades de reservas dos bancos, de forma a acomodar a demanda por crédito e a impedir uma crise de liquidez. De outro lado, há os teóricos estruturalistas que enxergam um papel mais ativo dos bancos na concessão de empréstimos e na definição do conjunto de taxas de juros privadas prevalecentes na economia. Este trabalho assume a posição estruturalista, no que concerne à oferta de moeda. Uma discussão mais detalhada sobre a diferença entre essas duas visões pode ser obtida em Pollin (1991).

liquidez confere elevada instabilidade, então, à oferta de meios de pagamento, que exerce impactos negativos sobre a trajetória das variáveis reais, como emprego e renda, diante da não neutralidade da moeda.

### **3.3 Crescimento Econômico e Fragilidade Financeira**

Para que o processo de crescimento econômico seja sustentável, é necessário que ele seja acompanhado de um processo de crescimento também do investimento produtivo, o que implica em ampliação da capacidade produtiva de um determinado país ou região ou em alterações organizacionais que resultem em avanços tecnológicos e mudanças estruturais. Conforme destacado na seção anterior, a viabilização do crescimento do investimento depende da existência de um montante significativo de recursos monetários, a fim de que a firma possa fazer face às aquisições de bens de capital necessários. Esses recursos advêm de duas fontes principais: os fundos próprios da firma, resultantes da acumulação de lucros passados, ou, na insuficiência destes, a contração de passivos, no sentido amplo, junto a terceiros. Quanto maior as despesas previstas pelo projeto de investimento desejado, maior será a probabilidade de que seja necessário recorrer a financiamentos junto ao sistema financeiro.

A preferência pela liquidez dos bancos determina os termos nos quais os empréstimos são ofertados por eles: basicamente, a taxa de juros e o prazo de amortização da dívida. Nesse sentido, existem tanto uma relação direta entre a preferência pela liquidez da instituição financeira e a taxa de juros exigida na concessão de empréstimos quanto uma relação inversa entre a preferência pela liquidez e o prazo de amortização da dívida.

Devido à incerteza que permeia a economia, o processo de financiamento do investimento ocorre por intermédio de contratos, que estipulam os termos de pagamento futuro de uma determinada quantia de empréstimo contraída. Tanto os emprestadores, quanto os tomadores de empréstimo somente firmam um contrato de financiamento se houver a perspectiva de que o investimento gere fluxos de caixa futuros em montante suficiente para cobrir os pagamentos do principal e da taxa de juros, no prazo determinado (Minsky, 1986).

No âmbito dos contratos de financiamento, destacam-se dois tipos de riscos principais. O primeiro consiste no risco dos tomadores de empréstimo de que seus rendimentos futuros não sejam suficientes para honrar os compromissos contratuais firmados. O segundo consiste no risco dos emprestadores de que os compromissos financeiros não sejam honrados. Quanto maior a percepção acerca desses riscos, maior será a demanda por moeda por parte dos agentes econômicos, ou seja, maior a margem de segurança, que possibilitará a liquidação dos termos contratuais futuramente, ou ainda impedirá que se firmem contratos que sejam descumpridos (Keynes, 1936; Minsky, 1975).

Conforme já foi observado anteriormente, os *animal spirits* e as convenções são importantes no processo de tomada de decisão, diante da incerteza. Uma das convenções consiste em assumir que a situação verificada no presente, ou mesmo no passado recente, continuará a ser observada no futuro. Nesse sentido, uma das principais variáveis consideradas pelos tomadores de empréstimo como indicador para balizar as expectativas de fluxos de caixa futuros consiste no lucro corrente agregado, determinado por Minsky (1986), em uma economia fechada, a partir da seguinte equação<sup>28</sup>:

$$\pi = I + Df + T_{\pi}$$

Em que o lucro agregado da economia é representado por  $\pi$ , que engloba o lucro do setor de bens de consumo, o lucro do setor de bens de capital e o lucro das firmas que vendem bens e serviços para o governo.  $I$  representa o investimento, ou seja, as receitas do setor produtor de bens de capital,  $Df$  representa o déficit orçamentário do setor público e  $T_{\pi}$  representa os impostos incidentes sobre os lucros. Nesse sentido, observa-se que os lucros após pagamento dos impostos devidos são determinados pelo investimento agregado e pelo déficit orçamentário do governo.

É importante destacar que o principal objetivo da firma, segundo a teoria pós-keynesiana, consiste na obtenção de lucros monetários. Assim, a perspectiva de lucros guia tanto o processo de produção, quanto o de investimento. Para que a firma tenha lucros, é preciso que seu fluxo de receitas seja superior às suas despesas operacionais e financeiras. Mais uma vez, ressalta-se que a firma somente iniciará um processo de

---

<sup>28</sup> O detalhamento do raciocínio utilizado para se chegar a essa expressão pode ser encontrado no capítulo 7 de Minsky (1986).

investimento caso tenha expectativas de que o fluxo de caixa futuro seja suficiente para honrar os compromissos contratuais contraídos junto às instituições financeiras. Para a formação dessas expectativas, em ambiente de incerteza, serão observados os lucros correntes agregados, os quais dependem positivamente do investimento e do déficit orçamentário do setor público. Assim, a decisão de investir é influenciada fortemente pelo investimento corrente e pelos gastos do governo, além dos *animal spirits*.

Como o investimento consiste principalmente na compra de bens de capital, é fundamental que o setor produtor desses bens consiga fornecer a quantidade desejada pelos investidores. O preço ofertado desses bens equivale ao seu custo de produção, sendo denominado por Minsky (1975, 1986) como preço de oferta do investimento. Na tomada de decisão de investir, a firma compara este preço com o seu preço de demanda, que consiste na expectativa de fluxo de renda futuro advindo do investimento. O investimento somente é desejado no caso em que o preço de demanda supere o preço de oferta. Entretanto, na economia capitalista, há um constante desalinhamento entre esses preços, o que explica, em parte, as flutuações do investimento e a volatilidade macroeconômica (Mollo, 1988).

Cumprir destacar que, conforme observado por Keynes (1936), o desenvolvimento dos mercados financeiros conferiu liquidez à posse de bens de capital, que passou a ser representada por ações. Nesse sentido, o próprio preço das ações, no âmbito desses mercados, reflete o preço de demanda do investimento. Dessa forma, temos, por um lado, o preço de oferta determinado principalmente por variáveis referentes à esfera produtiva da economia e, por outro, o preço de demanda determinado pelas expectativas de valorização das ações, que representam o capital negociado, no âmbito das bolsas de valores. À medida que a liquidez atribuída ao investimento favorece a atividade de especulação, ocorre um maior desalinhamento entre esses dois preços.

No âmbito da realização do investimento, caso o setor produtor de bens de capital não disponha dos recursos monetários em montante suficiente para fazer face aos gastos com insumos e mão de obra, ele recorre também a empréstimos junto a terceiros, firmando contratos financeiros. Por sua vez, a renda necessária para arcar com os compromissos resultantes do financiamento é proveniente do contrato de fornecimento de bens para os investidores. Observa-se, assim, uma ampla rede de contratos pela

economia, em que as instituições são, ao mesmo tempo, devedoras e credoras. Dessa forma, o pagamento de um passivo contratual, muitas vezes, depende do recebimento de renda vinculado a um ativo adquirido.

Na concessão de empréstimos, os bancos também pautam suas decisões a partir de convenções, uma vez que não possuem nenhuma base de conhecimento suficiente e completamente confiável, que lhe permita prever se o tomador de empréstimo obterá receitas futuras em montante suficiente para pagar os passivos contratuais, no prazo estabelecido. Assim, as instituições financeiras tomam suas decisões a partir do histórico de relacionamento com o devedor e da observação do comportamento do restante do mercado financeiro. Neste último caso, elas assumem que os seus concorrentes possuem mais informações relevantes a respeito dos credores da situação macroeconômica futura. Além disso, essas instituições adotam comportamento semelhante ao verificado pelas demais como forma de manter ou aumentar a sua fatia de mercado (De Paula, 2003; Kregel, 1997).

É importante mencionar também que frequentemente demandam-se garantias para a concessão de empréstimos, de forma a assegurar a obtenção de recursos por parte do devedor em caso de insuficiência de fluxos de receitas futuros em montante suficiente para saldar os compromissos financeiros. Quanto mais deteriorado for o estado de expectativas prevalecente na economia, maior será o peso atribuído às garantias como condições para a oferta de créditos.

Tomando como ponto de partida um período pós-crise, os incentivos para que as firmas passem a investir decorrem, principalmente, do aumento dos lucros correntes. Como o período anterior apresentou um quadro de recessão, assume-se que os investimentos correntes são insuficientes para manter os lucros em um patamar que induza o início de novos investimentos. Dessa forma, torna-se necessária uma política fiscal expansionista que eleve os lucros, de forma a incentivar novos investimentos.

É importante destacar também que o aumento dos lucros permite que as firmas endividadas cumpram os passivos advindos de financiamentos passados. Ao perceberem uma melhoria na solvência dos devedores, os bancos aumentam progressivamente a oferta de crédito, reduzindo a taxa de juros, aumentando o prazo de seus ativos e atribuindo gradativamente menos importância para as garantias. Assim, a

decisão de investir passa a ser viabilizada, por uma diminuição da preferência pela liquidez bancária.

À medida que os investimentos crescem, os lucros também se elevam e incentivam a realização de novos investimentos. A perspectiva de continuidade da trajetória de crescimento dos lucros gera expectativas cada vez mais otimistas, que se refletem em aumento do preço de demanda do investimento em relação ao preço de oferta e, portanto, em valorização crescente das ações, tanto nos mercados primários, quanto nos secundários. A economia entra, assim, em uma fase de *boom*, havendo uma melhoria crescente do desempenho macroeconômico, relacionada à expansão do nível de atividade e do emprego.

No entanto, Minsky (1986) observa que esse processo de crescimento fragiliza a estrutura financeira da economia, tornando-a vulnerável a mudanças na preferência pela liquidez e choques, que levam a interrupção da fase de *boom* e iniciam um período recessivo. A economia capitalista está sujeita, assim, a uma trajetória cíclica, influenciada pela dinâmica monetária e financeira, que permeia a forma como é realizado o financiamento da posição em ativos. A alternância entre períodos de prosperidade e períodos de contração macroeconômica conferem à economia capitalista uma elevada instabilidade, com origem nas relações financeiras entre as diversas unidades econômicas, que impede uma continuidade do processo de crescimento ao longo do tempo, aumenta a incerteza e exerce impactos negativos sobre o nível de emprego e de renda.

A hipótese de fragilidade financeira pode ser compreendida a partir do conceito de margens de segurança, que está relacionado à percepção de risco do tomador de empréstimo e do prestador. A margem de segurança consiste na relação entre as expectativas de renda futura e os pagamentos contratuais decorrentes do processo de financiamento do investimento considerada aceitável seja pelo prestador, seja pelo tomador de empréstimo. Considerando que as receitas futuras possuem caráter mais remoto, ao passo que os compromissos financeiros contraídos no passado e no presente apresentam maior rigidez ou grau de certeza (Belluzzo, 2016), Minsky (1986; 1992), no desenvolvimento de sua teoria sobre fragilidade financeira, classificou as unidades econômicas, em termos das suas estruturas financeiras, a partir do conceito de margens

de segurança, em três tipos: (i) unidades *hedge*; (ii) unidades especulativas; e (iii) unidades Ponzi.

As unidades *hedge* consistem naquelas cujas expectativas de rendimentos monetários são superiores às obrigações financeiras, em qualquer período do tempo. Nesse sentido, sua margem de segurança é suficiente para acomodar qualquer alteração que pode ocorrer no mercado financeiro, como, por exemplo, elevação na preferência pela liquidez, que se reflete em aumento das taxas de juros. No entanto, ela é vulnerável a oscilações nos mercados de bens e serviços, como reduções na demanda, que podem comprometer suas rendas futuras.

As unidades especulativas consistem naquelas cujas expectativas de fluxos de caixa são suficientes para o pagamento dos juros resultantes das dívidas contraídas, mas insuficientes para a amortização de algumas parcelas do principal. Em outras palavras, as unidades especulativas possuem compromissos contratuais em montante superior às suas quase-rendas até determinado período de tempo, mas, a partir dele, esperam gerar rendas suficientes para honrar o passivo contraído. Para obter recursos monetários necessários ao pagamento dos seus compromissos contratuais, nos períodos iniciais, ela busca refinanciar a sua dívida, especulando, assim, sobre as condições futuras do mercado financeiro, ou então, vende os seus ativos, por meio, principalmente, da emissão de ações. Uma eventual oscilação na preferência pela liquidez dos bancos pode dificultar o refinanciamento, por aumentar as taxas de juros. Um processo de deflação de ativos também cria obstáculos para a obtenção de recursos para honrar os seus compromissos. Em caso de aumento das taxas de juros e/ou de deflação de ativos, essas unidades não conseguem pagar os seus passivos contratuais em nenhum período do tempo, tornando-se insolvente.

Finalmente, as unidades Ponzi são aquelas cujas expectativas de fluxos de caixa futuros são insuficientes para pagar tanto o principal da dívida contraída, quanto os seus juros, por isso essas unidades tendem a contrair novos empréstimos para poder honrar seus compromissos contratuais. Ao longo de todo o período de tempo em consideração, elas não conseguem obter quase-rendas em montante necessário para pagar os passivos contraídos, a menos que haja algum choque muito favorável na economia. Assim, suas dívidas crescem ao longo do tempo, evidenciando, para os credores, sua condição de insolvência. A vulnerabilidade das unidades Ponzi a alterações na preferência pela

liquidez do mercado financeiro ou a um processo de deflação de ativos é ainda superior à vulnerabilidade apresentada pelas unidades especulativas.

No início de um período de crescimento, as margens de segurança dos tomadores de empréstimo e dos emprestadores são elevadas, devido a uma postura mais conservadora, diante da fase anterior de contração econômica. Há, então, um predomínio de unidades *hedge*, na economia. Nesse sentido, os ativos mais líquidos e, portanto, com menor prazo de maturidade apresentam um peso maior na estrutura dos balanços patrimoniais das firmas. Nesse período inicial, a maior parte dos empréstimos dos bancos são de curto prazo e a importância atribuída às garantias é elevada.

À medida que os lucros correntes se elevam, as firmas passam a demandar mais empréstimos com a perspectiva de obtenção de quase-rendas em montante suficiente para pagar os passivos contratuais. Por sua vez, os bancos observam uma melhoria gradual no histórico de pagamento dos compromissos dos devedores. Isso se reflete em uma mudança do seu balanço patrimonial, havendo um crescimento dos ativos de longo prazo. Além disso, a administração do passivo ganha maior importância, diante do acirramento da concorrência no mercado financeiro e da consequente necessidade de manutenção e ampliação da fatia de mercado. Assim, observa-se uma gradual redução das margens de segurança tanto dos emprestadores, quanto dos tomadores de empréstimo, que se traduz em uma maior predominância das unidades especulativas e Ponzi e num processo de fragilização financeira da economia. Esse processo é explicado por Kregel (1997):

“Thus over time bankers will be lending to borrowers they previously would have refused (or would have lent only at higher margins of safety), and they will be concentrating lending to projects in particular areas simply because everyone else is doing so. As in any evolutionary process, the participants need not realize what is actually taking place: the banker does not realize that he/she is reducing his/her margins of safety. Indeed, as far as the banker is concerned, the ability of his/her clients to meet the payment of interest, based on their past performance, is if anything improving” (Kregel, 1997, p. 545)

Mais ainda:

“From the point of view of the borrower, a similar process takes place. But, the borrower starts from the second primary proposition of the banker. The primary proposition is that the project will generate sufficient earnings to provide timely repayment of interest and principal and produce the highest possible rate of return of those projects considered. The

decision to request financing from the banker will be based on a rational belief in a secondary proposition in which  $h$  [the information setting] is empty. However, as time goes on, the accumulating experience of actual results meeting or exceeding expectations leads to a more or less automatic reinforcement of the belief that project returns can be forecast correctly” (Kregel, 1997, p. 546)

Assim, observa-se na explicação dada por Kregel (1997) que, nos períodos de crescimento e prosperidade, ocorre um processo de erosão das margens de segurança dos bancos e dos tomadores de empréstimo, influenciada pelas convenções. A incerteza que permeia a economia impede a realização de cálculo probabilístico seguro a respeito dos fluxos de caixa futuros e da capacidade de pagamento dos passivos contratuais. No entanto, a evidência factual permite atribuir peso crescente à expectativa otimista de que as rendas futuras serão suficientes para cobrir os passivos contraídos. Nesse sentido, a redução das margens de segurança, que resulta na ampliação de financiamentos a unidades especulativas e Ponzi, pode ser vista como uma decisão racional, em um ambiente permeado por incertezas. Como o cenário econômico está em contínuo processo de construção, não se pode afirmar que o aumento da oferta de crédito para firmas potencialmente insolventes se deve a informação assimétrica, mas sim à incerteza característica das economias monetárias de produção.

À medida que o período de crescimento econômico se prolonga, maiores são os lucros observados e maior quantidade de emprestadores conseguem honrar os seus passivos. Há assim um ciclo virtuoso que leva a uma ampliação das redes de contratos financeiros pela economia e a um aumento da predominância de unidades especulativas e Ponzi. Quanto maior o peso destas, menor será a magnitude da mudança da preferência pela liquidez e dos choques necessários para desencadear uma crise de solvência generalizada, de modo a transformar o período de crescimento em um período de contração da atividade econômica (Vercelli, 1999; 2000).

Cumprir destacar que uma unidade especulativa ou Ponzi isolada é vulnerável a uma alteração das condições dos mercados financeiros que leve a um aumento das taxas de juros. No entanto, sua insolvência pode não ter impactos significativos no restante da economia, no início do período de crescimento. Porém, na medida em que aumenta o volume de contratos financeiros e que esses tipos de unidade se tornam mais predominantes em relação às unidades *hedge*, uma eventual insolvência de uma firma especulativa ou Ponzi resulta na redução do fluxo de caixa de outra firma, o que

dificulta o pagamento de parcela dos passivos desta e reduz a renda monetária advinda do ativo de uma terceira firma. No auge da fase de prosperidade, em que há um aumento do entrelaçamento contratual entre as várias unidades, a insolvência de uma firma pode gerar problemas de liquidez para o sistema financeiro como um todo. Assim, toda a economia se torna vulnerável a choques, seja em variáveis financeiras, seja em variáveis reais.

O descumprimento dos compromissos contratuais de unidades especulativas ou Ponzi decorrente, por exemplo, de uma elevação na taxa de juros associada ao refinanciamento da dívida pode tornar os seus credores mais atentos à erosão das margens de segurança ocorrida ao longo do período de crescimento da economia. Uma vez que as unidades que concederam empréstimos são também devedoras de outras unidades, elas buscam reduzir a oferta de financiamento, recompondo suas margens de segurança, com vistas a reter a liquidez necessária para o pagamento de seus passivos. Ocorre, assim, um aumento da preferência pela liquidez das instituições financeiras que se traduz em elevação adicional da taxa de juros. Dessa forma, uma quantidade crescente de unidades especulativas e Ponzi não consegue obter recursos financeiros em montante suficiente para rolar as suas dívidas, o que gera um ciclo vicioso e conduz a economia para uma fase de recessão.

As unidades que não conseguiram refinar suas dívidas tentam obter recursos monetários por meio da venda de seus ativos. Como o aumento da preferência pela liquidez dos bancos resultou em redução da oferta de financiamento, há uma queda do volume de investimento, que se traduz em uma redução dos lucros correntes. Diante disso, ocorre uma redução também nas expectativas de quase-rendas futuras e, portanto, uma queda no preço de demanda do investimento em relação ao seu preço de oferta. Nesse cenário, as unidades com problemas de liquidez conseguem vender seus ativos apenas a preços reduzidos, disparando um processo de deflação de ativos.

A economia entra, assim, em um estágio de recessão. Devido ao problema de insolvência de parte das unidades financiadas, os emprestadores aumentam sua margem de segurança, concentrando uma parcela maior do seu ativo em empréstimos de curto prazo, exigindo garantias de maior valor e reduzindo a importância dada ao gerenciamento do passivo (De Paula, 2003). Por outro lado, o recuo dos lucros correntes implica em queda nas expectativas de fluxos futuros de caixa, agravando a redução do

investimento e diminuindo a demanda por financiamento. Ocorre, assim, uma contração do nível de atividade da economia, com impactos graves sobre o nível de emprego.

Dessa forma, as relações financeiras entre as diversas unidades que compõe a economia são variáveis fundamentais na explicação da instabilidade. A melhoria do desempenho macroeconômico observada no período de *boom* tornam as expectativas quanto às quase-rendas e ao cumprimento dos passivos favoráveis tanto para a tomada de decisão de investir quanto para a oferta de financiamento, que é endógena e influenciada pelas perspectivas de lucro dos bancos e das empresas. Os lucros correntes, a redução da insolvência e o acirramento da concorrência entre as instituições financeiras fornecem condições para uma progressiva redução das margens de segurança, que aumentam a fragilidade financeira da economia. Como observado por Vercelli (1999, 2000), a fragilização da economia torna-a vulnerável a choques financeiros ou reais cada vez menores, com potencial de deflagração de crise, inicialmente de liquidez, mas posteriormente com impactos sobre o emprego e a renda, devido ao aumento da insolvência de um número crescente de unidades. Portanto, a instabilidade<sup>29</sup> é endógena ao próprio funcionamento da economia capitalista.

Apesar de não conseguir impedir completamente a ocorrência de crises, uma regulação financeira adequada limitaria a amplitude dos ciclos econômicos, ao colocar freio ao mecanismo endógeno que propicia a ocorrência de *booms* seguidos de recessão e deflação de ativos. Assim, a desregulamentação do mercado financeiro leva ao aumento da instabilidade do capitalismo, favorecendo a deflagração de crises.

Um processo adequado de regulação e supervisão financeiras macroprudenciais tende a atenuar a erosão das margens de segurança, impedindo um crescimento excessivo na oferta de financiamento nos períodos de prosperidade, o qual pode acentuar a predominância de unidades especulativas e Ponzi em relação às unidades *hedges*. Apesar de não impedir completamente a ocorrência de crises, a imposição de freios na concessão de empréstimo tem o potencial de amenizar a fragilização financeira

---

<sup>29</sup> Vercelli (1999, 2000) classifica esse tipo de instabilidade como estrutural, diferenciando-a da instabilidade dinâmica, em que a economia se distancia progressivamente do seu nível de equilíbrio, mas este não muda, e da instabilidade paramétrica dos modelos novo-clássicos, em que os choques exógenos provocam alterações nos parâmetros das equações comportamentais e no equilíbrio, mas não modificam qualitativamente o comportamento dos agentes *per se*. Segundo o autor, a instabilidade estrutural consiste em alterações nas características qualitativas tanto da sua estrutura, quanto do comportamento dinâmico, resultantes de um determinado choque, como os ocorridos na situação em que a economia está fragilizada.

da economia, minimizando o impacto de um choque financeiro ou real sobre a liquidez, a solvência, o crescimento e o emprego.

O livre funcionamento do mercado, em especial do mercado financeiro, é um ambiente propício à ocorrência de crises financeiras, por não colocar restrições ao financiamento às posições em ativos e, portanto, ao processo de fragilidade financeira. Nesse sentido, é preciso haver espaço para que, na fase de prosperidade do ciclo, o Estado possa conter um crescimento excessivo de liquidez, causado pelos empréstimos bancários abundantes.

Embora não seja possível evitar totalmente o período de recessão, uma vez que ele é decorrente da forma como os agentes formam expectativas e tomam decisões, em um ambiente permeado por incerteza, o Estado pode reduzir a sua severidade. Para isso, torna-se necessário um grande governo, com política monetária ativa (*big bank*) e com política fiscal expansionista (*big government*) (Minsky, 1986; 1992), de forma a ofertar a quantidade de moeda adequada para suprir a demanda por liquidez dos agentes, acalmando-os, e a manter o nível dos lucros correntes, por meio de déficits fiscais.

Enquanto na fase de prosperidade, é preciso conter o crescimento excessivo da liquidez para atenuar a fragilização financeira da economia, na fase de recessão, é fundamental haver um relaxamento da oferta de liquidez para possibilitar que os agentes honrem seus compromissos contratuais e para impedir que a crise se dissemine para os demais setores. Um eventual aumento das taxas de juros, resultante, por exemplo, de uma política monetária restritiva, apenas aprofundaria a recessão deflagrada.

### **3.4 *Funding*, Sistemas Financeiros e Instabilidade**

Complementando a teoria minskyana sobre a “fragilidade financeira”, Chick (1998) e Studart (1992, 1993) ressaltam que a vulnerabilidade da estrutura financeira da economia como um todo a alterações nas preferências pela liquidez e, portanto, nas taxas de juros aumenta caso não haja mecanismos institucionais que possibilitem que as unidades investidoras convertam seus passivos de curto prazo em passivos com prazos compatíveis com o período de maturação do ativo de capital. Os fundos necessários para a aquisição desses passivos, denominados *funding*, podem ser fornecidos a partir de uma alocação da poupança gerada como consequência do aumento da renda.

Nesse sentido, é importante destacar, mais uma vez que, na teoria pós-keynesiana, a poupança não precede o investimento. Este é viabilizado seja por fundos internos advindos dos lucros acumulados pela empresa, seja por oferta de financiamento por parte dos bancos. Assim que o investidor obtém o montante de recursos prévios necessários, ele firma contratos de aquisição de bens de capital junto aos seus fornecedores, que, por sua vez, demandam financiamentos bancários para fazer face aos gastos com salários e compras de insumos, necessários para a sua atividade produtiva. Em outras palavras, o investimento agregado gera gastos, que se traduzem em aumento do nível de renda. A poupança<sup>30</sup> surge como resultado desse processo, ou seja, o investimento precede a poupança, havendo apenas uma igualdade *ex-post* entre essas duas variáveis (Keynes, 1936; 1937c).

No entanto, não há nenhuma garantia de que a poupança gerada seja alocada para os investidores, de forma a possibilitar uma compatibilização de prazos entre os seus ativos e os seus passivos e, assim, reduzir a fragilidade financeira da economia em questão. É possível, por exemplo, que a poupança seja convertida em títulos públicos de curto prazo, que são substitutos próximos à moeda, devido ao seu elevado grau de liquidez. Para que os recursos poupados, resultantes do aumento da renda, sejam canalizados para a consolidação do investimento produtivo, é preciso que os mercados de capitais ou os bancos de desenvolvimento estejam suficientemente avançados, de forma a possibilitar que os títulos ou ações emitidos pelo setor corporativo sejam comprados por instituições financeiras ou por demais investidores (Studart, 1992). Mais ainda, os prazos e expectativa de rentabilidade dos ativos emitidos devem refletir a preferência pela liquidez dos poupadores e, ao mesmo tempo, estar compatíveis com o período de maturação dos investimentos iniciados e com a quase-renda esperada (Mollo, 2005). Nesse caso, o recurso poupado seria alocado para as firmas investidoras, permitindo que estas mudem a estrutura de seu passivo, reduzindo, dessa forma, sua vulnerabilidade a variações de curto prazo na taxa de juros, uma vez que não precisam mais refinar a sua dívida. Portanto, a existência de mecanismos de destinação da poupança para a constituição de *funding* e sua alocação para as atividades de investimento reduzem a fragilidade financeira da economia.

---

<sup>30</sup> Cabe observar que, conforme observado por Keynes (1936, 1937b, 1937c), a poupança não é função da taxa de juros. Por ser apenas um resíduo do consumo, ela é função apenas do nível de renda.

É importante destacar que, apesar de ser menos frequente, a emissão primária de títulos de longo prazo pode ser utilizada também para a viabilização da decisão de investir, constituindo assim em uma alternativa ao crédito bancário de curto prazo ou ao autofinanciamento. Para a captação de recursos financeiros no mercado de capitais, é necessário que o poupador esteja disposto a abrir mão dos atributos de liquidez possuídos pela moeda ou pelos demais ativos de elevada liquidez, como os títulos públicos de curto prazo. Assim, a variável relevante para a obtenção de *finance* em montante que possibilite a realização do investimento, continua sendo a preferência pela liquidez, seja dos bancos, no caso de demanda por créditos bancários ou de subscrição de títulos junto a bancos de desenvolvimento, seja dos investidores institucionais, no caso de emissão de dívidas diretamente no mercado de capitais.

Ao analisar o surgimento e aprofundamento do mercado de capitais, Keynes (1936) ressalta, por um lado, sua importância no sentido em que garante maior liquidez aos títulos de longo prazo, propiciando um canal para a condução de recursos monetários para os investimentos. Por outro lado, o autor destaca que a liquidez conferida a esses ativos financeiros, vinculada a existência de mercados secundários, favorece o surgimento de comportamentos especulativos por parte dos detentores desses ativos, que buscam maximizar os seus ganhos de capital no curto prazo, por meio de atividades de compra e revenda. Tendo em vista que as avaliações por parte dos especuladores são baseadas predominantemente em expectativas a respeito da variação de curto prazo do valor de mercado dos títulos de longo prazo, formadas a partir de convenções, sem haver qualquer conhecimento significativo e suficiente a respeito do desempenho dos investimentos relacionados a eles, há movimentos excessivos de compras e vendas de ações, conferindo volatilidade a seus preços. Esses movimentos exercem impacto instabilizador sobre a economia, uma vez que o preço no mercado secundário se constitui em um importante balizador<sup>31</sup> para a formação de expectativas quanto aos novos investimentos e às emissões primárias de ações, em um ambiente permeado por incerteza. Assim, quando há um grande volume de ações com valores em queda, nesse tipo de mercado, a firma que deseja realizar um novo investimento encontra obstáculos para obtenção tanto de *finance*, quanto de *funding*.

---

<sup>31</sup> Conforme já destacado, os preços das ações são resultados da capitalização da expectativa de ganhos financeiros do capital investido pela firma, ou seja, é equivalente aos preços de demanda do capital. Para maiores detalhes, ver Keynes (1936) e Minsky (1975).

De uma forma geral, mercados de capitais organizados fornecem uma saída rápida para os detentores de ativos, que podem se desfazer deles caso haja uma mudança repentina no estado de expectativa a respeito do estado futuro dos negócios. Porém, essa liquidez, geralmente propiciada pela existência de mercados secundários, favorece o prevalecimento da lógica especuladora em detrimento da empresarial, o que leva à instabilidade dos preços desses ativos e ao surgimento de bolhas, que podem originar crises de deflação de ativos (Keynes, 1936; Davidson, 2011).

Uma alternativa possível aos mercados de capitais para o direcionamento do *funding* para o investimento produtivo refere-se aos bancos de desenvolvimento, que adquirem títulos emitidos primariamente pelo tomador de empréstimo e, posteriormente, em momento oportuno, colocam-nos à venda no mercado, operação denominada subscrição (Carvalho *et al*, 2001). No entanto, é importante destacar que a atividade dessas instituições também pode assumir caráter especulativo, uma vez que elas realizam apostas sobre as condições futuras do mercado financeiro para a oferta dos ativos subscritos, em condições suficientemente vantajosas que lhe possibilite a obtenção de ganhos de capital ou minimizar suas perdas. Assim, também nesse caso, há uma saída fácil para se desfazer dos papéis adquiridos, o que pode propiciar a ocorrência de deflação de ativos.

A desregulamentação dos mercados financeiros e a conseqüente limitação do papel do Estado reduzem os limites ao comportamento especulativo, favorecendo o aumento do volume de transações, em um dado período de tempo, e propiciando uma maior volatilidade dos preços dos ativos financeiros e, portanto, um elevado grau instabilidade econômica. Dessa forma, é desejável um mercado de capitais e bancário suficientemente desenvolvidos para a consolidação do investimento e, conseqüentemente, mitigação da instabilidade decorrente da fragilização financeira da economia, desde que haja uma ação efetiva de regulação e supervisão do sistema financeiro pelo Estado.

Studart (1992) define a funcionalidade do sistema financeiro como sua capacidade de fornecer o financiamento necessário ao desenvolvimento econômico, de forma a minimizar a fragilização financeira da economia e proporcionar uma alocação dinâmica ótima dos recursos. Nas palavras do autor:

“Functionality is defined as follows: a financial system is functional to the process of economic development when it maximizes the use of existing resources in the process of economic development with the minimum possible increase in financial fragility and other imbalances that may halt the process of growth for purely financial reasons.” (Stuart, 1992, p. 85)

Para uma melhor análise a respeito da funcionalidade do sistema financeiro, é preciso examinar as estruturas predominantes, de modo a avaliar o tipo de intermediação, as relações entre o prestador e o tomador de empréstimo e a participação do Estado nesse processo. Nesse sentido, Zysman (1983) classifica os sistemas financeiros em três tipos diferentes: (i) sistemas baseados em mercados de capitais, nos quais a fonte predominante de recursos de longo prazo advém de títulos e ações e os bancos são, em sua maioria, ofertantes de empréstimos de curto prazo; (ii) sistemas baseados em crédito, com elevada participação do governo na determinação dos preços e na alocação dos recursos; e (iii) sistemas baseados em crédito, em que um número restrito de instituições, normalmente de grande porte, dominam o mercado, sem que haja uma participação relevante do Estado. Enquanto no primeiro tipo, o grau de intermediação entre poupadores e investidores é baixo, nos demais, ela ocorre por meio dos bancos de desenvolvimento ou de investimento. Por sua vez, a principal diferença entre o segundo e o terceiro tipo decorre da participação do Estado no processo de alocação do *funding*. No segundo tipo, o governo busca determinar as taxas de juros e os setores de destinação dos recursos, seja por meio da atuação direta, na forma de bancos públicos, seja por meio da concessão de subsídios. Já, no terceiro tipo, a intermediação ocorre predominantemente por bancos privados, que gozam de maior liberdade para a determinação dos preços e para a seleção dos tomadores de empréstimo (Zysman, 1983).

Os sistemas financeiros das economias com mercados de capitais e bancos privados pouco desenvolvidos, normalmente enquadrados no segundo tipo, segundo classificação acima, não seriam funcionais ao desenvolvimento econômico, sem uma devida atuação do Estado, devido ao baixo acesso do setor corporativo ao mercado de capitais e à predominância de empréstimos de curto prazo e com elevada taxa de juros nos financiamentos junto aos bancos privados, que são, em sua maioria, bancos comerciais. Devido ao curto prazo do passivo destes bancos, composto predominantemente por depósitos à vista, estas instituições são relutantes em ofertar empréstimos de longo prazo compatíveis com o período de maturação do investimento.

Isso, por sua vez, implica em uma maior fragilização financeira da economia nos períodos de *boom*, já que o mercado de capitais não é suficientemente desenvolvido de forma a propiciar uma oferta satisfatória de *funding* que permita a consolidação dos investimentos financiados, inicialmente, por créditos de curto prazo.

As economias com sistema financeiro do segundo tipo somente conseguem canalizar uma quantidade apropriada de *funding* para as firmas investidoras a partir de uma atuação do Estado que vise proporcionar maior oferta de financiamento de longo prazo, a taxas de juros menores que a eficiência marginal de capital, compensando o baixo grau de desenvolvimento do mercado de capitais e do sistema de bancos privados. Isso pode ser feito, por exemplo, por meio de instituições financeiras públicas, como é o caso de grandes bancos de desenvolvimento públicos, ou de subsídios governamentais, tais como realizados pelo Japão (Carvalho et al, 2001; De Paula, 2013). Conforme observado por De Paula (2013), o livre mercado por si só não leva ao surgimento espontâneo de *funding*, sendo necessária, então, uma intervenção do Estado nas variáveis financeiras para minimizar a fragilização financeira da economia advinda do crescimento econômico.

### **3.5 A Preferência Pela Liquidez no Contexto da Globalização Financeira**

A globalização financeira, intensificada a partir do final da década de 1970, tem se caracterizado pela progressiva eliminação dos obstáculos entre países para a transação de ativos financeiros e de moedas nacionais. Nesse sentido, observa-se um movimento de abertura das contas de capital e financeira dos balanços de pagamentos de diversas economias, facilitando tanto o acesso aos ativos financeiros domésticos e à moeda nacional aos não residentes, quanto o acesso aos ativos e moedas estrangeiras aos residentes domésticos. Nesse sentido, há também uma tendência à unificação dos diversos mercados financeiros e cambiais mundiais, havendo inclusive uma descompartimentalização entre eles em âmbito doméstico (Amado, 2004; Chesnais, 1995; Plihon, 1995).

Tendo em vista o crescente número de inovações financeiras e o aumento da conexão espacial e temporal entre os diversos segmentos do mercado financeiro e cambial, viabilizado pela liberalização financeira ocorrida em escala global e pelos

avanços das tecnologias de informação e comunicação, houve aumento do atributo de liquidez de vários ativos financeiros e de várias moedas nacionais. Ao aprofundar, organizar e aumentar a dimensão dos mercados para esses ativos, a globalização financeira tornou-os mais líquidos, uma vez que diminuiu o tempo necessário e o custo de transação para a sua transformação em meio de pagamento, reduzindo a perda de valor para o seu detentor.

Entretanto, mesmo com a elevação da liquidez desses mercados, a moeda nacional continua sendo o ativo mais líquido, em âmbito exclusivamente doméstico, uma vez que ainda funciona como unidade de conta para a denominação dos contratos de trabalho e pagamento de impostos (Amado, 2004). Nesse sentido, a moeda nacional continua sendo demandada para atender os motivos transação, precaução e especulação. Porém, conforme observado por Dow (1999), desvalorizações cambiais e dinâmicas inflacionárias podem diminuir a demanda pela moeda nacional, já que comprometem a estabilidade do seu valor e, portanto, sua capacidade de desempenhar a função de meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. Assim, em cenários de deterioração da taxa de câmbio ou de inflação, os agentes domésticos podem buscar algum outro ativo substituto para a moeda nacional, que apresente maior estabilidade de valor e, portanto, maior liquidez, como é o caso do dólar, que constitui a principal unidade de conta dos contratos internacionais. Segundo Dow (1999):

“Within a domestic economy, the national currency is generally the asset which is most liquid and stable in value. But within the international economy, there is a range of moneys. As long as each has a stable value in relation to the others, then the most liquid of these is generally employed as a means of payments and unit of account; this would normally be the national currency of the economy concerned. But, where the domestic value of the national currency is falling significantly relative to foreign currencies, because of domestic inflation or depreciating exchange rate, other currencies may better satisfy liquidity preference. This is more likely to be the case the more free is capital mobility, that is, the more liquid is foreign currency” (Dow, 1999, pp. 154-155)

Quanto maior for a integração da economia doméstica aos mercados internacionais, seja em termos comerciais, seja em termos financeiros, maiores serão os contratos denominados em moeda estrangeira<sup>32</sup> e, dessa forma, maior será a demanda por moeda estrangeira para atender o motivo transações e para possibilitar ganhos e

---

<sup>32</sup> A não ser que a moeda doméstica tenha elevado grau de conversibilidade (Carneiro, 2008). Esse assunto será discutido detalhadamente mais adiante.

gastos futuros inesperados denominados em unidade de conta estrangeira, ou seja, para atender o motivo precaução. No caso de inflação doméstica e desvalorização cambial, a moeda internacional possui atributo de liquidez maior que a moeda doméstica ao apresentar valor mais estável ao longo do tempo.

Ao facilitar a transação de ativos financeiros e moedas entre países, tornando-os mais líquidos, e ao propiciar o surgimento de inovações financeiras, como derivativos cambiais e instrumentos de *swap*, a globalização financeira favorece a atividade especulativa em um contexto mundial (Chesnais, 1995; Plihon, 1995). Nesse sentido, há uma elevação no volume de negociações envolvendo moedas, títulos públicos e privados e ações entre países, visando unicamente a obtenção de ganhos de capital de curto prazo. Essas operações são guiadas por expectativas de valorização do ativo, em curto período de tempo. Como ressaltado por Keynes (1936), o especulador busca antecipar a psicologia do mercado, visando obter ganhos financeiros. Assim, por exemplo, adquire-se uma determinada moeda não apenas para a realização de operações comerciais, mas em grande medida porque se espera obter ganhos com a valorização dela no curto prazo. Mais uma vez, diante da incerteza que permeia a economia, essas expectativas de ganhos de capital são influenciadas pelas convenções. Como estas são voláteis, as negociações entre moedas e ativos financeiros se tornam também altamente instáveis, o que eleva ainda mais o grau de incerteza em âmbito doméstico e internacional.

Enquanto o valor da moeda nacional estiver estável em relação aos demais ativos domésticos e internacionais e em relação a si mesma, ela atenderá o motivo de precaução. Este motivo se torna progressivamente importante conforme se aumenta a predominância da lógica especulativa em relação à empresarial e, portanto, a ampliação da incerteza, em nível global, uma vez que a ampliação da volatilidade das variáveis macroeconômicas tende a reduzir a confiança nas expectativas. Por sua vez, a perspectiva de desvalorização futura de determinada moeda ou título estrangeiros pode influenciar positivamente a demanda pela moeda nacional pelo motivo especulação. Diante da estabilidade do valor da moeda doméstica, esta poderá ser mais demandada seja para a obtenção de ganhos com a variação dos valores futuros dos ativos internacionais, quando os agentes confiarem nas suas expectativas, seja para possibilitar ganhos e gastos imprevistos, quando o grau de confiança nas expectativas estiver reduzido. Quanto maior for a incerteza percebida pelos agentes, resultante da

volatilidade do mercado internacional, maior será a importância do atributo de liquidez desempenhado pela moeda doméstica, e, por isso, mais elevada tende a ser a taxa de juros monetária, na inexistência de políticas monetárias expansionistas. Ressalta-se que esta taxa de juros continua sendo o limite inferior para a taxa de juros dos demais ativos domésticos (Amado, 2004). Assim, no contexto da globalização financeira, a liquidez apresentada pela moeda nacional continua sendo elemento fundamental para a determinação do investimento e, portanto, do nível de emprego e de renda da economia.

É importante destacar que o fato de que uma moeda seja o ativo mais líquido no seu país emissor não implica necessariamente que ela tenha o mesmo atributo de liquidez no cenário internacional. A liquidez internacional de um ativo depende da sua capacidade de ser convertida em um meio de pagamento internacionalmente aceito, no menor intervalo de tempo possível, sem incorrer em perda de valor para o seu proprietário. Nesse sentido, a moeda que conseguir desempenhar de forma mais ampla as suas funções de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor, no contexto internacional, será por definição o ativo com maior liquidez internacional, uma vez que a sua liquidez depende da sua capacidade de se transformar em si mesmo. Nas últimas décadas, o dólar tem sido a moeda com maior capacidade de desempenhar as funções de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor, em âmbito internacional, sendo, por isso, o ativo de maior liquidez (De Conti, Prates e Plihon, 2014).

Algumas moedas também conseguem desempenhar suas funções no cenário internacional, porém em menor grau que o dólar. Outras somente são demandadas para fins de especulação, ou seja, para a obtenção de ganhos de capital de curto prazo, nos contextos de expectativas otimistas e expansão da liquidez internacional, não desempenhando de forma plena, em âmbito internacional, as funções de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor<sup>33</sup>. Observa-se, assim, a existência de uma hierarquia internacional entre as diversas moedas segundo o seu grau de liquidez e conversibilidade (De Conti, Prates e Plihon, 2013, 2014; Carneiro, 2008). Segundo De Conti, Prates e Plihon (2013; 2014), o posicionamento de uma determinada moeda na hierarquia do sistema monetário internacional depende de variáveis geopolíticas e geoeconômicas, havendo destaque para:

---

<sup>33</sup> Esse ponto será retomado no próximo capítulo para fins de caracterização de um sistema financeiro e monetário internacional marcado pela polarização entre centro e periferia.

“i) a dimensão da economia emissora da moeda em questão e sua integração (comercial e financeira) com o restante do mundo; ii) o poder político de cada país no cenário internacional (nas relações bilaterais e, igualmente, junto às instituições multilaterais); e iii) o ‘voluntarismo político’, a saber ações deliberadas de um governo nacional com o intuito de intensificar o uso internacional de sua moeda.” (De Conti, Prates e Plihon, 2014, pp. 345-346)

Tendo em vista que o conjunto desses elementos pode variar apenas no longo prazo, sendo resultado de transformações no contexto geopolítico e geoeconômico mundiais, existe uma inércia no que diz respeito à posição das moedas na hierarquia do sistema monetário internacional. Como esta não pode ser alterada no curto prazo por meio da ação isolada de um só país, o contexto internacional vigente age frequentemente como um fator de restrição às políticas nacionais, exercendo influência crucial sobre a dinâmica das taxas de juros e das taxas de câmbio, de forma diferenciada entre os diversos países, segundo o posicionamento da sua moeda na hierarquia internacional e o seu grau de abertura financeira.

Por sua vez, a liquidez dos ativos financeiros é influenciada pela moeda que constitui sua unidade de conta. Nesse sentido, ativos denominados em dólar possuem seus rendimentos também em dólar e podem ser mais facilmente vendidos em troca desta moeda. Assim, eles normalmente possuem elevada liquidez. Já os ativos denominados em moedas com posicionamento inferior na hierarquia internacional possuem menor liquidez, uma vez que eles precisariam ser inicialmente convertidos na moeda do seu país emissor e, posteriormente, no meio de pagamento internacional para que o seu detentor tenha a liquidez proporcionada pelo dólar. Dessa forma, há um número maior de etapas ao longo desse processo, além de haver um risco maior de perda de valor em termos da moeda internacional.

Em contexto de expansão da liquidez internacional e, conseqüentemente, redução da preferência pela liquidez dos investidores que operam em âmbito internacional, costuma haver aumento da demanda por moedas de baixa liquidez e de ativos financeiros nelas denominados, devido a expectativas de valorização no curto prazo. À medida que esse cenário de otimismo se prolonga, há tendência de realização dessas expectativas, havendo, de fato, uma valorização cambial, que reforça a demanda por essas moedas. É importante enfatizar que a ampliação da liquidez internacional implica também em menores taxas de juros internacional e, portanto, em menor custo para a tomada de empréstimo.

Na medida em que estas expectativas são voláteis, frequentemente influenciadas por convenções, essa fase é alternada por outra de contração da liquidez internacional e aumento da preferência pela liquidez dos investidores internacionais. Uma vez que as moedas que ocupam as posições inferiores na hierarquia do sistema monetário internacional possuem menor capacidade de funcionar como meio de pagamento, reserva de valor e unidade de conta, em âmbito internacional, elas deixam de ser demandadas, havendo também redução da demanda por ativos financeiros nela denominados. Ocorre, assim, uma desvalorização cambial, concomitante a um aumento das taxas de juros internacional e doméstica. Dessa forma, observa-se que a volatilidade da preferência pela liquidez e do estado das expectativas no cenário internacional exercem impactos significativos tanto sobre a taxa de juros, quanto sobre a taxa de câmbio dos diversos países, segundo a posição de sua moeda na hierarquia do sistema monetário internacional<sup>34</sup>.

Em relação a taxa de câmbio, é importante ressaltar que, no contexto da globalização financeira, ela passa a ser determinada em grande parte pela conta financeira do balanço de pagamentos, principalmente pelo fluxo de investimento de portfólio, em detrimento da balança comercial, uma vez que os fluxos financeiros entre países passaram a ter um volume significativamente superior ao fluxo comercial (Harvey, 2006; Harvey, 1999; Plihon, 1995). Como os fluxos financeiros para os países com moedas de baixa conversibilidade são bastante influenciados pelas expectativas voláteis de valorização de curto prazo de sua moeda e de seus ativos, suas taxas de câmbio assumem também um caráter altamente instável.

### **3.6 Financiamento Externo e Fragilidade Financeira em Economias Abertas**

Além de conferir maior liberdade para as compras e vendas de ativos e moedas entre residentes e não residentes de um determinado país, a globalização financeira também tem proporcionado um aumento significativo do fluxo de crédito entre as diversas fronteiras nacionais. Nesse sentido, os bancos e demais instituições passam a atuar também em âmbito global, não restringindo suas atividades a apenas uma economia nacional.

---

<sup>34</sup> A explicação sobre influência da hierarquia entre moedas na dinâmica das taxas de juros e de câmbio nos diversos países será retomada com maiores detalhes no capítulo seguinte.

Do ponto de vista dos bancos, a globalização e a liberalização financeira têm implicado, por um lado, em uma maior facilidade para a captação de depósitos de agentes estrangeiros. Por outro, aumenta-se a perspectiva de obtenção de lucro por meio da oferta de financiamento fora do seu país de origem e ampliação da sua fatia de mercado. Já os tomadores de empréstimo demandam crédito em moeda estrangeira para fazer face a despesas com importações de bens e serviços, aquisições de ativos financeiros ou amortização da dívida externa já contraída e pagamentos dos seus juros e haveres.

Diante do aumento de fluxos de financiamento entre residentes de diferentes países e do crescimento de despesas operacionais e financeiras denominadas em moeda estrangeira, torna-se necessário utilizar a hipótese de fragilidade financeira desenvolvida por Minsky, mas com foco em economias abertas para uma melhor compreensão da instabilidade apresentada pelo capitalismo, principalmente a partir do final da década de 1970. Apesar de o autor haver direcionado um foco maior da sua análise para economias fechadas, há alguns trabalhos, como pode ser visto em Minsky (1979, 1984)<sup>35</sup>, em que ele considera o impacto instabilizador das operações financeiras realizadas entre residentes e não residentes, evidenciadas por meio do Balanço de Pagamentos. A utilização do arcabouço teórico minskyano para a explicação de fragilidade financeira em economias abertas também pode ser vista em outros trabalhos pós-keynesianos, como Kregel (1998), Dymski (1998), De Paula e Alves Jr (1999), Arestis e Glickman (2002) e Resende e Amado (2007).

Conforme explicado anteriormente, o conceito de fragilidade financeira em economias fechadas está relacionado à incerteza quanto a obtenção de fluxos futuros de receitas em montante suficiente para honrar os compromissos firmados. Por tornar os fluxos de caixa sujeitos a variações no cenário econômico, social e tecnológico futuros, ampliando a insegurança a respeito da solvência futura, o descasamento de prazos entre os ativos e os passivos de determinada unidade econômica costuma se traduzir em aumento da fragilidade financeira. Quanto maior for o número de unidades cujos ativos

---

<sup>35</sup> Na sua análise para economias abertas, Minsky (1979; 1984) traça uma analogia entre os Estados Unidos, como emissor do meio de pagamento para o sistema financeiro internacional, e os bancos, como provedores de liquidez e crédito em uma economia fechada. Entretanto, na sua argumentação, a endogeneidade da oferta de moeda, seja em âmbito doméstico, seja em âmbito internacional, está relacionada a uma acomodação da demanda por liquidez, tendo um enfoque mais horizontalista. Dessa forma, especificamente nestes dois trabalhos, o autor não leva em consideração o impacto da variação da preferência pela liquidez das instituições financeiras internacionais sobre a instabilidade econômica.

tiverem prazos de maturação superiores aos prazos dos passivos, maior será a vulnerabilidade da economia como um todo a uma elevação da taxa de juros.

Em economias abertas, além da possibilidade de descasamento de prazos entre ativos adquiridos e passivos contraídos, pode haver também descasamento de unidades de conta, ou seja, de moedas em que eles estão denominados (De Paula e Alves Jr, 1999; Arestis e Glickman, 2002), o que pode ampliar a relação entre os compromissos financeiros a serem observados e o fluxo de receitas concretizado. Para uma melhor avaliação da dimensão cambial da fragilidade financeira externa, é importante destacar que o descasamento de moedas pode ocorrer tanto entre receitas e despesas operacionais, quanto entre os fluxos de renda e o passivo contratado.

Em termos operacionais, há três tipos principais de unidades: (i) as importadoras cujas despesas são denominadas em moeda estrangeira, mas as receitas ocorrem em moeda nacional; (ii) as unidades exportadoras, cujas despesas são denominadas moeda nacional, mas as receitas ocorrem em moeda estrangeira; e (iii) as unidades que operam apenas no mercado interno, ou seja, cujas receitas e despesas são denominadas em moeda doméstica. Considerando somente a dimensão operacional, apenas as unidades importadoras e exportadoras correm o risco cambial. Em outras palavras, uma variação cambial ampliaria a diferença entre as suas receitas e despesas operacionais.

Além do descasamento de moedas de caráter operacional, em economia aberta, as unidades podem tomar empréstimos em moeda diferente daquela em que suas receitas são denominadas. Nesse sentido, a oferta de crédito por parte das instituições financeiras internacionais dependerá da expectativa quanto a capacidade do tomador de empréstimo gerar divisas estrangeiras em montante suficiente para cobrir tanto suas despesas operacionais, caso ela esteja denominada em moeda estrangeira, quanto a amortização e os juros do passivo externo. Caso o prazo do passivo do devedor seja inferior ao prazo de maturação do seu ativo, a geração de fluxo de caixa em moeda estrangeira em montante suficiente para o pagamento dos compromissos financeiros será influenciada por variações de curto prazo na taxa de câmbio, além das flutuações da taxa de juros internacional. Essas duas variáveis, em conjunto, afetam as condições de refinanciamento do passivo externo.

Uma vez que está relacionada a condicionantes macroeconômicos, a análise e a avaliação da capacidade do devedor gerar divisas estrangeiras transcende o nível

microeconômico da firma e passa a englobar o país como um todo, levando em consideração o seu balanço de pagamentos, que evidencia as transações comerciais e financeiras entre os residentes e os não residentes de uma determinada economia. Dessa forma, os próprios países podem ser classificados como unidades *hedges*, especulativas ou Ponzi, de acordo com a estrutura do seu Balanço de Pagamentos.

Mais especificamente, a capacidade de geração de divisas estrangeiras de um país está associada ao padrão histórico da conta de transações correntes do Balanço de Pagamentos (Resende e Amado, 2008). Caso esta seja historicamente negativa, mesmo em contexto de expansão da liquidez internacional, isso pode significar uma eventual dificuldade de obtenção de receitas externas, por meio de operações comerciais ou financeiras, em montante suficiente para fazer face tanto às despesas relacionadas ao serviço da dívida, como juros e dividendos externos, quanto aos gastos operacionais com importação de bens e serviços.

Nesse caso, o país necessita continuamente refinarçar a sua dívida externa, estando vulnerável a variações na taxa de câmbio e na taxa de juros internacional, o que pode exercer impacto deficitário no saldo em transações correntes, por resultar em aumento do pagamento de juros e de dividendos. O aumento progressivo dos pagamentos de juros internacionais, por sua vez, pode resultar em crescimento também do principal do passivo, caso haja refinanciamento, aumentando as despesas futuras com amortização da dívida e, portanto, a perspectiva de déficit futuro também na conta financeira do balanço de pagamentos diante de uma eventual contração da liquidez internacional e redução da oferta de financiamento estrangeiro. Em outras palavras, as unidades especulativas e Ponzi consistem nos países que possuem déficit crônico em transações correntes, os quais podem implicar em déficits futuros na conta financeira, dependendo das expectativas formuladas pelos credores internacionais, e, conseqüentemente, em desequilíbrios no balanço de pagamentos. Esses países contam com o refinanciamento do passivo externo junto aos mercados globais, como forma de possibilitar a amortização das suas dívidas em moeda estrangeira, em vencimento, ou o pagamento dos juros.

Em seu processo de crescimento e desenvolvimento, algumas economias nacionais dependem de bens de capital estrangeiros para aumentar sua capacidade produtiva, modernizar seus processos de produção e introduzir inovações tecnológicas

geradas externamente. Nesses casos, aumenta-se a demanda por importações, pela indisponibilidade de oferta interna. Dessa forma, a compra de bens de capital produzidos por outros países, possibilitada pela abertura comercial, aumenta a viabilidade de realização do investimento.

De forma análoga ao que ocorre em economias fechadas, demanda-se moeda pelo motivo de financiar a viabilização da tomada de decisão de investir. Entretanto, no caso do bem de capital ser produzido por outro país, a moeda que atende a esse motivo é a estrangeira, não a nacional, a não ser que a moeda emitida pela economia importadora em questão esteja em posição superior na hierarquia internacional.

Se o país investidor não possui divisas estrangeiras, resultantes de operações comerciais ou financeiras com o exterior, em montante suficiente, ele recorre a novos financiamentos em moeda estrangeira junto a instituições bancárias internacionais ou a mercados de capitais globais. A obtenção de créditos externos necessários para viabilizar o investimento não prescinde de poupança *ex ante*, mas sim da disposição dos bancos internacionais em se tornarem menos líquidos, ou seja, em ofertar crédito a uma taxa de juros monetária que não ultrapasse a eficiência marginal do capital. Por sua vez, para a captação de recursos por meio da emissão de dívida em termos vantajosos, é preciso que o instrumento financeiro ofertado (seu prazo e sua taxa de juros) esteja compatível com a preferência pela liquidez dos investidores financeiros. Assim como em economias fechadas, as variáveis relevantes para a viabilização do investimento são a preferência pela liquidez e a eficiência marginal do capital.

Por sua vez, os investimentos realizados permitem que a economia em questão produza bens, os quais podem ser destinados ao mercado interno ou ao externo. Nesse contexto, as exportações constituem importantes fontes de receita em moeda estrangeira, podendo propiciar o *funding* necessário para consolidar o investimento iniciado (Resende, 2007). Entretanto, não há nada que garanta que o país conseguirá gerar receitas de exportação em montante suficiente para isso. Para obter as receitas necessárias em moeda estrangeira, é preciso que ele seja competitivo no cenário internacional e que o resto do mundo apresente uma demanda significativa pelos seus bens.

Caso o país não consiga obter recursos em moeda estrangeira, por meio da exportação, em valor suficiente para consolidar o investimento, será preciso recorrer a

um refinanciamento da dívida contraída. O déficit comercial em conjunto com os pagamentos de juros ao exterior se refletem, portanto, em um déficit nas transações correntes do balanço de pagamentos. Assim, os países com baixo grau de diversificação da estrutura produtiva, que não conseguem produzir os bens de capital necessários para o seu desenvolvimento e que não possuem competitividade suficiente no comércio internacional, podem ser classificados como unidades especulativas ou Ponzi. Eles precisam de constantes ou até crescentes financiamentos junto ao exterior para possibilitar simultaneamente o seu desenvolvimento e o pagamento de despesas com juros.

É importante observar que as condições de oferta de financiamento pelos bancos internacionais são balizadas pela expectativa de geração de divisas estrangeiras por parte do país tomador de empréstimo, em montante que possibilite a amortização do principal e o pagamento das taxas de juros resultantes da dívida. Essa expectativa, por sua vez, depende do histórico de pagamento dos compromissos contratuais externos, seja ele viabilizado por esforços produtivos que visem a geração de fluxos de renda em moeda estrangeira, seja ele resultante de refinanciamento externo da dívida. Ademais, ao observar que outras instituições estão expandindo empréstimos para uma quantidade maior de países, o credor internacional também aumenta a sua oferta de crédito, como forma de manter sua fatia de mercado e porque, em vista da incerteza, crê que as outras firmas podem possuir um conjunto maior de informações confiáveis. O mesmo tipo de raciocínio se aplica para a contração dos empréstimos, porém em sentido inverso. Assim, as condições de oferta de financiamento estrangeiro são influenciadas por convenções.

Enquanto a percepção da incerteza global for baixa e as convenções estiverem favoráveis, os credores internacionais reduzem as taxas de juros e ampliam os prazos dos empréstimos ofertados. Isso resulta em uma ampliação da liquidez internacional. À medida que o país devedor conseguir pagar os juros e o principal dos empréstimos passados, a conta financeira do seu balanço de pagamentos apresentará tendência de superávit. Isso, por sua vez, será refletido em valorizações graduais da sua moeda, o que aumenta a sua demanda para fins de especulação.

Uma eventual ampliação da incerteza, no cenário internacional, e a reversão das expectativas a respeito da solvência dos devedores pode interromper a fase de expansão

da liquidez internacional, resultando em condições desfavoráveis para a oferta de empréstimo. Nesse momento, apenas as economias com elevada competitividade no comércio exterior, que não precisam recorrer a refinanciamentos junto ao mercado internacional, conseguem honrar os compromissos externos sem que haja uma ampliação no valor do seu passivo. Esses países consistem nas unidades *hedge*, uma vez que o aumento da taxa de juros internacional não afeta a sua capacidade de pagamento dos compromissos financeiros junto a credores externos. Além disso, frequentemente as moedas dos países que são classificados como unidades *hedge* possuem grau elevado de conversibilidade. Dessa forma, um aumento da percepção de incerteza em âmbito global pode gerar uma elevação na demanda pelas suas moedas nacionais, que conseguem exercer as funções de meio de troca, reserva de valor e unidade de conta no cenário internacional.

Essa mesma contração da liquidez internacional tem efeitos mais negativos nos países classificados como unidades especulativas e Ponzi. Por um lado, a sua incapacidade de geração de divisas estrangeiras se torna evidente. A diminuição do refinanciamento da sua dívida externa reduz a sua solvência, reforçando a tendência de fuga de capital. Por outro lado, sua moeda nacional é demandada apenas pelo motivo especulação, enquanto houver crescimento do superávit da conta financeira do seu balanço de pagamentos. Assim que a percepção de incerteza global aumenta, há recuo na demanda por sua moeda, o que leva a uma queda do seu valor em termos das moedas de maior conversibilidade.

É importante ressaltar que a elevação da taxa de juros internacional e a desvalorização da moeda doméstica aumentam o custo do passivo externo dos países especulativos e Ponzi. Nesse sentido, a fuga de capital dessas economias reduz ainda mais sua capacidade de solvência. Para conseguir honrar os compromissos financeiros junto aos credores internacionais e obter as divisas estrangeiras necessárias, esses países aumentam a oferta dos seus ativos ou de bens e serviços, tentando vendê-los a preços cada vez mais reduzidos no comércio exterior, ou então contraem dívidas adicionais junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI). A redução das receitas e a queda do preço dos ativos domésticos geram, por sua vez, queda no nível de emprego e no desempenho macroeconômica desses países. Dessa forma, na fase de contração da liquidez internacional, ocorre também um processo de deflação de ativos, com impactos negativos sobre o nível de emprego e renda, conforme observado por Kregel (1998),

Arestis e Glickman (2002) e Dimsky (1998) na análise da crise asiática. Caso o país recorra ao FMI para conseguir os recursos necessários para saldar seus compromissos externos, a contração macroeconômica pode ser agravada pelas condicionalidades, normalmente de cunho pró-cíclico, como restrições no crescimento dos gastos do governo ou da oferta de moeda, impostas por essa instituição para a concessão de empréstimo.

Ademais, há uma tendência também de elevação da taxa de juros doméstica como resultado do aumento dos juros internacional e da desvalorização da moeda doméstica. Ocorre, assim, um crescimento do custo de oportunidade do investimento nacional, bem como um recuo no seu retorno financeiro, diante do processo de deflação de ativos, ou seja, da diminuição do preço de demanda do investimento e da tendência crescente de redução do nível de emprego e renda domésticos. Nesse sentido, Resende e Amado (2008) observam que a variação da liquidez internacional afeta significativamente as variáveis macroeconômicas dos países classificados como unidades especulativas ou Ponzi, no sistema financeiro internacional, exercendo impacto sobre a sua taxa de crescimento. Esses países apresentam padrões de ciclos de crescimento reflexos aos ciclos de expansão e contração da liquidez internacional.

Ao elevar a instabilidade da taxa de câmbio e da taxa de juros, como decorrência da volatilidade de expectativas em âmbito internacional, a abertura financeira aumenta a incerteza nas economias consideradas especulativas ou Ponzi. O impacto sobre o emprego e a renda ocorre em razão principalmente da instabilidade macroeconômica, que, por acentuar a incerteza, influencia negativamente o investimento.

Assim, verifica-se que a abertura financeira tem efeitos diferenciados entre os países, dependendo da sua postura financeira. Esta depende da sua capacidade de geração de fluxos de renda em moedas de elevada conversibilidade e, por isso, da sua estrutura produtiva. Para um melhor entendimento da instabilidade do capitalismo manifestada em várias partes do mundo, é fundamental relacionar a forma como as distintas economias se inserem nos sistemas financeiro e monetário internacional e no comércio exterior às suas estruturas produtivas e financeiras domésticas. Para isso, o próximo capítulo analisará a existência de um sistema centro-periferia, em âmbito internacional, caracterizado pela diferenciação entre os países, em termos da dinâmica apresentada pelas variáveis reais e monetárias, ressaltando a interação entre elas.

## Conclusão

Esse capítulo buscou analisar e interpretar a hipótese de fragilidade financeira para economias abertas, no contexto de globalização. Nesse caso, a classificação de unidades financeiras, segundo a margem de segurança, transcende o nível das firmas e passa a abranger o país como um todo, levando em consideração o conjunto de suas operações com o exterior, registradas no Balanço de Pagamentos (De Paula e Alvez Jr, 1999).

Os países classificados como unidades *hedge* são aqueles que possuem elevada competitividade, o que acarreta um alto volume de receitas de exportações, e cujas moedas conseguem desempenhar satisfatoriamente as funções de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor, em âmbito internacional. Nesse caso, além de possuírem uma parcela razoável do seu passivo externo denominada na própria moeda nacional, esses países conseguem obter receitas sustentáveis em moeda estrangeira, de forma a fechar suas posições financeiras em aberto com o exterior.

As unidades especulativas e Ponzi no cenário internacional consistem nos países cujas moedas não conseguem desempenhar suas funções clássicas, no cenário internacional, e que possuem uma competitividade limitada, o que compromete sua capacidade de obtenção de receitas sustentáveis de exportação de bens e serviços. Assim, elas não conseguem emitir passivos externos na sua própria moeda, nem gerar receitas operacionais necessárias para o cumprimento dos seus compromissos junto ao exterior. Nesse sentido, precisam refinar suas dívidas.

A diferença entre a unidade especulativa e a Ponzi diz respeito à capacidade de pagamento dos juros externos a partir das receitas líquidas de exportação. A unidade especulativa necessita recorrer a refinanciamentos apenas para a amortização do principal do seu passivo externo em vencimento, conseguindo receitas operacionais em moeda estrangeira em montante suficiente para pagar os juros da dívida. Por sua vez, a unidade Ponzi não possui fluxos líquidos de receitas de exportações em montante suficiente nem para amortizar o principal, nem para pagar os juros, o que resulta em um aumento do passivo externo ao longo do tempo, culminando com a sua insolvência, caso não haja um choque externo favorável.

Apesar de a globalização financeira tornar o cenário internacional como um todo mais instável, devido ao aumento do predomínio da lógica especulativa em detrimento da empresarial, ela é particularmente mais problemática para as unidades especulativas e Ponzi do que para as unidades *hedge*. Uma vez que os países classificados como unidades especulativas e Ponzi precisam recorrer ao mercado internacional para obter os recursos necessários para honrar seus compromissos financeiros externos, eles são mais vulneráveis a oscilações na preferência pela liquidez dos agentes internacionais, que se refletem em aumento dos juros internacionais e em desvalorizações das suas respectivas moeda, com potencial de aumentar o valor do seu passivo externo, culminando com uma crise de liquidez ou mesmo de solvência. Neste caso, costuma-se demandar recursos disponibilizados pelo FMI, que, para conceder empréstimos, impõe condicionalidades ao devedor, em termos de políticas macroeconômicas restritivas, o que tende a exercer impactos negativos sobre a demanda agregada e sobre o nível de emprego doméstico. Ademais, como será visto no próximo capítulo, a própria oscilação da preferência pela liquidez internacional se reflete no estado de expectativas internamente e na taxa de juros doméstica dos países classificados como unidades especulativas e Ponzi, com impacto significativo no seu desempenho macroeconômico.

Ao perceber tanto o aumento da instabilidade, em termos mundiais, quanto o agravamento particular da vulnerabilidade dos países classificados como unidades especulativas e Ponzi, proporcionados pela globalização financeira, os economistas pós-keynesianos são mais céticos do que os ortodoxos em relação à abertura da economia domésticas aos fluxos internacionais de capital. Como será aprofundado no próximo capítulo, a forma de inserção dos variados países no sistema financeiro internacional depende das características de suas estruturas produtivas e financeiras, resultantes de processos históricos, e da posição de suas moedas na hierarquia internacional. Nesse sentido, os problemas decorrentes da abertura financeira não são resultantes de falhas de mercado e de governo, internos a cada país isoladamente, mas são provenientes da própria dinâmica financeira e monetária global e da assimetria relativa ao processo de criação e difusão do conhecimento tecnológico.

#### **4. Uma Concepção Integrada do Sistema Centro-Periferia**

A observação do desempenho macroeconômico dos países da América Latina, que fazem parte da periferia do sistema econômico mundial, tem fornecido evidências de que a sua trajetória de crescimento e desenvolvimento tem sido associada aos ciclos de expansão e retração da liquidez internacional (Resende e Amado, 2007). Isso equivale a dizer que esses países são vulneráveis às alterações no estado de expectativas prevalecente no cenário internacional, o qual, por sua vez, afeta a oferta de liquidez por parte de bancos e demais investidores atuantes globalmente.

Com o objetivo principal de fornecer uma melhor compreensão e interpretação a respeito dos fatores que influenciam a inserção externa dos países da América Latina e tornam-nos vulneráveis às condições prevalecentes no cenário internacional, este capítulo mostrará as principais diferenças entre os países periféricos e os centrais, no que se refere às estruturas produtivas, aos sistemas nacionais de inovação, às moedas e aos sistemas financeiros domésticos. Para isso, será dividido em quatro seções, além da conclusão. A primeira resgata os principais argumentos utilizados pelos estruturalistas cepalinos na construção da concepção tradicional a respeito do sistema centro-periferia, enfatizando que a dependência tecnológica da periferia em relação ao centro e as especificidades estruturais resultam na tendência de estrangulamento externo. A segunda seção busca mostrar os avanços no pensamento da Cepal, a partir das ideias neoestruturalistas, que chamam mais atenção para o caráter endógeno da geração e absorção de novas tecnológicas e para a relação entre o grau de desenvolvimento dos sistemas nacionais de inovação e a competitividade internacional do país, que afeta a capacidade de geração de divisas necessárias para honrar os compromissos externos. Já a terceira seção destaca a interpretação neoestruturalista sobre a vulnerabilidade externa financeira dos países periféricos, ressaltando a existência de complementaridades em relação à teoria pós-keynesiana. Por fim, a quarta seção busca caracterizar a inserção problemática desses países nos sistemas monetário e financeiro internacional, enfatizando a baixa liquidez relativa de suas moedas e ativos, o baixo grau de desenvolvimento dos seus sistemas financeiros domésticos e as consequências em termos da suscetibilidade da trajetória macroeconômica a oscilações nas taxas de câmbio e de juros e nos preços dos ativos, decorrentes de alterações no estado de expectativas prevalecente no cenário internacional.

#### 4.1. O Estruturalismo Cepalino e as Assimetrias Produtivas

A introdução da concepção do sistema centro-periferia, no âmbito das teorias de desenvolvimento econômico, remonta ao pensamento estruturalista da Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (CEPAL), desenvolvido entre o final da década de 1940 e o início da década de 1980<sup>36</sup>. A sua principal motivação consistia em explicar, a partir do método analítico “histórico-estrutural” (Bielschowsky, 2009), as especificidades da estrutura produtiva das economias latino-americanas, que as diferenciam das economias mais desenvolvidas, como Inglaterra, Estados Unidos, França, Alemanha e Canadá, entre outros, e que tem consequências significativas em termos dos seus respectivos padrões de crescimento e desenvolvimento e das formas de inserção na economia global.

Segundo o pensamento estruturalista da CEPAL, o sistema centro-periferia é considerado consequência de um fenômeno histórico, resultante da forma como o progresso técnico impulsionado a partir da Revolução Industrial foi propagado mundialmente. Por um lado, os países pertencentes ao centro geram métodos de produção difundidos, em um breve lapso temporal, para os demais e para as suas regiões internas e maioria dos setores produtivos. Por outro lado, os países periféricos não são geradores de conhecimentos técnicos substanciais, obtendo um acesso tardio às novas técnicas desenvolvidas no centro. Ademais, estas são incorporadas em um número limitado de setores, havendo baixa difusão para o restante da estrutura produtiva periférica. Dessa forma, enquanto há uma homogeneidade setorial, em termos de adoção de técnicas produtivas, no centro, observa-se uma heterogeneidade na periferia, em que setores exportadores de elevada produtividade coexistem com setores arcaicos, cuja produção se destina ao mercado doméstico (Bielschowsky, 2009; Rodriguez, 2009). Essa heterogeneidade se reflete em salários e padrões de vida desiguais, ou seja, em uma maior concentração de renda na periferia e menores níveis salariais médios em comparação com o centro.

Entre os principais trabalhos desenvolvidos pela Cepal, no período entre o final da década de 1940 e meados da década de 1980, que explicam a diferença entre as estruturas produtivas do centro e as da periferia, destacam-se Prebisch (2000a; 2000b),

---

<sup>36</sup> Como será visto adiante, a partir do final da década de 1980, houve mudança no enfoque do pensamento Cepalino, que passou a ser classificado como neoestruturalista.

Cepal (2000), Furtado (1983) e Tavares (1976). Eles desenvolvem uma crítica à ideia presente na teoria das vantagens comparativas de que a divisão internacional do trabalho, de acordo com a disponibilidade interna de fatores produtivos, refletida em custos de produção diferenciados, e a especialização produtiva geram ganhos de bem-estar para todos os países, por meio do livre comércio internacional.

Segundo o pensamento estruturalista cepalino, a divisão internacional do trabalho tem beneficiado principalmente os países centrais, que são, em sua maioria, exportadores de produtos industrializados. O comércio internacional tende a concentrar os frutos do progresso técnico nestes países, ampliando o diferencial entre a sua renda real e a dos países periféricos, que são predominantemente primário-exportadores, devido à tendência de longo prazo de deterioração dos termos de troca e à dependência tecnológica, a qual se traduz na importação de técnicas produtivas pouco compatíveis com sua estrutura produtiva. Rodriguez (2009) explica as consequências desse fenômeno a partir das seguintes equações:

$$Y_{pi} = L_p \cdot \frac{P_p}{P_i} \quad (1)$$

$$Y_{ii} = L_i \quad (2)$$

Na equação (1),  $Y_{pi}$  representa a renda real em termos de bens industrializados por trabalhador empregado na atividade primária como equivalente ao produto entre a produtividade física do trabalho ( $L_p$ ) e o preço do bem primário ( $P_p$ ) em relação ao bem industrializado ( $P_i$ ). Na equação (2),  $Y_{ii}$  representa a renda real por trabalhador empregado na indústria, em termos de bens industrializados, como equivalente à produtividade física do trabalho neste setor ( $L_i$ ).

Ao se dividir a equação (1) pela equação (2), obtém-se a seguinte relação entre as rendas por trabalhador das duas atividades:

$$\frac{Y_{pi}}{Y_{ii}} = \frac{L_p}{L_i} \cdot \frac{P_p}{P_i} \quad (3)$$

Por meio da equação (3), é possível observar que a tendência à deterioração dos termos de troca entre países exportadores de bens primários (periferia) e países exportadores de bens industrializados (centro) aumenta a diferença de renda real entre eles, a favor dos países centrais. Admitindo-se a tendência de deterioração dos termos

de troca, apenas poderia haver convergência de renda real entre eles caso a produtividade do trabalho aumentasse mais no setor primário do que no setor industrializado, em magnitude suficiente para anular a queda dos preços relativos dos bens primários. Porém, isso não tende a acontecer. Pelo contrário, as análises estruturalistas enfatizam que há ganhos maiores de produtividade no setor secundário do que no primário, o que amplia ainda mais a diferença de renda real entre os seus respectivos trabalhadores.

Outra implicação importante da tendência de longo prazo de deterioração dos termos de troca diz respeito ao surgimento de desequilíbrios externos. A progressiva redução dos preços das exportações das economias periféricas em relação aos preços de suas importações de bens industrializados leva a uma redução das suas receitas em moeda estrangeira e, portanto, a um problema de escassez de divisas. Isso, por sua vez, reduz o acesso da sua população a bens de consumos duráveis e não duráveis, além de dificultar o desenvolvimento do seu setor secundário, tendo em vista que a maior parte dos bens de capital e insumos processados são provenientes dos países centrais.

O problema da escassez de divisas pode ser atenuado por empréstimos externos cujo principal, em vencimento, e os juros são recorrentemente pagos por meio de endividamentos adicionais de mesma natureza, devido à insuficiência de receitas em moeda estrangeira, nos moldes de uma unidade especulativa ou mesmo Ponzi, utilizando a nomenclatura minskyana. Diante de um período prolongado de queda no valor relativo das exportações, os países periféricos apenas podem prosseguir importando bens de capital e insumos processados, provenientes das economias centrais e necessários para o processo de desenvolvimento e industrialização, enquanto houver acesso ao financiamento externo. A interrupção deste causa, portanto, graves problemas para esses países, que somente podem ser amenizados a partir do surgimento e/ou expansão, via políticas de incentivos governamentais, de setores produtivos domésticos com capacidade de suprir internamente os bens anteriormente importados. Conforme observado por Prebisch (2000a):

“Ninguém discute que o desenvolvimento econômico de certos países da América Latina e sua rápida assimilação da técnica moderna, em tudo o que lhes possa ser proveitoso, dependem em alto grau dos investimentos estrangeiros. Esse problema não é nada simples, por todas as implicações que contém. Entre seus fatores negativos, convém relembrar, antes de mais nada, o descumprimento dos serviços financeiros durante a Grande Depressão dos anos 1930. É

opinião geral que isso não deve repetir-se. Encontramos aí a mesma raiz do problema anterior. Os serviços financeiros dessas inversões de capital, quando não se efetuam outras para compensá-los, têm que ser pagos com exportações na mesma moeda; e, quando estas não crescem correlativamente, surge, no correr do tempo, o mesmo tipo de dificuldades, sobretudo quando as exportações sofrem uma queda violenta como sucedeu naquela época. Por isso, e enquanto não se chega à referida solução fundamental, cabe indagar se não seria prudente orientar os investimentos para aplicações produtivas que, ao reduzirem direta ou indiretamente as importações em dólares, permitam atender regularmente os serviços financeiros” (Prebisch, 1948, p. 75)

É possível encontrar nos trabalhos iniciais da Cepal um conjunto de fatores que explicam a tendência de deterioração nos termos de troca e, portanto, o problema de desequilíbrio externo que ele gera. Para Prebisch (2000b), uma das principais razões para esse fenômeno decorre do fato de que os bens primários, exportados pela periferia, possuem menor elasticidade-renda da demanda em comparação com os bens industrializados, que constituem uma elevada parcela da sua pauta de importação. Nesse sentido, à medida que a renda mundial cresce há menor procura pelos bens exportados pela periferia em relação aos bens exportados pelo centro. Isso se reflete em uma queda do preço relativo das exportações de bens primários em relação ao preço dos bens industrializados.

Segundo Prebisch (2000b), a baixa elasticidade-renda dos bens primários é resultado, em primeiro lugar, dos progressos técnicos verificados na indústria, que reduzem gradualmente a quantidade necessária de insumos primários e matérias-primas na elaboração do bem final. Em segundo lugar, observa-se que a demanda por alimentos cresce em magnitude inferior ao crescimento da renda. Em outras palavras, à medida que a renda aumenta, eleva-se a proporção dela que é gasta com bens e serviços mais sofisticados, conforme a Lei de Engel. Por fim, há uma tendência de criação de produtos sintéticos, nos países centrais, substitutos aos bens primários produzidos na periferia. Nesse sentido, observa-se que as inovações tecnológicas possuem destaque na explicação das diferenças de elasticidade-renda entre os produtos primários e os industrializados, tanto pelo lado da oferta, por diminuir os requisitos técnicos de insumos primários, quanto pelo lado da demanda, por aumentar a procura por bens e serviços que possuem maior conteúdo tecnológico.

Além disso, Prebisch (2000a) e Cepal (2000) fornecem uma explicação cíclica para a deterioração dos termos de troca, segundo a qual as quedas dos preços relativos

dos bens primários, nas fases de recessão da economia mundial, possuem maior magnitude do que o aumento verificado, na fase de prosperidade. Nesse sentido, enfatiza-se que a redução dos preços dos bens industrializados produzidos nos países centrais é menor, em parte, devido à maior organização dos seus trabalhadores sob a forma de sindicatos, que dificultam a ocorrência de quedas acentuadas nos níveis salariais. Ademais, esses países normalmente são ofertantes monopolistas ou oligopolistas dos bens industrializados, no mercado internacional. Assim, são formadores de preço ao invés de tomadores de preço, o que possibilita que minimizem a perda de lucro, no contexto de uma contração da economia mundial e de uma resistência dos trabalhadores a redução dos seus salários. Dessa forma, a pressão recai em maior medida sobre as economias periféricas.

Em contraste, observa-se uma maior desarticulação entre os trabalhadores dos países periféricos. A existência de setores de baixa produtividade, voltados para o mercado interno, que pagam salários próximos ao nível de subsistência possibilita a redução de salários no setor primário-exportador. Em outras palavras, há um excedente estrutural de mão de obra na periferia que possibilita compressão dos salários no setor exportador, de forma a minimizar as quedas nos lucros, diante de uma contração da demanda por exportações. Assim, a redução dos preços é viabilizada por uma redução dos salários. Além disso, a estrutura próxima a livre-concorrência para o mercado internacional de bens primários torna esses países tomadores de preço. Dessa forma, não conseguem resistir à pressão descendente sobre os preços ocorrida nas fases de depressão dos ciclos da mesma forma que os países centrais.

Verifica-se, então, a existência de diferenças entre as estruturas concorrenciais com as quais se deparam o centro e a periferia, tanto no mercado internacional de bens, quanto no mercado de trabalho interno. A baixa articulação dos trabalhadores da periferia e a livre-concorrência no mercado de produtos primários tornam os países periféricos tomadores de preços, reduzindo sua resistência a pressão de queda no preço dos seus bens, nas fases de recessão da economia mundial. Por sua vez, os países centrais conseguem resistir mais facilmente a essas pressões, em virtude da maior organização da sua força de trabalho e da estrutura monopolista ou oligopolista do mercado de bens manufaturados.

Apesar de enfatizar a importância do setor primário-exportador no processo histórico de desenvolvimento da periferia, o pensamento estruturalista da Cepal também reconhece o papel crucial da industrialização, principalmente a partir do século XX. Com o intuito de diferenciar os motores do desenvolvimento periférico, os autores cepalinos tradicionais distinguem o “desenvolvimento para fora” do “desenvolvimento para dentro”. O primeiro foi decorrente do processo histórico de introdução de um núcleo capitalista, a partir de investimentos efetuados pelas próprias economias centrais, com o objetivo de obter lucros mediante o fornecimento de bens primários para o resto do mundo. Buscava-se incorporar o progresso técnico nessas atividades, aumentando a produtividade do trabalho, como forma de elevar os seus lucros. Conforme já destacado, durante a etapa histórica de “desenvolvimento para fora”, havia, nos países periféricos, setores produtivos que buscavam abastecer o mercado doméstico, porém eles utilizavam técnicas produtivas atrasadas, possuindo baixa produtividade e remunerando seus trabalhadores com salários próximos ao nível de subsistência.

Por sua vez, o “desenvolvimento para dentro” é resultante da combinação entre choques externos de demanda, como as grandes guerras e a depressão de 1929, e políticas de proteção de renda, a exemplo da compra de estoques de café por parte do Estado ocorrida no Brasil no início do século XX<sup>37</sup>. Os choques externos, em conjunto com a tendência à deterioração de longo prazo dos termos de troca, dificultaram a obtenção de divisas estrangeiras necessárias para importar os bens industrializados produzidos pelos países centrais (Prebisch, 2000b; Tavares, 1976; Furtado, 1983). Ao mesmo tempo, as políticas de proteção da renda possibilitaram a manutenção de uma demanda interna por bens de consumo. Diante disso, passou-se progressivamente a produzir internamente esses bens, dando início a um processo de industrialização via substituição de importação.

Tavares (1976) destaca que, inicialmente, buscou-se desenvolver os setores produtores de bens de consumo não duráveis, como produtos têxteis, para o mercado interno, destinando uma parcela maior das divisas estrangeiras para a importação de bens duráveis, insumos industrializados e bens de capital. Porém, à medida que o novo setor se desenvolvia, a demanda por importações de insumos e bens de capital crescia, propiciando o surgimento de novos estrangulamentos externos. É importante destacar

---

<sup>37</sup> Para uma análise e uma descrição mais detalhada dessa política e dos seus impactos, ver Furtado (2005).

que, mesmo com o surgimento de setores industriais, a pauta exportadora continua concentrada em bens primários. Assim, em face da tendência a deterioração dos termos de troca, as receitas de exportação passam a ser insuficientes para manter o nível do investimento necessário para a industrialização, tendo em vista que parcela significativa dos insumos e dos bens de capital demandados é proveniente dos países centrais.

Para dar continuidade ao processo de formação de capital, a partir de importações, recorre-se ao financiamento externo. Porém, quando este se contrai e há proteção da renda doméstica, ocorrem dificuldades para a importação e surgem oportunidades de desenvolver atividades em novos setores. Nesse sentido, observa-se que o processo de substituição de importação teve início em bens de consumo mais simples e foi se direcionando, progressivamente, a partir de sucessivos estrangulamentos externos e da atuação estatal, por meio de instrumentos tarifários, restrições quantitativas e taxas múltiplas de câmbio, para bens de maior grau de sofisticação tecnológica, como bens de consumo duráveis e insumos industrializados. Segundo Tavares (1975):

“A substituição inicia-se, normalmente, pela via mais fácil de produção de bens de consumo terminados, não só porque a tecnologia nela empregada é, em geral, menos complexa e de maior intensidade de capital, como principalmente porque para estes é maior a reserva do mercado, quer a preexistente quer a provocada pela política de comércio exterior adotada como medida de defesa” (Tavares, 1975, p.42).

Mais ainda:

“Por um lado, a instalação de unidades industriais para produzir internamente bens de consumo final que antes se importavam tende a expandir o mercado interno desses mesmos bens, não só pelo próprio crescimento da renda decorrente do processo de investimento, como pela inexistência de restrições internas análogas às que limitavam as importações desses produtos. Por outro lado, a sua produção, como já vimos, apenas substitui uma parte do valor agregado, anteriormente gerado fora da economia. Em consequência, a demanda derivada por importações de matérias-primas e outros insumos cresce rapidamente, tendendo a ultrapassar as disponibilidades de divisas” (Tavares, 1975, p. 42-43)

Assim, a escassez de divisas estrangeiras torna os países periféricos suscetíveis a estrangulamentos externos, que limitam a obtenção de bens de capital e, portanto, o investimento, a não ser que haja um esforço deliberado de planejamento e realização de políticas pelo governo que antecipe as dificuldades de balanço de pagamentos e busque

criar ou expandir simultaneamente setores estratégicos para o desenvolvimento nacional. Em relação a este último ponto, Tavares (1998) destaca que o Brasil, durante a segunda metade da década de 1950, conseguiu diversificar e expandir a sua estrutura produtiva, a partir da articulação entre o Estado, por meio de investimentos públicos, subsídios públicos e tarifas diferenciadas sobre importações, e empresas estrangeiras, por meio de suas filiais. Dessa forma, instalou-se uma capacidade produtiva de dimensão superior à demanda existente, reduzindo à suscetibilidade da economia brasileira ao surgimento de sucessivos estrangulamentos externos. Nas palavras da autora:

“Na verdade, na dinâmica ‘externa-interna’, as importações derivadas desse novo complexo industrial ultrapassariam em breve espaço de tempo o montante de demanda das ‘importações substituídas’, conduzindo a mais fortes restrições de balanço de pagamentos. No entanto, as filias estrangeiras que instalaram no período 1956/61 vieram para ficar, e como manda a boa técnica do oligopólio diferenciado, instalaram capacidade produtiva bem na frente da demanda preexistente, e prepararam-se para financiar suas próprias importações e, posteriormente, forçar a diversificação de consumo tão logo este se desacelerou ao ajustar-se ao crescimento espontâneo do mercado” (Tavares, 1998, p. 146).

Além dos estrangulamentos externos, Prebisch (2000a; 2000b) e Furtado (1983) observam a existência de dois outros obstáculos para formação de capital nos países da América Latina. O primeiro consistiria na indivisibilidade do capital em conjunto com a reduzida dimensão do seu mercado consumidor. O fato das máquinas e equipamentos investidos na periferia serem provenientes do centro, que é detentor do conhecimento tecnológico mais próximo à fronteira do paradigma vigente, implica que ele busca atender as suas condições estruturais e o seu mercado consumidor. Mais precisamente, o bem de capital proveniente das economias centrais normalmente visa atender processos produtivos de maior escala do que os observados nas economias periféricas. Nestas, a concentração de renda e a baixa média salarial exercem impactos negativos sobre a demanda doméstica, o que tende a reduzir os investimentos em setores de maior sofisticação técnica, uma vez que compromete a sua lucratividade. Utilizando a terminologia pós-keynesiana delineada no capítulo anterior, o preço de oferta do capital é, muitas vezes, superior ao preço de demanda, limitando o investimento em processos produtivos mais avançados.

Ademais, é importante ressaltar que a tecnologia é predominantemente gerada nos centros e difundida para outros países, tanto centrais quanto periféricos. Assim, ela

reflete a dotação de recursos do centro, que é intensivo em capital e não demanda uma quantidade muito expressiva de trabalho. Mais especificamente, as técnicas subjacentes às máquinas e aos equipamentos normalmente visam a solucionar um problema de inelasticidade da oferta de mão de obra, nas economias centrais, levando a uma diminuição da demanda por trabalho por parte das firmas. Porém, as economias periféricas geralmente possuem excedente estrutural de mão de obra, ou seja, a utilização de bens de capital importados ou concebidos segundo tecnologia gerada pelo centro tende a aumentar a concentração de renda e a gerar pressão descendente sobre o nível salarial, reduzindo, assim, a dimensão do mercado interno. Isso, por sua vez, pode tornar ainda menor o preço de demanda do capital em comparação com o preço de oferta, reduzindo o incentivo para investir.

O segundo obstáculo identificado por Prebisch (2000a; 2000b) e Furtado (1983) diz respeito à escassez de poupança doméstica nas economias periféricas. Para os autores, a baixa produtividade leva a reduzidos níveis de renda, o que, por sua vez, tem como consequência a escassez de recursos poupados. Apesar do raciocínio sobre a causalidade entre renda e poupança estar correto, há uma confusão entre poupança e financiamento no argumento desenvolvido por eles, o que os leva a considerar que a poupança precede logicamente o investimento. Isso pode ser visto, por exemplo, na seguinte passagem, em que Prebisch (2000a) considera a escassez de poupança como um problema típico da América Latina:

“Com efeito, a produtividade desses países é muito baixa, porque falta capital; e falta capital por ser muito estreita a margem de poupança, em virtude dessa baixa produtividade. Para romper esse círculo vicioso, sem deprimir exageradamente o atual consumo das massas, em geral muito baixo, é necessária a ajuda transitória do capital estrangeiro” (Prebisch, 2000a, p. 109)

Essa preocupação com a poupança, como elemento necessário para o investimento, demonstra uma lacuna no pensamento estruturalista cepalino no que se refere à dinâmica monetária e financeira associada ao desenvolvimento de instituições capitalistas mais modernas, como os bancos e os mecanismos de empréstimos interbancários. Ao considerarem que o volume de poupança determina o montante de investimento, a análise Cepalina está centrada no que Chick (1994) classificou como primeiro estágio do desenvolvimento bancário, no qual as instituições financeiras atuam apenas como meros intermediários entre poupadores e investidores.

No entanto, é importante lembrar que, apesar da discussão sobre poupança, investimento e o papel do sistema bancário estar presente nas controvérsias teóricas de 1936 e 1937, ela realmente ganha força nos anos 1970, com a publicação e a divulgação dos trabalhos elaborados por Keynes após sua obra “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”. Até então, os trabalhos considerados pós-keynesianos concentravam sua análise no papel da demanda efetiva sobre o processo de crescimento e desenvolvimento econômico. Além disso, até meados da década de 1970, a América Latina, objeto de análise da Cepal, não possuía sistema financeiro desenvolvido, de forma que o financiamento doméstico ao investimento somente poderia ser obtido a partir da redução da parcela da renda destinada ao consumo. Diante disso, é possível contextualizar e compreender melhor o tratamento da poupança e do investimento nas obras mais tradicionais da Cepal.

Ademais, é possível verificar que a concepção estruturalista do sistema centro-periferia é centrada em variáveis reais, tais como a diferenciação entre a estrutura produtiva dos países e suas consequências para o comércio internacional. Para uma análise mais completa, de forma a contemplar a moeda como um elemento essencial na interpretação da trajetória de desenvolvimento das diversas economias capitalistas, é necessário levar em consideração também as diferenças entre as estruturas financeiras características do centro e da periferia, bem como a maneira em que os países se inserem no sistema monetário e financeiro internacionais, enfatizada pelo referencial teórico pós-keynesiano.

#### **4.2 O Neoestruturalismo Cepalino e as Assimetrias Tecnológicas**

Diante dos acontecimentos históricos observados a partir da década de 1980, e tendo em vista a metodologia histórico-estruturalista do pensamento da Cepal, verifica-se uma mudança de parte do seu foco de análise e a introdução de novos conceitos na sua abordagem sobre as especificidades da América Latina como economias periféricas, em comparação aos países centrais do sistema (Bielschowsky, 2000; Bielschowsky, 2009; Rodriguez, 2009; Missio, Jayme Jr e Oreiro, 2015). Entre os principais eventos levados em consideração pela Cepal a partir de então, destacam-se: (i) a súbita interrupção do financiamento externo para a região, na década de 1980, em conjunto com a elevação da taxa de juros internacional; (ii) a piora na performance

macroeconômica dos países latino-americanos, que apresentaram baixas taxas de crescimento econômico, ao longo da década de 1980, combinadas com inflação elevada; (iii) as reformas liberalizantes da década de 1990, que resultaram em abertura comercial e financeira e privatização, seguindo receituário do Consenso de Washington; e (iv) as instabilidades macroeconômicas ocorridas ao longo da década de 1990 e início dos anos 2000.

Apesar de uma maior ênfase, na década de 1980, nas questões macroeconômicas de curto prazo, como inflação, dívida externa e ajuste, em comparação com pensamento cepalino mais tradicional, as obras de Fernando Fajnzylber publicadas nesse período abordam as dificuldades e desafios para o crescimento de longo prazo da América Latina, utilizando conceitos e análises próximas ao referencial neo-schumpeteriano. O autor questiona a forma como a industrialização vinha ocorrendo na região, entendendo-se que o desenvolvimento dos setores manufatureiros, a partir do processo de substituição de importação, foi baseado em uma imitação passiva das tecnologias utilizadas nos países centrais. Nas palavras de Fajnzylber (2000):

“Ao que parece, portanto, o traço central do processo de desenvolvimento latino-americano é a incorporação insuficiente do progresso técnico – sua contribuição escassa de um pensamento original, baseado na realidade, para definir o leque de decisões que a transformação econômica e social pressupõe” (Fajnzylber, 2000, p. 857)

Nesse sentido, passou-se a analisar e enfatizar as deficiências no exercício da criatividade e nos processos de aprendizado, considerados como pré-requisitos para o avanço tecnológico contínuo e aumento da competitividade internacional dos países periféricos (Rodríguez, 2009). As obras de Fajnzylber fornecem a base, então, para o surgimento do neoestruturalismo cepalino, enfatizando que apenas a industrialização, sem a devida atenção para o esforço de aprendizado e geração de novas tecnologias, não resolve os problemas de subdesenvolvimento da América Latina.

Apesar do pensamento estruturalista ressaltar que as assimetrias produtivas entre centro e periferia são resultantes do processo histórico de difusão do progresso tecnológico gerado continuamente a partir da revolução industrial, os autores cepalinos mais tradicionais não chamam suficiente atenção para o caráter endógeno da tecnologia, resultante de um esforço realizado pelas firmas e da sua interação com instituições de ensino e pesquisa. Este passa a ser uma preocupação central dos trabalhos

neoestruturalistas, que se aproximam crescentemente ao referencial teórico neoschumpeteriano. Sobre a complementaridade entre esses enfoques, Bielschowsky (2009) observa:

“La fusión de los enfoques schumpeterianos y estructuralista no sorprende, dada la prioridad que ambos atribuyen al análisis de las tendencias históricas en el terreno productivo. El acento neoschumpeteriano en la formación y acumulación de conocimiento mediante el proceso de aprendizaje de las empresas, en el efecto de las decisiones del pasado sobre las del presente (*path-dependency*) y en la modificación de los paradigmas tecnoeconómicos son elementos enriquecedores del enfoque histórico-estructural aplicado por la CEPAL, en su intento por comprender las transformaciones de las estructuras productivas en condiciones de subdesarrollo y heterogeneidad estructural” (Bielschowsky, 2009, p. 183)

Na abordagem do desenvolvimento econômico, o neoestruturalismo cepalino enfatiza a necessidade de combinação entre crescimento, acumulação de capital e progresso técnico e arranjos institucionais, utilizando para isso o conceito de eficiência dinâmica<sup>38</sup>. Em outras palavras, para que o crescimento econômico seja sustentável a longo prazo e se traduza em desenvolvimento, é preciso que ele se apoie em uma dinâmica de acumulação de capital, que propicie a incorporação contínua do progresso técnico.

No que se refere especificamente à inserção internacional dos países periféricos, o neoestruturalismo se diferencia do estruturalismo por colocar menor ênfase na composição puramente setorial da pauta exportadora, dando maior destaque ao impacto do progresso técnico sobre a competitividade internacional das economias periféricas. Nesse sentido, critica-se também a ideia ortodoxa segundo a qual os países devem se especializar na produção de bens ou serviços que utilizem os fatores produtivos com maior disponibilidade ou abundância interna e, portanto, com menor custo em comparação ao resto do mundo. Para o neoestruturalismo, a competitividade resultante de baixos salários ou baixos custos de matéria-prima tem um caráter espúrio, tendendo a ser anulada pelo progresso técnico, que gera novos processos ou novos produtos, de forma a modificar as relações de custos inicialmente associadas à dotação de fatores produtivos (Rodríguez, 2009).

---

<sup>38</sup> A eficiência dinâmica se diferencia da eficiência estática utilizada pela teoria neoclássica, que considera como alocação ótima dos recursos aquela que resulta na igualdade entre os seus respectivos rendimentos ou utilidades marginais.

A competitividade autêntica, de maior sustentabilidade ao longo do tempo, é proveniente do progresso técnico contínuo. A agregação de conhecimento aos bens e serviços domésticos, em conjunto com o aumento do encadeamento entre os diversos setores e segmentos produtivos e com a redução da heterogeneidade setorial, favorece a inserção internacional das economias periféricas, ao aumentar as suas receitas de exportação e, conseqüentemente, a disponibilidade de divisas para fazer face aos gastos com importação e aos compromissos financeiros em moeda estrangeira.

No pensamento neoestruturalista, a abertura comercial ganha particular importância, uma vez que se considera a competição internacional fundamental para o fornecimento de incentivos para que as firmas aprimorem seus processos produtivos, de forma a incorporar continuamente o progresso técnico em suas atividades e a aumentar o valor agregado dos bens e serviços domésticos. Nesse sentido, Bielschowsky (2000) destaca que o próprio estruturalismo cepalino, a partir da década de 1960, já começa a apresentar uma certa cautela com as recomendações de medidas de substituição de importações, devido às distorções e ineficiências que elas podem gerar, havendo uma ênfase crescente na reorientação da industrialização para promoção de exportações.

Particularmente, os trabalhos da Cepal, a partir do final da década de 1980, prescrevem que os instrumentos que buscam proteger a indústria dos países periféricos da competição externa devem ser apenas temporários, uma vez que diminuem os incentivos para a incorporação contínua de progresso técnico, dificultando o *catching-up* em relação aos países centrais. Por um lado, ressalta-se que a abertura comercial reduz os custos da absorção de tecnologias geradas em outros países. Por outro lado, defende-se que a expansão das exportações permite maior diluição dos custos associados aos gastos com inovação tecnológica, ao aumentar o mercado consumidor pelos bens e serviços de maior valor agregado.

Ademais, a incorporação de conteúdo tecnológico nos bens e serviços, vista como condição necessária para o aumento da competitividade autêntica, é considerada como reflexo do sistema nacional de inovação. Este consiste no ambiente institucional que engloba as interações entre os diversos setores produtivos, as instituições financeiras e os institutos de ensino e pesquisa, que propicia os incentivos para a realização de atividades de inovação tecnológica. Nesse sentido, os distintos graus de desenvolvimento dos sistemas nacionais de inovação dos países periféricos em

comparação com os dos países centrais explicam o diferencial de competitividade das suas firmas no comércio internacional de bens e serviços. Assim, as dificuldades sistemáticas de obtenção de superávits comerciais e o conseqüente estrangulamento externo das economias latino-americanas estão associados, segundo o neoestruturalismo cepalino, ao baixo grau de desenvolvimento dos seus sistemas nacionais de inovação, que não fornecem incentivos suficientes para a geração contínua de progresso técnico.

### **4.3 A Vulnerabilidade Externa dos Países Periféricos Segundo o Neoestruturalismo**

Ainda no âmbito do pensamento neoestruturalista, alguns trabalhos publicados a partir da década de 1990 demonstram clara preocupação com a vulnerabilidade da América Latina à volatilidade dos fluxos internacionais de capitais, propiciada pela liberalização financeira (Bielschowsky, 2009; Rodriguez, 2009). De fato, observou-se, nesse período, a ocorrência de sucessivas crises nas economias periféricas, sempre associadas a um volumoso influxo de capital de curto prazo seguido por uma fuga substancial deste. Dessa forma, alguns estudos produzidos pela Cepal e por economistas neoestruturalistas, como Abeles e Valdecantos (2016), Cepal (2001) e Ffrench-Davis e Ocampo (2001), focaram as suas análises na composição do balanço de pagamento dos países latino-americanos, com ênfase nos componentes da conta financeira, e seus impactos sobre a instabilidade macroeconômica e sobre o processo de desenvolvimento dessas economias.

Ao tratar da vulnerabilidade externa latino-americana, Abeles e Valdecantos (2016) a considera não somente como a suscetibilidade a choques de origem externa às economias domésticas, mas também como a falta de capacidade interna de lidar com essas contingências, por meio dos estoques de recursos disponíveis e de políticas macroeconômicas anticíclicas. Nesse sentido, enfatiza-se a existência tanto de uma dimensão externa, quanto de uma interna. Segundo os autores:

“En línea com esta definición, la vulnerabilidade externa de un país se encuentra asociada tanto a los riesgos que su economía enfrenta de ser negativamente afectada por un acontecimiento de origen externo, como a su mayor o menor capacidad para enfrentar estos riesgos sin caer en una crisis de balances de pagos; o aún sin caer en una crisis, a su mayor o

menor capacidade para restablecer el crecimiento em contextos recesivos derivados de factores contractivos internos” (Abeles e Valdecantos, 2016, p. 11).

Ademais, Abeles e Valdecantos (2016) diferenciam a vulnerabilidade real da vulnerabilidade financeira. A primeira diz respeito a exposição do desempenho macroeconômico doméstico a oscilações nos termos de troca ou nas trajetórias das principais economias que importam os bens produzidos no país em consideração. Como já ressaltado pelos estruturalistas tradicionais, essa vulnerabilidade é tanto maior quanto mais concentrada em *commodities* for a pauta exportadora ou quanto mais limitado for o conjunto de países importadores da economia em análise. Por sua vez, a vulnerabilidade financeira consiste na suscetibilidade a variações nos fluxos de capital internacional. Assim, chama-se atenção também para as variáveis financeiras, além das reais, na explicação das fragilidades externas apresentadas pelos países da América Latina.

No que diz respeito ao componente financeiro da vulnerabilidade externa, Ffrench-Davis (2014), Cepal (2001), Ocampo (2001) e Ffrench-Davis e Ocampo (2001), assim como os autores pós-keynesianos, destacam a predominância do comportamento especulativo por parte dos investidores internacionais, favorecido pelo processo crescente de desregulamentação financeira, iniciado no final da década de 1970 em várias partes do mundo, e pelo movimento de abertura da conta de capital de diversos países. Nesse sentido, parte substancial dos fluxos de capital entre as fronteiras nacionais passaram a ter como objetivo a obtenção de ganhos de curto prazo, propiciados por variações nas taxas de câmbio, nas taxas de juros e nos preços dos ativos.

Para o caso dos países da América Latina, os trabalhos neoestruturalistas observam que, no início da década de 1990, período em que se aprofundou o processo de abertura financeira da maioria das economias da região, parte expressiva dos ativos encontrava-se depreciada, devido à elevada inflação, à crise da dívida externa e ao processo de ajuste macroeconômico, verificados ao longo da década de 1980. Com a abertura financeira, os investidores internacionais perceberam a oportunidade de obtenção de ganhos com a valorização de curto prazo desses ativos. Dessa forma, houve crescimento de influxo de capital para os países da região enquanto havia expectativa otimista quanto à apreciação dos ativos e à valorização da taxa de câmbio.

A primeira reversão de expectativas ocorreu com a crise do México, em 1994. Porém, posteriormente, nos anos 1996-1997, depois da desvalorização das moedas e dos demais ativos da região, iniciou-se novamente um processo de influxo de capital de curto prazo em direção às economias latino-americanas. Entretanto, a crise asiática, deflagrada em 1997, influenciou negativamente as expectativas dos investidores, o que levou a um movimento de fuga de capital da América Latina (Ffrench-Davis e Ocampo, 2001). Ainda no início dos anos 2000, alguns países enfrentaram problemas de balanço de pagamento devido à volatilidade do movimento de capital internacional de curto prazo, como foi o caso da Argentina, em 2001 e 2002.

Os trabalhos neoestruturalistas ressaltam, em primeiro lugar, o aumento do peso de fluxos de curto prazo, a partir da década de 1990, na conta financeira dos países latino-americanos, havendo destaque para os empréstimos interbancários<sup>39</sup>. Isso, por sua vez, favoreceu a ocorrência de descasamentos de prazo e de unidade de conta entre passivos e ativos dos residentes na região. Dessa forma, o aumento dos influxos de capital em direção aos países da América Latina implicaram em aumento da sua vulnerabilidade em relação a variações na taxa de câmbio e na taxa de juros internacional, advindas de reversões nas expectativas dos investidores.

Em segundo lugar, observa-se que o desempenho macroeconômico desses países está diretamente relacionado às variações tanto nos fluxos internacionais de capital, quanto nos termos de troca, conforme destacado por Abeles e Valdecantos (2016). Segundo Ffrench-Davis (2014), o aumento no influxo de capital normalmente exerce impacto positivo sobre a demanda doméstica, o que aumenta o nível de utilização da capacidade instalada, que estava ociosa devido ao período prévio de contração da demanda, e incentiva a realização de investimentos. No entanto, essa fase de prosperidade dura pouco tempo, sendo alternada pela piora do desempenho macroeconômico, associado à fuga de capitais internacionais, que tem impacto negativo sobre a demanda. Nesse sentido, os investimentos iniciados no período de crescimento são interrompidos, não resultando em aumentos significativos da capacidade produtiva, exceto no setor produtor de *commodities*.

---

<sup>39</sup> Nesse sentido, Ffrench-Davis e Ocampo (2001) observam que, enquanto na década de 1970, havia um predomínio dos fluxos de capital de longo prazo destinados a financiar o setor público, a partir da década de 1990, o financiamento externo tem caráter de curto prazo, sendo mais voltado para o setor privado.

Os pensadores neoestruturalistas ressaltam que as variações dos fluxos de capital têm efeito predominante sobre a trajetória macroeconômica de curto prazo das economias latino-americanas, levando a um aumento da sua instabilidade. Os fluxos voláteis não costumam exercer impactos benéficos duradores e expressivos sobre a estrutura produtiva desses países. Pelo contrário, as oscilações dos movimentos de capital criam obstáculos para a expansão da capacidade instalada, gerando uma brecha recessiva recorrente. Nas palavras de Ffrench-Davis (2014):

“La inestabilidad de la economía real implica que, en los contextos recessivos, el PIB efectivo puede estar muy por debajo del PIB\* [*potencial*] por prolongados plazos, lo que afecta su evolución futura, por sus efectos depresivos sobre la inversión productiva, el empleo y la innovación. En cambio, en los períodos de auge, es evidente que la frontera productiva establece un limite para la recuperación del PIB efectivo; solo por plazos breves el nivel del PIB efectivo puede superar al nivel del PIB\*” (Ffrench-Davis, 2014, p. 7)

Apesar de observarem que o aumento dos influxos de capital internacional estão associados a uma melhoria dos indicadores de desempenho macroeconômico de curto prazo, Ffrench-Davis (2014) e Ffrench-Davis e Ocampo (2001) enfatizam o resultado negativo sobre o saldo em transações correntes e sobre a estrutura produtiva dos países latino-americanos. Mais precisamente, a valorização da taxa de câmbio resultante do crescimento do influxo líquido de capital leva a um aumento das importações, desincentivando a produção e os investimentos nos setores de bens manufaturados transacionáveis. A taxa de câmbio permanece competitiva apenas para os bens primários, levando ao que a literatura denomina por “doença holandesa”<sup>40</sup>, que tende a agravar a heterogeneidade estrutural, aumentando a concentração da pauta exportadora em bens primários. Assim, aumenta-se também a vulnerabilidade real desses países.

Ademais, Medeiros (2013) destaca que, nos países com abundância em recursos naturais, os próprios movimentos de capital externo são influenciados pelas especulações quanto às cotações futuras de *commodities*, no cenário internacional. Nesse sentido, a expectativa de apreciação (depreciação) desses bens tende a aumentar (diminuir) a atratividade da economia doméstica em relação aos investidores estrangeiros, o que melhora a sua situação de solvência externa. Em outras palavras, a vulnerabilidade financeira das economias primário-exportadoras tende a estar acompanhada pela vulnerabilidade real.

---

<sup>40</sup> Bresser-Pereira e Gala (2010) aprofundam melhor esse tema.

Medeiros (2013) também enfatiza que, no momento de alta dos preços internacionais de *commodities*, apesar da melhoria no desempenho macroeconômico desses países, propiciada pelo influxo de capital externo e pelo aumento da arrecadação dos tributos incidentes sobre as receitas de exportações, não há estímulo suficiente para a mudança estrutural. Tanto a valorização da taxa de câmbio nominal quanto a melhoria nos termos de troca colocam a extração de recursos naturais como a principal prioridade das políticas de desenvolvimento produtivo nacional em detrimento dos demais setores. Por sua vez, nos momentos de queda dos preços internacionais de *commodities*, a restrição fiscal decorrente da dependência arrecadatória em relação às receitas de exportação dificulta a realização de investimentos públicos ou de políticas de incentivos que favoreçam a expansão da indústria de transformação e a diversificação da estrutura produtiva.

Por fim, ainda no que se refere às vulnerabilidades financeiras, trabalhos como Ocampo (2001) e Ffrench-Davis e Ocampo (2001) enfatizam a presença de falhas de mercado no cenário internacional, transcendendo as economias domésticas isoladamente. Nesse sentido, reformas estruturais nacionais, que busquem, por exemplo, resolver problemas de assimetrias de informação e aumentar a transparência e o controle sobre os mercados financeiros domésticos, não garantiriam por si só a redução da instabilidade macroeconômica resultante da volatilidade dos fluxos de capital. Para atenuar a vulnerabilidade externa dos países periféricos, seria necessária uma reforma ampla do sistema financeiro internacional, reduzindo as suas assimetrias. Dessa forma, é possível verificar um distanciamento do neoestruturalismo em relação ao pensamento ortodoxo, mesmo que utilizando alguns conceitos e elementos presentes na teoria novo-keynesiana, como a existência de falhas nos mercados financeiros (Stiglitz, 1991; Mankiw, 1990).

É possível então verificar a existência de certa convergência entre os pensamentos pós-keynesiano e neoestruturalista cepalino no que diz respeito aos impactos exercidos pela volatilidade dos fluxos internacionais de capital sobre a instabilidade macroeconômica, o investimento e o desenvolvimento socioeconômico. Isso leva às duas escolas de pensamento econômico a serem mais cautelosas e reticentes quanto à abertura financeira, posicionando-se a favor, por exemplo, de controles de capital. No entanto, o neoestruturalismo carece de um maior aprofundamento quanto à incerteza, as especificidades da moeda e o processo de determinação do portfólio dos

investidores estrangeiros e suas repercussões sobre o grau de vulnerabilidade externa apresentada pelas economias periféricas.

Não se verifica, nos trabalhos neoestruturalistas, qualquer vinculação explícita entre a incerteza, o processo de escolha de ativos por parte dos agentes, nos moldes da teoria da preferência pela liquidez pós-keynesiana, e a volatilidade dos fluxos de capital entre as fronteiras dos países periféricos. Em outras palavras, não há uma associação clara entre a preferência por ativos de maior liquidez no ambiente internacional, como, por exemplo, aqueles denominados em moeda de maior conversibilidade e/ou de curto prazo, a variação da percepção sobre a incerteza por parte dos investidores internacionais e a volatilidade macroeconômica apresentada pela periferia. Nesse aspecto, há espaço então para uma conciliação entre as teorias neoestruturalistas e a pós-keynesiana, levando em consideração a preocupação de ambas em relação ao aumento da vulnerabilidade externa, no contexto de globalização financeira.

Outra lacuna encontrada nos trabalhos neoestruturalistas da Cepal, que pode ser complementada por elementos pós-keynesianos, diz respeito à preocupação em relação à insuficiência e a destinação da poupança doméstica<sup>41</sup>, resultante da natureza da inserção dos países periféricos nos mercados financeiros globais e do baixo grau de desenvolvimento dos mercados financeiros internos, sem considerar explicitamente o mecanismo de financiamento e consolidação do investimento em economias periféricas e suas consequências sobre a fragilidade financeira.

Segundo Cepal (2001) e Ffrench-Davis e Ocampo (2001), um dos principais impactos negativos da abertura financeira das economias latino-americanas consistiria em um incentivo ao consumo, nos momentos de crescimento do influxo de capital internacional. Assim, haveria uma substituição da poupança doméstica pela poupança externa, a qual estaria disponível apenas enquanto os investidores estrangeiros possuísem expectativas favoráveis. Isso criaria, então, um processo de dependência em relação à poupança externa, que é canalizada principalmente para os gastos de consumo, não tendo impactos significativos sobre o crescimento econômico de longo prazo. O entendimento neoestruturalista sobre a poupança externa e seu impacto sobre o investimento e o consumo pode ser visto, por exemplo, nos seguintes trechos:

---

<sup>41</sup> Mais uma vez, é importante ressaltar que a poupança, segundo Keynes (1937b; 1937c) abrange não só os recursos destinados à compra de ações, títulos de dívida e depósitos, como o próprio entesouramento.

“The Latin American experience in recent decades also provides compelling evidence that the way investment is financed is not irrelevant, because external savings are unstable and may crowd out domestic saving” (Ffrench-Davis e Ocampo, 2001, p. 29)

Ou ainda:

“Assim, toda nova dívida consiste, por definição, no uso da poupança de outros agentes. Essa utilização da poupança alheia pode financiar dívidas de consumo, perdas transitórias, reprogramação de juros e amortização de dívidas, aquisição de ativos financeiros ou de ativos fixos preexistentes ou déficits fiscais. Os investimentos produtivos competem pelo acesso ao financiamento com esses e outros usos alternativos da poupança. Por conseguinte, a poupança financeira nem sempre coincide com a poupança nacional” (Cepal, 2001, p. 144)

Por um lado, ao se observar o termo “financiamento” (*finance*) do investimento ao invés de “consolidação” (*funding*), na leitura dos trechos acima, é possível interpretar a análise neoestruturalista como estando centrada na igualdade *ex-ante* entre poupança e investimento. Em trabalhos pós-keynesianos como Chick (1998) e Studart (1992, 1993), o termo “*finance*” se refere à obtenção de recursos necessários para a viabilização da decisão de investir, estando relacionado ao investimento *ex-ante*. Por sua vez, o termo “*funding*” diz respeito à canalização de recursos para a compatibilização de prazo do passivo com o prazo de maturação do investimento, estando relacionado à variável *ex-post*, uma vez que a decisão já foi tomada. Na medida em que os trechos acima não diferenciam esses dois processos e enfatizam a poupança como principal fonte de financiamento do investimento, pode-se interpretar que os autores assumem que ela precede logicamente a decisão de comprar bens de capital. Segundo essa leitura, esses trabalhos não estariam levando em consideração a capacidade de o sistema bancário ofertar financiamento sem poupança prévia.

Por outro lado, ao se verificar a preocupação analítica com a destinação da poupança, é possível assumir outra interpretação: a de que os trechos estariam se referindo à igualdade contábil entre as variáveis, ainda que utilizando o termo “*finance*” como sinônimo de “*funding*”, ou seja, “financiamento” consistiria, nesse caso, na obtenção de recursos para compatibilizar o prazo do passivo contraído com o prazo de maturação do investimento já iniciado. Segundo esta leitura, caso a poupança seja canalizada para finalidade diferente da consolidação do investimento financiado previamente, ou seja, caso seja destinada para viabilizar gastos de consumo, ela deixa de ser funcional ao desenvolvimento econômico, o que pode fragilizar a economia,

segundo os argumentos pós-keynesianos (Chick, 1998; Studart, 1992, 1993). Nesse sentido, além da destinação da poupança externa por si só, os neoestruturalistas estariam chamando atenção também para a diminuição da poupança nacional que ela geraria, uma vez que incentivaria o consumo. Assim, além de não haver um direcionamento da poupança externa para a consolidação dos gastos de investimento, o *funding* doméstico passaria a ser comprometido pelo aumento da participação do consumo sobre a renda nacional. O resultado final disso seria um aumento da fragilidade financeira da economia doméstica e um baixo desenvolvimento da estrutura produtiva.

Apesar da compatibilidade da segunda interpretação com a teoria pós-keynesiana, a argumentação utilizada ainda estaria pouco precisa, uma vez que não diferencia “*finance*” de “*funding*” e não torna explícito o circuito financiamento-investimento-poupança-*funding* em economias abertas e o papel da poupança externa nele. Isso é feito por trabalhos pós-keynesianos como, por exemplo, Resende (2007), que analisa o caso de uma economia hipotética que importa bens de capital para a realização dos seus investimentos, recorrendo, para isso, ao financiamento estrangeiro. Nesse caso, o crescimento da renda e a poupança resultantes do investimento ocorrem no exterior, não na economia financiada. Para que essa poupança externa (*funding*) seja canalizada para a consolidação do investimento realizado, é preciso que este resulte em aumento da produção doméstica e das exportações. Estas, por sua vez, permitem a compatibilização de unidades de conta e prazos entre ativos e passivos, reduzindo a fragilidade financeira externa.

Quanto à existência mecanismos institucionais de canalização da poupança doméstica para o investimento *ex-post*, há trabalhos neoestruturalistas, produzidos no âmbito da Cepal, como Vera e Pérez-Caldentey (2015) e Vera e Titelman (2013), que observam o baixo grau de desenvolvimento do sistema bancário privado e dos mercados de capital nas economias da América Latina. Nesse sentido, destaca-se que os créditos concedidos pelos bancos privados, nessa região, são predominantemente de curto prazo e apresentam elevadas taxas de juros, sendo incompatíveis, portanto, com os prazos de maturação dos investimentos e com as perspectivas de retorno monetário futuro. Ademais, observa-se que os mercados de capitais dos países da América Latina possuem, em geral, pouca profundidade e liquidez. Há, então, um espectro limitado de ativos financeiros, de baixa liquidez, o que dificulta a mobilização da poupança doméstica e a consolidação do investimento.

Ora, esses pontos a respeito do desenvolvimento dos sistemas financeiros domésticos têm sido destacados também por autores pós-keynesianos, como Studart (1992;1993), Chick (1998), Mollo (2005) e Hermann (2014), que, em geral, atribuem o prazo e a taxa de juros dos empréstimos dos bancos privados à preferência pela liquidez desses agentes e enfatizam a importância de um mercado de capitais profundo, com uma oferta de ativos financeiros que reflitam a preferência pela liquidez dos poupadores e, ao mesmo tempo, estejam compatíveis com o investimento produtivo. Dessa forma, observa-se mais um espaço de complementaridade entre o pensamento neoestruturalista e a teoria pós-keynesiana de preferência pela liquidez.

Verifica-se, portanto, que a interpretação neoestruturalista a respeito da vulnerabilidade externa latino-americana, em vários aspectos, aproxima-se aos elementos contidos na teoria pós-keynesiana. No entanto, esta se diferencia por apresentar um maior aprofundamento analítico quanto ao processo de decisão dos agentes, inclusive os atuantes nos mercados internacionais, na composição de seus portfólios, ressaltando a importância do atributo de liquidez. Para obter uma caracterização mais completa do sistema centro-periferia, que concilie os elementos desses dois arcabouços teóricos, a próxima seção buscará explorar as particularidades da inserção dos países periféricos nos sistemas financeiro e monetário internacionais, utilizando os principais argumentos da teoria da preferência pela liquidez pós-keynesiana.

#### **4.4 Assimetrias Monetárias e Financeiras**

Uma melhor compreensão da polarização entre centro e periferia, no sistema financeiro internacional, e da sua consequência sobre a instabilidade macroeconômica dos países periféricos requer a retomada dos conceitos introduzidos no capítulo 3 deste trabalho, subjacentes à teoria da preferência pela liquidez e à hipótese de fragilidade financeira para economias abertas. Assim, é importante lembrar, inicialmente, da existência de uma hierarquia entre as moedas nacionais em âmbito internacional, relacionada à sua capacidade de desempenhar as funções de meio de pagamento, reserva de valor e unidade de conta, no cenário externo, o que é consequência de fatores geopolíticos e geoeconômicos (De Conti, Prates e Plihon, 2015; 2014).

As moedas emitidas pelas economias periféricas têm ocupado posição inferior nessa hierarquia, refletindo sua baixa liquidez em comparação com as moedas dos países centrais, como o dólar. O fato de as moedas dos países periféricos não conseguirem desempenhar satisfatoriamente as suas funções clássicas no cenário internacional resultam em uma reduzida capacidade de emissão de passivos externos nelas denominados (Carneiro, 1999; Prates, 2002). Isso, por sua vez, propicia a existência de descasamentos de unidades de conta entre ativos e passivos, no contexto de abertura financeira. Ao facilitar e reduzir os custos operacionais das transações financeiras internacionais, a globalização financeira tem o potencial de ampliar os passivos dos países periféricos denominados em moeda estrangeira, tornando-os vulneráveis a oscilações nas taxas de câmbio e de juros internacionais, que geralmente refletem a preferência pela liquidez dos investidores externos.

Outra consequência importante da posição inferior das moedas periféricas do sistema monetário internacional diz respeito ao seu efeito sobre a dinâmica da taxa de juros doméstica. Conforme destacado por Keynes (1937b, 1937c), a taxa de juros consiste no prêmio exigido pelo agente econômico para abrir mão da liquidez absoluta representada pela moeda. Em uma economia aberta e no contexto de globalização financeira, a taxa de juros seria o prêmio para abrir mão do dólar, a moeda com maior liquidez internacional. Nesse sentido, a taxa de juros internacional seria a remuneração pela relativa<sup>42</sup> iliquidez dos títulos públicos de curto prazo do país emissor da divisa-chave, ou seja, dos Estados Unidos. Em outras palavras, a taxa de juros internacional é equivalente a taxa de juros básica norte-americana.

Dentre os ativos financeiros transacionados internacionalmente, o título público de curto prazo emitido pelo Tesouro norte-americano tende a ser o de maior liquidez. Tendo em vista que os investidores internacionais comparam a liquidez e o retorno entre os diversos ativos, no processo de escolha do seu portfólio, a taxa de juros básica dos Estados Unidos tende a ser o piso das demais taxas de juros, uma vez que remunera o ativo financeiro de maior liquidez em termos mundiais. Os demais ativos financeiros globais, para serem atrativos, devem oferecer retornos financeiros maiores que a taxa de juros norte-americana.

---

<sup>42</sup> O termo “relativa” é usado aqui, porque os títulos públicos de curto prazo norte-americanos são menos líquidos que o dólar em espécie, porém são mais líquidos que grande parte dos demais ativos emitidos pelos Estados Unidos e pelo resto do mundo.

Devido à predominância de regimes de câmbio flexível, após Bretton Woods, e à natureza fiduciária do padrão dólar, cuja emissão está desatrelada da quantidade de reservas de qualquer outro ativo, inclusive de ouro<sup>43</sup>, os Estados Unidos gozam de elevada autonomia na condução da sua política econômica. Por ser o país emissor da divisa-chave, ele possui maior liberdade para definição da taxa de juros doméstica e, portanto, para tomar decisões concernentes à política monetária que os demais países. Como a taxa de juros norte-americana consiste no piso das demais taxas de juros, a política monetária dos Estados Unidos exerce influência considerável sobre a condução das políticas econômicas no resto do mundo. Esse impacto é tanto maior, quanto maior for a liberdade de movimento do capital financeiro.

Além da taxa de juros internacional, da preferência pela liquidez interna e da condução da política monetária nacional, há outras variáveis que influenciam consideravelmente a determinação da taxa de juros doméstica em uma economia aberta, a saber: o prêmio pela iliquidez exigido pelos investidores internacionais, o risco-país e a variação cambial esperada (De Conti, Prates e Plihon, 2014). Conforme já ressaltado, o prêmio pela iliquidez consiste na remuneração exigida pelo agente econômico para abdicar do atributo máximo de liquidez possuído pela moeda. No caso de economias abertas, ele seria o prêmio demandado para trocar o dólar, ou outra moeda de elevada conversibilidade, por uma moeda hierarquicamente inferior ou por um ativo nela denominado. Quanto maior a percepção de incerteza do investidor, mais elevada será sua preferência pela liquidez e, portanto, maior será o prêmio exigido pela iliquidez. Em outras palavras, uma maior percepção da incerteza leva a maiores taxas de juros.

Nesse sentido, cumpre observar que as economias periféricas, além de possuírem moedas em posições inferiores na hierarquia internacional, ou seja, menos líquidas, estão sujeitas a maiores incertezas. Isso decorre do fato de que as informações possuídas pelos investidores internacionais a respeito delas são mais remotas. Nesse sentido, há uma tendência de que o prêmio pela iliquidez associado aos seus ativos seja elevado.

Por sua vez, o risco-país, um dos principais fatores que influenciam a determinação da taxa de juros em uma economia aberta, pode ser decomposto em risco

---

<sup>43</sup> Prates (2002) apresenta um exame detalhado da emergência e características do padrão dólar “flexível, financeiro e fiduciário”.

político e risco de mercado (De Conti, Prates e Plihon, 2014). O risco político está relacionado à percepção de possibilidade de mudança das regras que afetam os investimentos financeiro e produtivo e de ocorrência de inadimplência soberana. Já o risco de mercado está associado à percepção de possibilidade de alteração das variáveis macroeconômicas-chave, como taxa de câmbio e taxa de juros e o preço dos ativos, que afetam o retorno do investimento.

Diante da incerteza que permeia a economia, não é possível efetuar cálculos precisos de probabilidade para a definição do risco-país. Porém, isso não significa que os agentes não realizem qualquer tentativa nesse sentido. Para isso, recorrem às convenções elencadas por Keynes (1936, 1937a).

É importante destacar a existência de instituições internacionais especializadas em realizar cálculos de probabilidade de risco de crédito soberano – as agências de *rating*. Devido à incerteza, parte considerável dos investidores internacionais recorrem às avaliações divulgadas por essas agências para compor seu portfólio, uma vez que consideram que elas possuem informações mais sólidas sobre os riscos resultantes do investimento nos ativos de um determinado país. Particularmente nas economias periféricas, sujeitas a maiores incertezas, as avaliações das agências de *rating* ganham maior importância.

Há outros instrumentos que refletem a avaliação de risco-país, como o *Emerging Market Bonus Index Plus* (EMBI+) e o *Credit Default Swap* (CDS). O EMBI+ consiste em um índice ponderado, calculado pelo Banco *J.P.Morgan*, que busca mensurar o retorno de um conjunto de passivos externos emitidos por países emergentes, transacionados nos mercados internacionais. A diferença entre esse retorno e o atribuído ao título do Tesouro norte-americano pode ser entendido como risco-país, uma vez que reflete o prêmio exigido para se adquirir um ativo com maior risco. Por sua vez, o CDS refere-se a um contrato de proteção contra o *default* do emissor de um ativo específico. Nesse sentido, o prêmio que se paga periodicamente para obtenção dessa proteção reflete a avaliação de risco-país. Sua importância em relação aos outros índices e às avaliações das agências de *rating* decorre da possibilidade de acompanhar sua variação em tempo real, conferindo maior agilidade para o investidor reavaliar a composição do seu portfólio.

Como uma das convenções utilizadas em situações de incerteza diz respeito a assumir que o futuro será uma continuidade do presente ou do passado recente, a trajetória volátil das variáveis macroeconômicas das economias periféricas influenciam as avaliações de risco-país. O histórico de instabilidade da taxa de câmbio, da taxa de juros e da performance macroeconômica, nos países periféricos, mais agudo que nos países centrais, resulta em avaliações mais severas de risco-país para os primeiros. Nesse sentido, a expectativa de retorno proveniente da posse de ativos das economias periféricas deve ser elevada o suficiente para compensar o risco de crédito atribuído a eles, o que se traduz em uma pressão para determinação da taxa de juros em patamares elevados em comparação com a dos países centrais.

Por fim, a expectativa de taxa de câmbio tem impacto sobre as perspectivas de ganhos de capital resultante da compra e posterior venda do ativo denominado em moeda em posição inferior na hierarquia internacional. Como as moedas das economias periféricas possuem baixa conversibilidade, os investidores internacionais precisam convertê-las em alguma divisa de maior liquidez, normalmente no dólar. Dessa forma, a expectativa de uma valorização futura da taxa de câmbio torna o ativo da economia periférica mais atrativo, resultando em menor taxa de juros, sendo também válida a relação inversa.

Em contexto de globalização financeira, as diversas moedas nacionais passam a ser transacionadas como ativos financeiros, mediante a perspectiva de valorização e desvalorização em relação às demais moedas e à expectativa de ganho de capital proveniente de operações de compra e venda. Assim, de forma semelhante à demanda por ativos financeiros, a demanda pela moeda doméstica passa a ser influenciada em grande medida pela preferência pela liquidez dos agentes internacionais, sendo suscetível a intensificações ou arrefecimento no otimismo espontâneo (*animal spirits*) e a variações nas convenções. Esses dois fatores, por sua vez, tornam voláteis a taxa de câmbio, a taxa de juros, os preços dos ativos e, por consequência, a trajetória do produto real.

Como a moeda das economias periféricas não desempenha satisfatoriamente, em âmbito internacional, as funções de meio de pagamento, reserva de valor e unidade de conta, sendo ela demandada em grande parte pelo motivo especulação, não há limite para a desvalorização cambial, deflagrada por mudanças nas expectativas dos agentes

internacionais. A expectativa de perda de valor do ativo doméstico, em termos da moeda internacional, leva por si só a um processo brusco de desvalorização cambial, que poderia ser interrompido caso a moeda doméstica fosse demandada internacionalmente pelos motivos transação e precaução, ou mesmo pelo motivo finanças, além do motivo especulação. Porém, este não é o caso.

Dessa forma, a posição das moedas dos países periféricos na hierarquia internacional amplifica as oscilações nas trajetórias de suas taxas de câmbio e, portanto, de juros, tornando o desempenho macroeconômico mais instável. Além disso, a elevada incerteza e o alto risco-país associados a essas economias tornam suas taxas de juros potencialmente superiores às das economias centrais, supondo a inexistência de políticas fiscais ou monetárias expansionistas. Ora, tanto a maior volatilidade das taxas de câmbio e de juros quanto os maiores patamares desta última impactam negativamente o investimento nas economias periféricas. Assim, ao aumentar a incerteza a que as economias periféricas estão sujeitas, em maior grau que as economias centrais, a abertura financeira amplia o diferencial entre o centro e periferia em termos de trajetórias de desenvolvimento. No contexto de finanças globalizadas, a convergência seria possibilitada apenas por uma combinação entre controle de capitais, regulação macroprudencial do sistema financeiro doméstico e políticas de estímulo à demanda doméstica e de desenvolvimento e diversificação da estrutura produtiva.

Além da assimetria monetária, relacionada a hierarquia de divisas no sistema internacional, Prates (2002) destaca a existência de assimetria financeira. Esta diz respeito tanto aos determinantes do fluxo de capitais que se direcionam para as economias periféricas, quanto ao seu volume e composição.

Em primeiro lugar, verifica-se que as decisões a respeito do montante e da direção dos fluxos financeiros são tomadas, principalmente, nos países centrais. Nesse sentido, são influenciadas pelo momento do ciclo econômico em que estes países estão, pelo estado da preferência pela liquidez das suas instituições financeiras e dos seus investidores mais relevantes e, portanto, pelas taxas de juros prevaletentes nas economias centrais. Dessa forma, os fluxos de capital em direção à periferia do sistema financeiro internacional são determinados por variáveis exógenas a eles, sendo afetados pelas decisões de política econômica tomadas nos Estados Unidos e nos demais países centrais, e pela expectativa dos seus agentes.

Em segundo lugar, o sistema financeiro doméstico das economias periféricas tende a ser menos desenvolvido que o das economias centrais, conforme destacado por alguns trabalhos neoestruturalistas, como Vera e Pérez-Caldentey (2015) e Vera e Titelman (2013), e alguns pós-keynesianos, como Hermann (2014) e Studart (2001). Os mercados de capital da periferia costumam ter tamanho reduzido e pouca profundidade, quando comparados ao centro. Assim, o financiamento ao investimento é em grande medida feito por meio de créditos bancários, que, ainda assim, são limitados. Ademais, os créditos ofertados pelos bancos privados nos países periféricos tendem a ser essencialmente de curto prazo, possuindo prazo ainda menor que os verificados nos países centrais. Além disso, as taxas de juros desses empréstimos de curto prazo já partem de um patamar alto, devido a política monetária desses países, que define uma taxa de juros básica elevada para perseguir suas respectivas metas de inflação, para evitar desvalorizações cambiais, que podem ter efeitos negativos sobre a inflação, devido ao impacto sobre o preço dos bens transacionáveis, e para manter a atratividade dos seus ativos, evitando problemas de balanço de pagamentos. Nesse sentido, Hermann (2014) observa que o patamar elevado da taxa básica de juros dos países periféricos resulta em taxas de juros de longo prazo maiores que as apresentadas pelos países mais desenvolvidos.

Se não houver uma forte atuação estatal na oferta de recursos para o desenvolvimento socioeconômico, por meio de subsídios ou bancos públicos, os projetos de investimento dos países periféricos enfrentarão dificuldades para a obtenção de empréstimos de longo prazo, compatíveis com o período de maturação do seu ativo, uma vez que o seu mercado de capitais é pouco desenvolvido e os créditos bancários privados tendem a ser de curto prazo e a possuir elevadas taxas de juros, consideravelmente acima da eficiência marginal do capital. Nesse sentido, a obtenção do *funding* necessário para a consolidação do investimento e para a redução do descasamento de prazos entre ativos e passivos das firmas domésticas é possibilitada predominantemente por bancos públicos, que ofertam créditos de longo prazo a taxas de juros subsidiadas.

Ao concederem crédito de longo prazo, a taxas de juros subsidiadas, os bancos públicos assumem uma função essencial para impulsionar o desenvolvimento econômico dos países periféricos. No entanto, em muitos casos, a concessão de empréstimos de longo prazo por meio dessas instituições utiliza recursos públicos para

equalizar a taxa de juros, de modo a mantê-la atrativa para o investidor. Assim, esse processo está frequentemente subordinado à política fiscal adotada, que tem apresentado um caráter predominantemente pró-cíclico na periferia, diante da imposição de metas de superávit orçamentário, que limitam os gastos públicos a um percentual predeterminado da arrecadação anual. Havendo uma queda desta, devido à retração da atividade econômica, os gastos tendem a diminuir para garantir a observância da meta. Dessa forma, exatamente nos períodos de contração macroeconômica, em que o Estado deveria aumentar a oferta de liquidez e atenuar a amplitude do ciclo, os bancos públicos estão restringidos por políticas fiscais pró-cíclicas.

Tendo em vista que frequentemente o montante de crédito ofertado pelos bancos domésticos, sejam eles públicos ou privados, não satisfaz plenamente a demanda existente, ele tende a ser complementado por crédito privado externo e por emissões de títulos e de ações junto a agentes estrangeiros, no mercado doméstico e no externo. Além disso, o próprio processo de desenvolvimento desses países, que prescinde de insumos manufaturados, bens de capital e tecnologia importados dos países centrais resulta na necessidade de divisas estrangeiras que, uma vez não obtidas por meio de receitas de exportação, são satisfeitas por meio de financiamento externo. Assim, verifica-se uma elevada participação de recursos advindos do exterior nos passivos corporativos. Essa participação é ainda maior se for considerado o crédito ofertado por bancos sediados no exterior, mas com filiais ou subsidiárias nessas economias.

Devido à baixa conversibilidade das moedas dos países periféricos, a maior parte do seu passivo emitido no mercado externo é denominada em moeda estrangeira, principalmente em dólar. Dessa forma, o baixo desenvolvimento dos mercados de capital domésticos, a oferta limitada de créditos bancários em âmbito doméstico, a inconversibilidade das suas moedas e as características da sua estrutura produtiva e do seu modelo de desenvolvimento propiciam a ocorrência de descasamento de unidades de conta entre os ativos e os passivos dos países periféricos, tornando-os vulneráveis a variações nas taxas de câmbio e de juros internacionais.

Apesar da importância dos fluxos de capitais globais para o mercado financeiro dos países periféricos, a parcela destinada a estes países em relação ao total é pouco significativa, o que caracteriza uma inserção marginal nos fluxos globais (Prates, 2002). Isso é resultado da baixa liquidez relativa dos estoques de ativos emitidos pelas

economias periféricas e, conseqüentemente, da posição inferior ocupada pelas suas moedas na hierarquia internacional.

Como as moedas e os ativos provenientes dos países periféricos possuem baixa liquidez, sendo demandados predominantemente para fins especulativos, eles são os primeiros alvos de fuga nos momentos de aumento da preferência pela liquidez. Devido à importância dos fluxos de capital globais para os mercados financeiros periféricos, a deterioração das expectativas dos investidores e dos bancos resulta em elevada contração da oferta de liquidez internacional para esses países, pressionando as suas taxas de juros e de câmbio e reduzindo consideravelmente o preço dos seus ativos. Assim, o impacto do aumento da preferência pela liquidez em âmbito global tende a ser mais grave nos países periféricos do que nos países centrais, o que reforça a tendência a predominância de ciclos econômicos de maior amplitude na periferia do sistema financeiro internacional. Esse elevado grau de instabilidade macroeconômica poderia, no entanto, ser amenizado por políticas econômicas expansionistas, que busquem estimular a demanda doméstica, injetar liquidez no sistema e impedir uma deterioração no estado de expectativa dos agentes.

Dessa forma, a posição das moedas periféricas na hierarquia internacional e a inserção marginal da periferia resulta em uma maior volatilidade das suas taxas de juros e de câmbio e dos preços dos seus ativos, em comparação com os países centrais, no contexto de abertura financeira, na inexistência de políticas econômicas anticíclicas. Por outro lado, tanto a escassez de fontes de financiamento e *funding* em âmbito doméstico quanto o modelo de desenvolvimento dos países periféricos, dependente em grande medida de bens de capital importados para a realização dos seus investimentos, são refletidos em uma maior disposição das firmas domésticas a emitir passivos no mercado externo, denominados em grande proporção em moeda estrangeira. Ora, o descasamento de prazos e unidades de conta entre os ativos e os passivos torna as economias periféricas vulneráveis a oscilações nas taxas de juros e de câmbio, aumentando a incerteza quanto a capacidade futura de geração de recursos em montante suficiente para o cumprimento dos compromissos financeiros, o que permite classificá-las como unidades especulativas ou mesmo Ponzi em relação ao sistema financeiro internacional.

A abertura financeira resulta, então, em uma dinâmica perversa para os países periféricos, pois, além de propiciar o aumento de passivos denominados em moeda

estrangeira, torna as suas taxas de câmbio e de juros mais voláteis, devido a preponderância de fluxos de capital de curto prazo em direção a esses países. Assim, eles se tornam mais vulneráveis a variações nas taxas de juros e de câmbio e estas se tornam mais frequentes e mais bruscas, devido ao aumento da importância da lógica especulativa. Para que os países possam lidar com os choques originados no cenário internacional, resultantes, em grande medida, de alterações no estado de expectativas dos investidores e reduzam o seu grau de vulnerabilidade, é necessário a mobilização e a utilização dos recursos internos, seja a renda propriamente dita, sejam os fatores produtivos, por meio do desenvolvimento do sistema financeiro doméstico e da adoção de políticas macroeconômicas expansionistas.

### **Conclusão**

Para uma interpretação mais completa acerca da inserção das economias periféricas no cenário internacional, no contexto da globalização financeira, é preciso levar em consideração as especificidades tanto das suas estruturas produtivas, discutidas pela Cepal, quanto das suas moedas e sistemas financeiros domésticos, segundo a concepção teórica pós-keynesiana. Nesse sentido, as principais características dos países periféricos que os diferenciam dos países centrais são: (i) baixa competitividade dos seus bens e serviços, decorrente do baixo grau de desenvolvimento relativo dos sistemas nacionais de inovação (Fanjzylber, 2000); (ii) concentração da pauta exportadora em bens primários e da pauta de importação em bens de capital e insumos processados, que tendem a resultar em estrangulamento externo e aumentar a dependência de financiamento externo para a realização de investimentos e, portanto, para o processo de crescimento econômico (Prebisch, 2000a; Furtado, 1983); (iii) reduzida liquidez das moedas nacionais e dos ativos financeiros nelas denominados, que tornam suas respectivas demandas pelos agentes internacionais predominantemente especulativas; e (iv) inserção marginal nos fluxos internacionais de capital; e (v) baixo desenvolvimento do mercado financeiro doméstico, que acentuam sua dependência em relação ao financiamento externo (Hermann, 2014; Studart, 2001, 1993).

Por sua vez, essa concepção ampliada do sistema centro-periferia permite melhor avaliar as instabilidades macroeconômicas enfrentadas pelas economias periféricas, em decorrência da sua integração aos mercados financeiros globais. Para

viabilizar a realização de investimentos, a partir da importação de bens de capital, esses países recorrem frequentemente a empréstimos externos, de curto prazo e denominados em moeda estrangeira, devido à baixa liquidez de suas moedas no sistema internacional. No entanto, a baixa competitividade dessas economias e o baixo grau de desenvolvimento dos seus sistemas financeiros dificultam a canalização da poupança externa para a consolidação do investimento, de forma a reduzir ou eliminar os descasamentos entre ativos e passivos em termos de unidades de conta e prazos. Em outras palavras, há obstáculos para o encerramento do ciclo financiamento-investimento-poupança-*funding*, devido às especificidades das moedas dos países periféricas e das suas respectivas estruturas produtivas e financeiras.

Uma vez que não conseguem obter superávits comerciais sustentáveis, nem mobilizar adequadamente a poupança doméstica, por meio do sistema financeiro doméstico, em montante suficiente para honrar os compromissos financeiros, as economias periféricas recorrem frequentemente aos mercados internacionais para fechar suas posições em aberto. Ora, o refinanciamento do passivo junto a instituições externas torna essas economias vulneráveis a variações da taxa de câmbio e dos juros internacionais, resultantes de oscilações na preferência pela liquidez, o que permite classificá-las como unidades especulativas ou Ponzi, utilizando a nomenclatura de Minsky (1986) para economias abertas.

Por exercer impacto na taxa de juros doméstica, por meio de alterações na taxa de juros dos países centrais, no prêmio pela iliquidez, nas avaliações sobre risco-país e nas expectativas de desvalorização cambial (De Conti, Prates e Plihon, 2014), a volatilidade da preferência pela liquidez internacional influencia significativamente a trajetória das variáveis reais. A instabilidade macroeconômica que as oscilações nos fluxos de capital geram tende a reduzir a própria confiança dos agentes em suas expectativas, reduzindo, assim, os investimentos e o crescimento econômico das economias periféricas, com impacto significativo sobre o nível de emprego. Assim as especificidades das economias periféricas e a natureza da sua inserção no cenário internacional tendem a elevar sua instabilidade macroeconômica, no contexto de globalização financeira, diante da inexistência de políticas de caráter expansionista.

## **5. Observações sobre a Inserção Internacional da América Latina**

Uma vez realizadas as considerações teóricas a respeito da inserção da América Latina no cenário internacional, no contexto de globalização financeira, cabe analisar empiricamente se os países pertencentes à região podem ser classificados como unidades especulativas ou Ponzi, no âmbito do sistema financeiro internacional. Em outras palavras, é preciso avaliar, à luz das concepções teóricas pós-keynesiana e estruturalista, a exposição das economias latino-americanas às oscilações no estado de expectativas prevalente em âmbito internacional, refletido na oferta de liquidez externa. Para isso, recorre-se, principalmente, a indicadores quanto ao comportamento dos principais fluxos financeiros para a região, a evolução e a composição das posições financeiras externas, a capacidade de obtenção de receitas operacionais em moeda estrangeira e o acúmulo de reservas internacionais, abrangendo o período entre 1990, marco do início da participação da América Latina no processo de globalização financeira, e 2015.

A análise será conduzida a partir de duas principais seções, neste capítulo. A primeira busca examinar empiricamente as principais características da inserção da América Latina e Caribe no cenário internacional, entre 1990 e 2015. A segunda seção avalia, a partir dos dados disponíveis, a vulnerabilidade do México, do Brasil e da Argentina às oscilações na preferência pela liquidez internacional. O foco nesses três países decorre tanto da escassez de informações agregadas específicas para a América Latina como um todo quanto do fato de eles serem as maiores economias da região.

### **5.1 Considerações Gerais para a América Latina**

#### **5.1.1 Panorama Geral do Processo de Abertura Financeira**

O processo de abertura financeira dos países latino-americanos, iniciado a partir da década de 1990, ocorreu com quase uma década de atraso em relação ao dos países mais avançados. Enquanto na década de 1970, observa-se uma considerável regulação dos fluxos financeiros entre as fronteiras das economias da América Latina, com a oferta de financiamento estrangeiro sendo destinada predominantemente para o setor público, há, nos anos 1980, uma interrupção da entrada de capital financeiro na região e

uma elevação na taxa de juros norte-americana, que acarretou em dificuldades para o pagamento do serviço da dívida renegociada junto ao FMI<sup>44</sup>.

Ao longo da década de 1990, os países da América Latina adotaram uma série de reformas de cunho liberal prescritas pelos credores oficiais multilaterais, conhecida como Consenso de Washington. Destacam-se, no âmbito dessas medidas, as voltadas para o aumento da integração comercial e financeira com o resto do mundo. Em outras palavras, a partir da década de 1990, iniciou-se um processo de eliminação das barreiras às importações e aos fluxos de capital estrangeiro.

O aumento das operações financeiras com o resto do mundo culminou na ocorrência de sucessivas crises de balanços de pagamento na América Latina, que foram observadas também em outras economias emergentes, como Rússia e países do Leste Asiático. A primeira crise desse tipo, na região, foi observada no México, ainda em 1994. Posteriormente, ocorreu uma crise de balanço de pagamentos no Brasil, em 1999, e, no início da década seguinte, na Argentina.

Apesar de haver algumas particularidades que diferenciam as crises verificadas, ao longo desse período, nas 3 maiores economias da América Latina<sup>45</sup>, é possível observar alguns elementos em comum a elas. Todas elas foram precedidas de um influxo considerável de capital financeiro de curto prazo, que foram subitamente interrompidos, culminando em um processo de fuga de capitais. Ademais, essa volatilidade de capitais foi propiciada em grande medida por medidas de cunho ortodoxo adotadas por esses países, quais sejam: eliminação de restrições financeiras entre as fronteiras desses países e utilização de âncora cambial como instrumento de controle da inflação. Em ambas medidas, estão implícitas a hipótese de neutralidade da moeda.

Na defesa da abertura financeira, considera-se que o fluxo financeiro entre os países não afeta a trajetória de longo prazo das variáveis reais. Mais ainda, assume-se que a eliminação de barreiras é benéfica ao desenvolvimento das economias periféricas, ao possibilitar uma melhor alocação de poupança, em âmbito internacional. Considera-

---

<sup>44</sup> É importante destacar que há fatores geopolíticos que influenciam o volume e a natureza dos fluxos de capital em direção à América Latina, a partir da década de 1980, relacionados a decisões tomadas pelos países centrais quanto ao investimento na Ásia em detrimento dessa região. Para mais detalhes, ver Medeiros (1997).

<sup>45</sup> As particularidades dessas crises podem ser encontradas em Prates (2002).

se, então, que a oferta de financiamento é equivalente a oferta de poupança e que esta precede o investimento (Mankiw, Romer e Weil, 1992; Pagano, 1993; Kose et al, 2006).

No caso da utilização de âncora cambial como instrumento de controle inflacionário, assume-se que o aumento da oferta de moeda é a causa da inflação, nos termos da TQM (Mollo, Silva e Torrance, 2001). Nesse sentido, adota-se uma regra para limitar a capacidade de emissão de meios de pagamentos, que passa a ser restringida pelo estoque de reservas cambiais em posse do Banco Central.

Outro elemento comum às crises observadas na América Latina, ao longo da década de 1990 e início dos anos 2000, diz respeito ao estado das expectativas dos agentes que fazem parte do sistema financeiro internacional, que, por sua vez se reflete na disponibilidade de liquidez para os países (Biancareli, 2009). Enquanto há otimismo e confiança nas expectativas a respeito da valorização dos ativos domésticos e do pagamento de juros, dividendos e principal do passivo, há tendência de crescimento da oferta de liquidez internacional para as economias latino-americanas.

Particularmente, uma expectativa que influenciou consideravelmente o influxo de capital para esses países, durante a década de 1990, consiste na relativa à capacidade de manutenção da âncora cambial estabelecida, a qual, por sua vez, estava associada aos próprios superávits na conta financeira do balanço de pagamentos. Qualquer abalo na confiança em relação às expectativas sobre o retorno do capital financeiro disponibilizado, sobre a solvência ou sobre uma possível mudança de regime cambial tendia a diminuir o influxo de capital para a América Latina, o que se traduzia em redução do superávit, ou até mesmo em déficit, na conta financeira e, portanto, dificultava a manutenção da âncora cambial.

Nesse sentido, mais do que falhas de mercado ou problemas políticos e institucionais, que comprometem a transparência e o desenvolvimento dos mercados financeiros dos países periféricos, destacados pelos modelos novo-keynesianos, a principal variável que deve ser levada em consideração para a interpretação da causa das crises de balanço de pagamentos da América Latina consiste no estado das expectativas internacionais, o qual determina o montante de liquidez internacional disponibilizada para a região. Trata-se, portanto, de elemento externo a esses países. É importante destacar também a existência de fatores internos relevantes, como o grau de abertura financeira das economias, a determinação da taxa de juros, o regime cambial e

a adoção ou não de políticas expansionistas de estímulo à demanda agregada, que afetam a forma e o grau de influência das variações da preferência pela liquidez internacional sobre a trajetória macroeconômica doméstica.

A partir da adoção de reformas estruturais liberalizantes, em conformidade com o Consenso de Washington, frequentemente impostas como condicionalidades para a obtenção de empréstimos junto a instituições multilaterais, como o FMI, os agentes internacionais ficaram mais otimistas e confiantes em suas expectativas a respeito do desempenho das economias latino-americanas. Porém, essas expectativas foram abaladas ou questionadas, devido a eventos políticos, a dificuldades no pagamento dos passivos externos por parte de outros países periféricos ou, mesmo, a piora no desempenho macroeconômico das economias mais avançadas.

Cumprir destacar mais uma vez que, devido à baixa liquidez das moedas latino-americanas e dos seus respectivos ativos, a sua demanda por agentes internacionais tem caráter predominantemente especulativo (De Conti, Prates e Plihon, 2014). Isso explica o aumento do influxo de capital nos momentos de maior confiança nas expectativas e melhoria no otimismo dos agentes. Por outro lado, como a incerteza a respeito do desempenho macroeconômico desses países tende a ser maior e como os seus ativos e moedas possuem baixa liquidez em comparação com os dos países mais avançados, um aumento da desconfiança a respeito das expectativas e uma deterioração do otimismo podem ter como consequência um movimento de fuga de capitais dessas economias. Nesses momentos, os agentes internacionais passam a demandar ativos e moedas mais líquidos, como forma de se proteger contra o aumento da percepção sobre a incerteza no contexto internacional.

O maior grau de incerteza quanto ao desempenho das economias latino-americanas, a menor liquidez das suas moedas e ativos financeiros e o consequente caráter especulativo dos fluxos de capitais em direção a elas aumentam a sua vulnerabilidade às oscilações no estado de expectativas formuladas em âmbito internacional. A incerteza global torna-as suscetíveis às mudanças bruscas nas convenções, influenciadas por eventos ocorridos em diferentes partes do mundo ou por mudanças em variáveis que, a princípio e por si só, não comprometeriam o desempenho macroeconômico das economias periféricas, como, por exemplo, a eleição de um partido político de esquerda.

É importante destacar que o impacto das variações do estado de expectativas prevalecente em âmbito internacional pode ser amenizado por políticas econômicas de estímulo à demanda agregada, como aumento da oferta de moeda doméstica (ou redução da taxa de juros básica da economia), expansão dos gastos do governo e concessão de subsídios para a expansão do nível de atividade em setores-chaves, entre outras<sup>46</sup>. Caso a orientação da política seja no sentido oposto, ou seja, tenha caráter contracionista, como ocorreu em parte considerável da América Latina na década de 1990, a vulnerabilidade externa tende a aumentar, uma vez que a capacidade de resposta dos países aos choques advindos dos mercados externos torna-se reduzida.

A elevada volatilidade dos fluxos de capital internacional em direção às economias latino-americanas, ao longo da década de 1990 e início da década de 2000, resultou em dificuldades para a manutenção das âncoras cambiais. As fugas de capital ocorridas conduziram a um processo de esgotamento de reservas. Além disso, a própria taxa de câmbio mantida em patamar valorizado levou a ocorrência de elevados déficits em transações correntes, o que, em conjunto com os déficits na conta financeira, gerou desequilíbrios na balança de pagamentos. Para resolver esse problema e amenizar a fuga de capital, a maior parte dos países latino-americanos abandonou a âncora cambial, permitindo que a taxa de câmbio flutuasse e, assim, desvalorizasse. A partir da década de 2000, a taxa de juros passou a ser utilizada, de forma cada vez mais ampla, como instrumento de estabilização do nível geral de preços, a partir de regimes de metas de inflação.

Como será analisado adiante, depois de 2004, após o abandono dos regimes de âncora cambial, parte considerável dos países da América Latina voltou a apresentar crescimento nos fluxos financeiros do balanço de pagamentos. Esse movimento foi potencializado pela elevação das cotações internacionais das *commodities*, associado ao crescimento da China, ao conseqüente aumento da demanda deste país por bens primários e aos problemas de oferta em alguns mercados. Além disso, a tendência de valorização cambial decorrente dos influxos de capital impulsionou o investimento estrangeiro na região, o que reforçou a trajetória de apreciação da taxa de câmbio e, juntamente com o aumento das receitas de exportações de produtos intensivos em

---

<sup>46</sup> No entanto, cumpre ressaltar que a abertura financeira dificulta a realização de políticas anticíclicas domésticas, uma vez que os impactos dos fluxos de capital sobre a taxa de juros doméstica, a taxa de câmbio e os preços dos ativos tendem a aumentar.

recursos naturais, forneceu condições para a melhoria do desempenho macroeconômico. Cabe ainda enfatizar que a melhoria dos saldos financeiros externos foi propiciada pelo momento favorável do ciclo econômico em que os países centrais estavam, pelo processo de desregulamentação das finanças, em âmbito interno e global, e pela abundante liquidez resultante do patamar reduzido das taxas de juros nos países centrais.

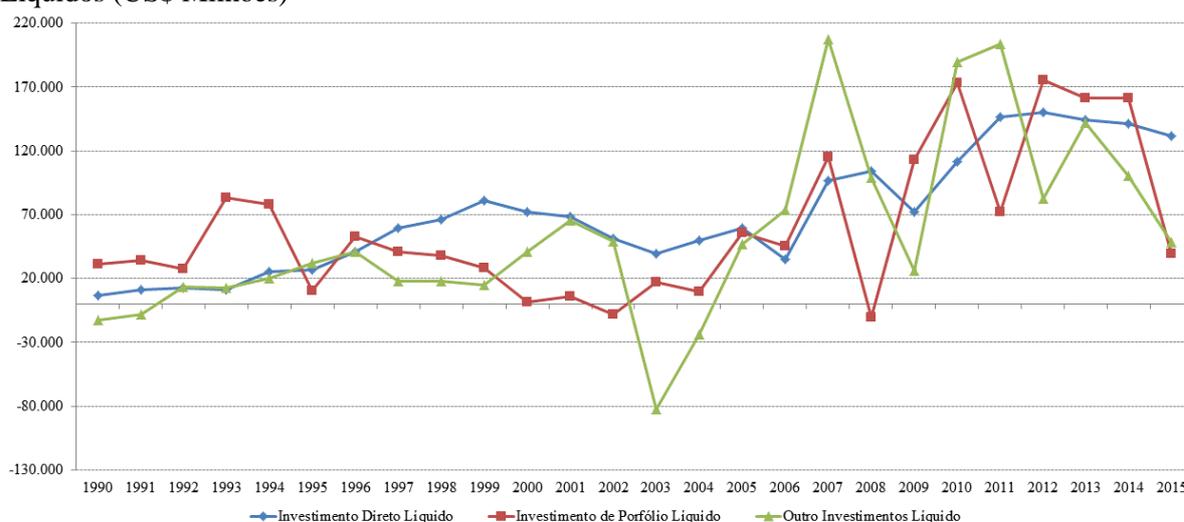
Porém, com a deflagração da crise no mercado hipotecário norte-americano, em 2008, esse movimento de entrada de capitais na América Latina foi interrompido, devido à tendência de recessão dos países centrais, residência dos principais investidores e instituições financeiras atuantes em âmbito mundial, e à consequente deterioração no estado de expectativas prevalecente no cenário internacional. A recuperação dos influxos de capital para os países latino-americanos ocorreu já em 2010, impulsionada pela manutenção em patamares elevados das cotações das *commodities* e pela adoção de políticas monetárias e fiscais expansionistas nos países centrais. No entanto, esse cenário foi logo revertido, com a perspectiva de desaceleração do crescimento chinês e de normalização da política monetária dos Estados Unidos.

### **5.1.2 Fluxos de Capital e Ciclos de Liquidez Internacional**

As características e composição dos fluxos de capital em direção à América Latina, entre 1990 e 2015, podem ser observadas por meio gráfico 1, que mostra os fluxos líquidos dos principais componentes da conta financeira agregada para a região. Em primeiro lugar, verifica-se um elevado influxo líquido de capital para a região entre 1990 e 1994, entre 2004 e 2007 e entre 2010 e 2014. Em segundo lugar, é possível observar que a redução do fluxo financeiro está geralmente associada a crises ocorridas tanto na região quanto em outras partes do mundo, a saber: (i) crise do México, em 1994; (ii) crise do Leste Asiático, em 1997; (iii) crise da Rússia, em 1998; (iv) crise do Brasil, em 1999; (v) crise da Argentina, em 2001; e (vi) crise originada no mercado hipotecário dos Estados Unidos, em 2008. Em terceiro lugar, a retração observada a partir de 2014 está relacionada à perspectiva de normalização da política monetária dos países centrais e de desaceleração do crescimento econômico chinês, que resulta em queda dos preços das *commodities*, devido ao elevado tamanho relativo do seu mercado (IMF, 2015a; 2015b). Em quarto lugar, verifica-se uma elevada volatilidade,

principalmente, dos fluxos de investimento de portfólio e de outros investimentos. Por último, é possível visualizar que, apesar dos investimentos diretos assumirem maior importância desde 1997, há alguns períodos, como os anos entre 2005 e 2008 e 2010 e 2011, em que os demais fluxos, de elevado grau de instabilidade, mostram-se mais predominantes em alguns curtos períodos, o que permite inferir que eles continuam exercendo impacto sobre a dinâmica macroeconômica da região.

Gráfico 1 – Principais Componentes da Conta Financeira da América Latina e Caribe – Fluxos Líquidos (US\$ Milhões)

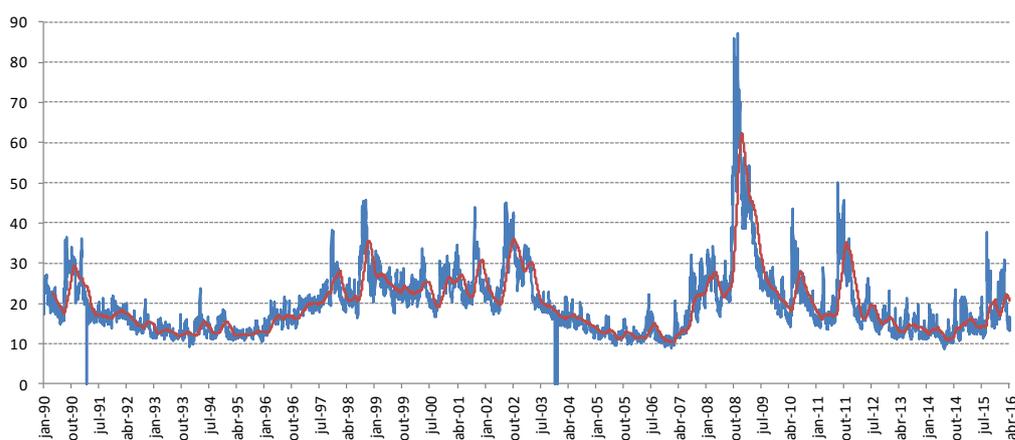


Fonte: Cepalstat, elaboração própria.

Para uma análise do comportamento dos fluxos financeiros, nas últimas décadas, é importante observar a variação do estado de expectativa dos agentes internacionais, uma vez que esta influencia tanto a demanda especulativa pelos ativos e moedas dos países periféricos, quanto a demanda precaucional em direção a ativos e moedas dos países centrais, que possuem maior liquidez. Em outras palavras, um eventual aumento da incerteza amplia a procura destes ativos em detrimento dos emitidos pela periferia do sistema financeiro internacional, podendo desencadear um processo de fuga de capital.

Um dos indicadores utilizados como *proxy* para a percepção de incerteza dos agentes atuantes nos mercados financeiros globais diz respeito ao índice VIX, que busca medir a expectativa de volatilidade implícita nos ativos que compõe o índice S&P 500 (Biancareli, 2009; Ramos, 2015). Ao se observar seu comportamento após 1990, por meio do gráfico 2, percebe-se a existência de 3 ciclos, em que há uma fase inicial de confiança nas expectativas e baixa percepção de incerteza, com o VIX em patamares baixos e trajetórias de declínio, seguida por uma fase de aumento na incerteza, com VIX em elevação.

Gráfico 2 – Índice de Volatilidade (VIX), valores no fechamento e média móvel trimestral



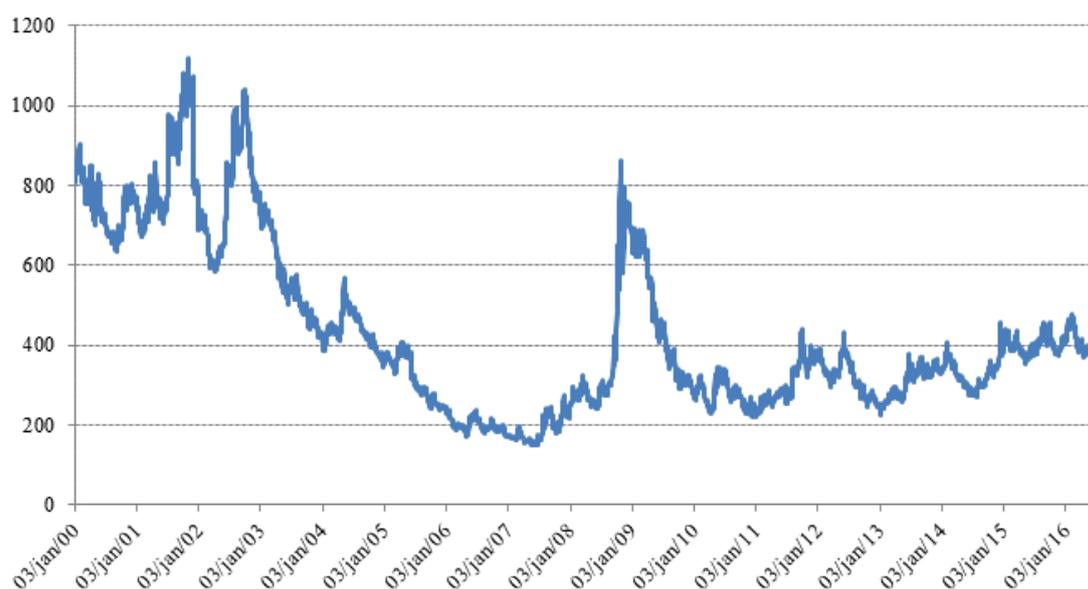
Fonte: Chicago Board Options Exchange, elaboração própria

Conforme pode ser observado no gráfico 2, o primeiro ciclo tem início em 1990, com a melhoria do estado de expectativas internacional, influenciado pelos avanços nas tecnologias da informação e comunicação e pelo aumento da rentabilidade das empresas atuantes neste segmento, concomitante ao processo de abertura financeira e comercial dos países periféricos e a adoção de outras reformas de cunho liberal. Sua reversão ocorre em meados de 1995, após a crise do México, sendo seguida por problemas graves no balanço de pagamentos no Leste Asiático, Rússia, Brasil e Argentina. O encerramento do primeiro ciclo, com a explosão da bolha pontocom, e início do segundo ocorre em meados de 2003, mediante a expansão do mercado imobiliário e da proliferação de hipotecas de diferentes riscos nos Estados Unidos. Esse período coincide com o aumento do crescimento econômico chinês e com a recuperação das economias periféricas. A melhoria na confiança internacional é interrompida pela crise sistêmica deflagrada pela falência do banco de investimentos Lehman Brothers, posteriormente agravada pela crise da área do euro. A partir de 2009, mediante a adoção de políticas econômicas anticíclicas nos países centrais, que passaram a fixar taxas de juros próximas a zero, há um reestabelecimento do estado de expectativas, posteriormente abalado, em 2014, com a perspectiva de aumento da taxa de juros básica dos Estados Unidos e de desaceleração do crescimento econômico chinês.

Outro importante indicador em relação ao estado de expectativas do investidor internacional em relação às economias emergentes como um todo consiste no *Emerging Market Bonus Index Plus* (EMBI+), um índice ponderado, divulgado pelo Banco *J.P.Morgan*, que mensura o retorno de uma cesta de ativos financeiros emitidos pelos

países emergentes, transacionados nos mercados internacionais. Quanto mais elevado for o índice, maior será o retorno exigido pelos agentes para se adquirir os papéis levados em consideração, ou seja, menor será o grau de confiança quanto à perspectiva de rentabilidade do ativo. Por meio do gráfico 3, observam-se as oscilações na preferência pela liquidez internacional, em trajetória parecida com a exibida pelo VIX (gráfico 2), havendo deterioração do estado de expectativas entre 2000<sup>47</sup> e 2003, entre 2008 e 2010 e partir de 2014.

Gráfico 3 – Índice EMBI+ para as Economias Emergentes.



Fonte: JPMorgan, elaboração própria.

No mesmo sentido, a análise dos dados divulgados pelo Banco de Compensações Internacionais (BIS) sobre o montante de créditos bancários concedidos entre as diversas fronteiras nacionais permite fazer inferências a respeito do comportamento da oferta de liquidez para não residentes pelos bancos atuantes no cenário global, a partir de 2000<sup>48</sup>, associando-a ao estado das expectativas prevalentes em nível internacional. O gráfico 4 mostra uma tendência de expansão significativa da concessão de empréstimos para não residentes, entre os anos de 2003 e 2008. Posteriormente, há uma tendência de contração até 2011. A partir de então, os empréstimos bancários apresentam oscilação, com alternância entre períodos curtos de crescimento e de redução.

<sup>47</sup> Não há disponibilidade de dados para o período anterior ao ano de 2000.

<sup>48</sup> Os dados estão disponíveis apenas a partir desse ano, trimestralmente.

Gráfico 4 – Taxa de Variação do Estoque de Crédito entre Fronteiras Nacionais de Todos os Países Levantados pelo BIS (%)



Fonte: BIS

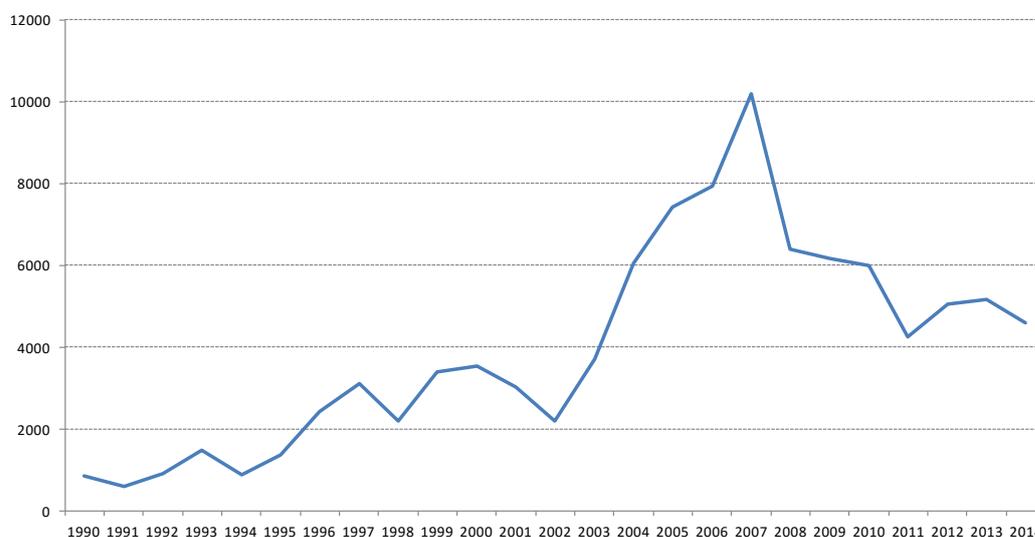
É importante ressaltar que o ápice da série histórica apresentada pelo gráfico 4 coincide aproximadamente com o período de reversão das expectativas, no final de 2007, em que os índices VIX e EMBI+ iniciam tendência de crescimento, no âmbito do ciclo compreendido entre 2003 e 2012. Assim, verifica-se tanto uma baixa percepção da incerteza no período em que há tendência de expansão da concessão de empréstimos bancários a não residentes quanto um aumento da desconfiança nas expectativas no período seguinte.

Ademais, é possível visualizar a influência da percepção de incerteza, a partir dos índices VIX e EMBI+, sobre a liquidez internacional, cujo montante pode ser aproximado pela soma dos valores absolutos dos ativos e passivos referentes às rubricas de investimento de portfólio, derivativos financeiros e outros investimentos do balanço de pagamentos dos países pertencentes ao G7<sup>49</sup> (Resende e Amado, 2007). A comparação entre os índices VIX e EMBI+ e essa *proxy* da liquidez internacional, ilustrada no gráfico 5, permite inferir que os períodos em que a desconfiança está relativamente baixa coincidem os períodos de expansão da liquidez internacional. A relação inversa também é válida, ou seja, um aumento da percepção de incerteza está associado à contração da liquidez internacional.

<sup>49</sup> Alemanha, Canadá, França, Itália, Japão, Reino Unido e Estados Unidos.

É possível então perceber claramente a existência de 3 processos cíclicos no que diz respeito à liquidez internacional. O primeiro deles tem início nos primeiros anos da década de 1990, concomitante a adoção de reformas liberais por parte da América Latina e dos países emergentes asiáticos, e se encerra em 2002. A tendência de expansão da liquidez ocorre até 1995, após a crise do México, refletindo um arrefecimento na percepção de incerteza global. A partir de 1996, ocorre piora nas expectativas e, conseqüentemente, relativa contração na oferta de liquidez internacional. Essa fase do ciclo coincide com parte substancial das crises de balanço de pagamentos ocorrida nos países periféricos. Nesse sentido, cumpre ressaltar que o período de aumento na percepção de incerteza, nos mercados financeiros, e de conseqüente contração da liquidez internacional, entre 1996 e 2002, está associado à redução no saldo na conta financeira dos países latino-americanos, ou até mesmo déficit, o que, em conjunto com os déficits crônicos em conta-corrente, resultou em crises de balanço de pagamentos.

Gráfico 5 – *Proxy* da Liquidez Internacional (US\$ Bilhões)



Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria

Nota: Essa *proxy* consiste na soma dos valores absolutos dos ativos e passivos referentes às rubricas de investimento de portfólio, derivativos financeiros e outros investimentos do balanço de pagamentos dos países pertencentes ao G7

O segundo ciclo, entre 2003 e 2010, tem sua inflexão em 2007, ano de deflagração da crise do mercado hipotecário norte-americano. A fase ascendente corresponde ao período de aumento no preço internacional de *commodities*, que propiciou a melhoria do saldo em conta-corrente de vários países da América Latina, e

de crescimento no influxo de capital financeiro para a região, com destaque para os investimentos diretos. A perspectiva de retornos financeiros positivos, decorrente da apreciação das *commodities*, em uma fase de aumento da confiança no cenário internacional, aumentou a atratividade das economias latino-americanas a fluxos de capital externo. Houve, assim, um alívio nos problemas de balanço de pagamentos, apresentados na fase de contração do ciclo anterior, possibilitando o acúmulo de reservas internacionais. Isso, por sua vez, diminuiu a dependência dos países da região a empréstimos junto ao FMI, aumentando sua autonomia para a condução das políticas econômicas nacionais, uma vez que reduziu a imposição de medidas de cunho liberal como condicionalidade para a concessão de crédito.

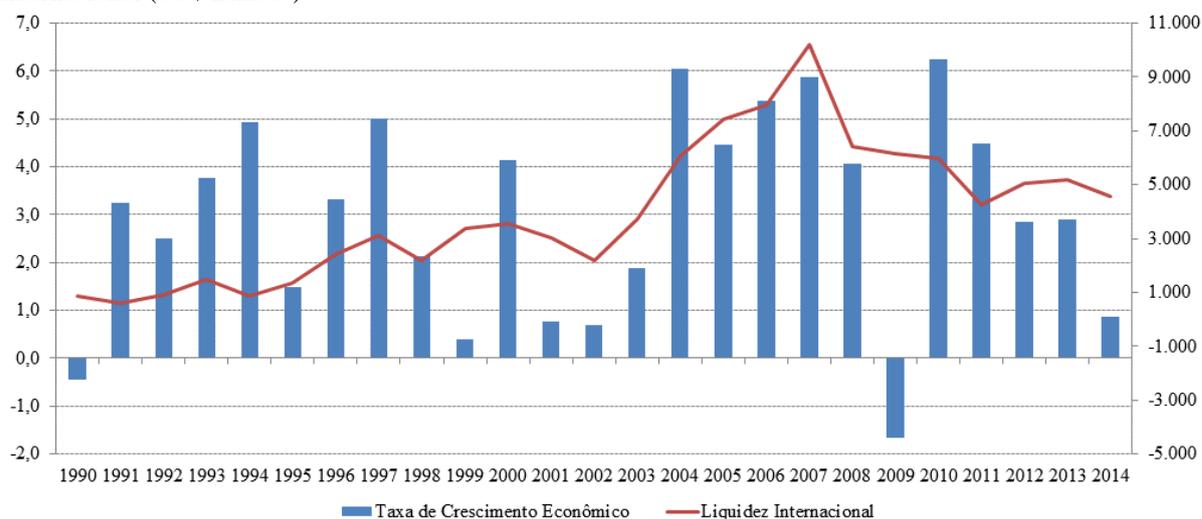
A partir da deflagração da crise do mercado de hipotecas dos Estados Unidos, aumentou-se a percepção de incerteza nos mercados financeiros e, portanto, reduziu-se a liquidez internacional, o que teve impactos negativos sobre o fluxo de capital para os países latino-americanos. Cabe destacar, no entanto, que esse impacto foi suavizado tanto por políticas de relaxamento na oferta de liquidez e redução da taxa básica de juros pelos Estados Unidos, o que contribuiu para manter a América Latina atrativa a fluxos de capital internacional, quanto pela demanda por *commodities* decorrente do processo de expansão do investimento na China, o que impediu tanto uma contração maior no saldo em conta-corrente dos países latino-americanos, quanto uma queda nos estoques de reservas, permitindo a realização de políticas anticíclicas (com exceção da Argentina).

O último ciclo de liquidez teve início ainda em 2010, com a melhoria das expectativas diante da política monetária anticíclica adotada pelos Estados Unidos e da continuidade do crescimento econômico chinês. No entanto, a fase de expansão durou pouco, havendo reversão nas expectativas em 2014, influenciada pelos problemas macroeconômicos na União Europeia, pela sinalização do Fed em normalizar a taxa de juros e pela expectativa de desaceleração do crescimento chinês e arrefecimento dos seus investimentos, o que implicaria em redução das importações de matérias-primas (IMF, 2015a; IMF, 2015b). Assim, a piora nas expectativas internacionais em relação à América Latina resultou em uma tendência de contração dos influxos de capital para a região, a partir de 2014.

Conforme destacado por Resende e Amado (2007), nos momentos de expansão do ciclo de liquidez internacional, as economias periféricas tendem a absorver a oferta de financiamento externo, utilizando-a para financiar os déficits em transações correntes, sem que isso se traduza em um desenvolvimento significativo da sua capacidade de obtenção de receitas sustentáveis em moeda estrangeira, em montante suficiente para honrar os compromissos externos. Os saldos positivos na conta financeira do balanço de pagamentos propiciam um relaxamento da restrição externa, melhoram as expectativas em relação ao desempenho da economia periféricas e fornecem condições para a redução nas taxas de juros. Nesse sentido, resultam em aumento das taxas de crescimento econômico.

Porém, assim que ocorre mudança no estado de expectativas prevalecente em âmbito internacional, os investidores percebem a reduzida competitividade dessas economias e sua falta de capacidade de geração de um montante suficiente de receitas em moeda estrangeira, a partir de operações correntes. Dessa forma, há redução nos saldos financeiros dessas economias, que se traduz em aumento da incerteza em âmbito também doméstico e pressiona a taxa de juros da periferia. A taxa de crescimento econômico tende, então, a apresentar contração.

Gráfico 6 – Taxa de Crescimento Econômico Anual da América Latina e Caribe (%) e Proxy da Liquidez Internacional (US\$ Bilhões).



Fonte: Cepalstat, FMI, elaboração própria.

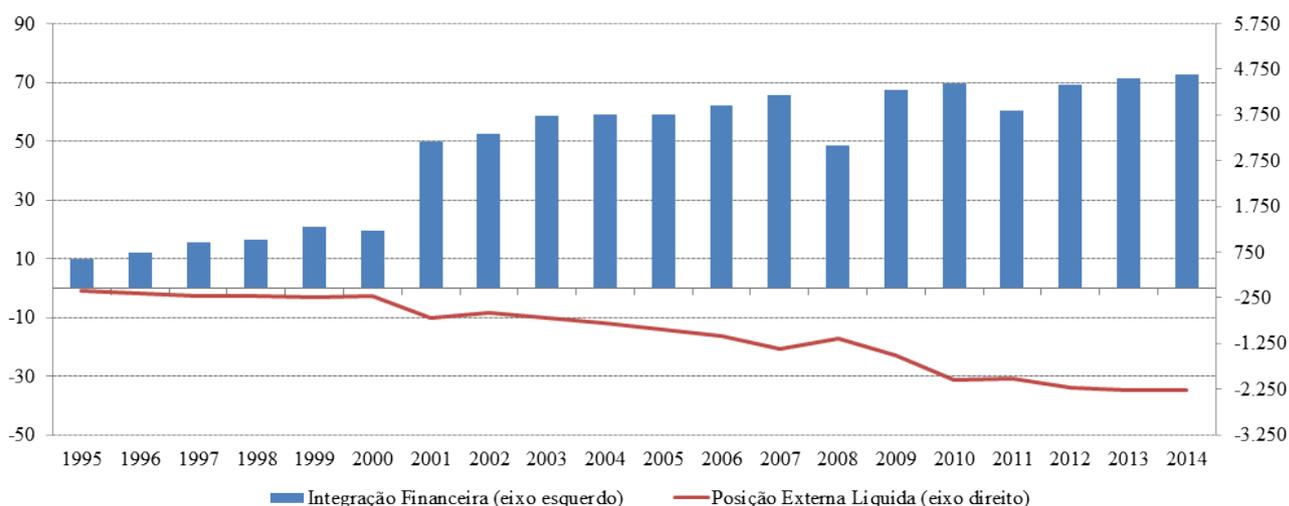
Portanto, Resende e Amado (2007) observam que os ciclos de crescimento das economias periféricas tendem a refletir os ciclos de variação da liquidez internacional, havendo uma correlação positiva entre as respectivas taxas de crescimento. Esse

raciocínio é corroborado pelo gráfico 6, que reforça o argumento de que o estado das expectativas prevaletentes no cenário internacional afeta o desempenho macroeconômico da América Latina e Caribe.

### 5.1.3 Estoque de Passivo Externo

Para avaliar o grau de vulnerabilidade externa da América Latina a variações na preferência pela liquidez internacional, é importante verificar também a maneira como ocorreu a sua integração aos mercados financeiros mundiais, com particular atenção para as consequências em termos do passivo externo acumulado e dos fluxos de pagamentos de juros e dividendos decorrentes dele. O gráfico 7 mostra a evolução do grau de integração financeira latino-americana, de fato, nos últimos anos, mensurada pela soma dos estoques de ativo e passivo externos, dividida pelo PIB<sup>50</sup>. Para uma melhor análise, é preciso considerar o comportamento da taxa de câmbio no período, tendo em vista que, sendo parcela do ativo e do passivo externo denominada em moeda estrangeira, um processo de valorização cambial pode levar a um índice subestimado. Ademais, a valorização dos preços das ações pode ter impacto positivo sobre o índice, devendo também ser levado em consideração (Akyüz, 2015).

Gráfico 7 – Índice de Integração Financeira e Posição Externa Líquida (US\$ Bilhões), América Latina e Caribe



Fonte: FMI, World Economic Outlook e International Financial Statistics, elaboração própria.

<sup>50</sup> Cumpre destacar que não há dados disponíveis para países de grande peso para a região, como Brasil e México, no período anterior a 2001. Por isso, a diferença do índice de integração financeira da América Latina entre 1995-2000 e 2001-2014 é significativa.

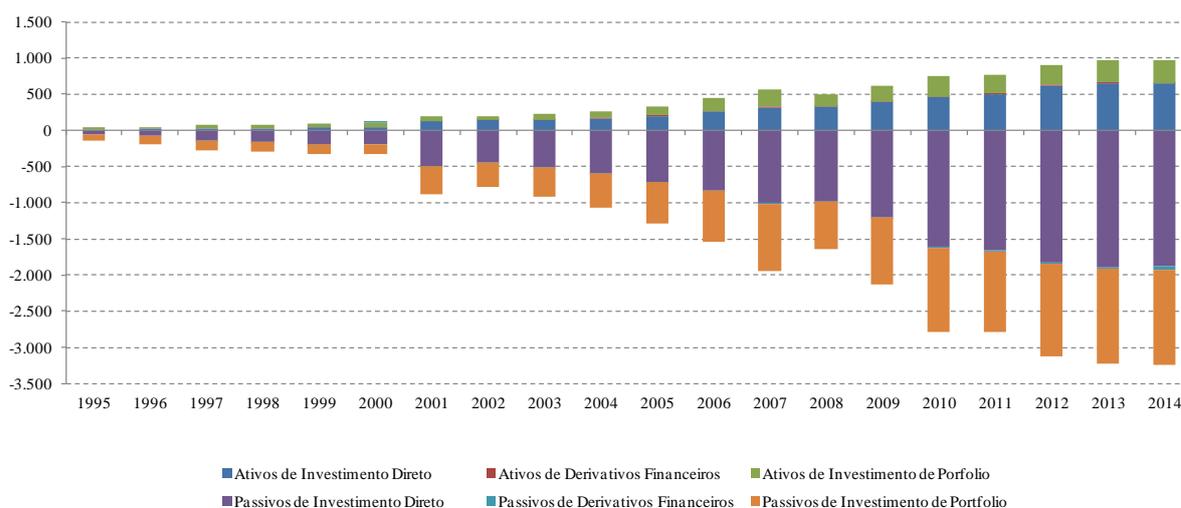
Nesse sentido, observa-se um aumento do grau de integração financeira entre 2002 e 2007, concomitante a um processo de valorização tanto da taxa de câmbio dos países latino-americanos quanto dos preços dos ativos transacionados nos mercados de capitais, que tem efeitos opostos sobre o índice em consideração, sendo possível assumir que um anulou o outro. Dessa forma, há evidências de que houve de fato um crescimento significativo da integração financeira da América Latina com os mercados globais, propiciado pela melhoria na confiança dos investidores internacionais no período. Em outras palavras, a queda na preferência pela liquidez internacional, entre 2002 e 2007, está associada a um aumento das transações financeiras entre as fronteiras dos países latino-americanos.

Posteriormente, houve continuidade na tendência de aumento da integração financeira, apesar de se observar retração no índice em 2008 e 2011, associado à contração macroeconômica verificada, inicialmente, nos Estados Unidos e, posteriormente, nos países periféricos da União Europeia. Destaca-se que, entre 2009 e 2013, houve desvalorização cambial dos países emergentes, que, em conjunto com o aumento do índice de preços de suas ações no mercado internacional, resultou em subestimação do índice em análise (Akyüz, 2015). Nesse sentido, o aumento da integração financeira é possivelmente maior do que o verificado no gráfico 7.

Observa-se ainda que o passivo externo líquido da América Latina, ou seja, o valor da subtração do seu estoque de passivo externo pelo seu estoque de ativo externo registrou aumento, ao longo das últimas décadas. Conforme já destacado, o crescimento da liquidez internacional resultou em aumento do influxo de capital financeiro de caráter predominantemente especulativo para a região, em busca de valorização de curto prazo nos ativos e nas respectivas moedas. Ademais, houve um significativo fluxo de investimento direto, atraído pelas perspectivas de retorno associado ao aumento na cotação internacional das *commodities*. O aumento da integração da América Latina aos mercados globais ocorreu sem que tenha havido um volume correspondente de investimento dos residentes em direção a outros países, ou seja, a região é predominantemente receptora de capital estrangeiro (Didier, Moretti e Schmukler, 2015). Dessa forma, é possível afirmar que o aumento da integração financeira resultou em aumento do passivo externo líquido dos países da América Latina e Caribe.

Conforme pode ser visto no gráfico 8, os passivos de portfólio e de investimento direto responderam pela quase totalidade do estoque de passivo externo adquirido desde 1995. Particularmente, o passivo resultante de investimento direto foi o que registrou maior crescimento desde 2002. Porém, é importante enfatizar que, apesar do investimento direto ter normalmente um prazo mais longo que o investimento de portfólio, sendo considerado desejável por muitos economistas, por ser menos volátil, os envios de seus dividendos para o país de origem podem resultar em saídas de capital ainda no curto prazo. Ademais, tendo em vista que a parte relevante do investimento direto tem sido associada a fusões e aquisições e a arbitragem de juros e de preços de ativos, ele pode ser desfeito com mais facilidade do que se envolvesse a expansão da capacidade instalada, podendo se traduzir em saída de capital (Kregel, 2004). Assim, ele também consiste em uma fonte de instabilidade, bem como os investimentos de portfólio e os outros investimentos.

Gráfico 8 - Posições Financeiras dos Países da América Latina e Caribe (US\$ Bilhões)



Fonte: FMI, International Financial Statistics, elaboração própria.

Dessa forma, os dados permitem concluir que o aumento da integração financeira da América Latina aos mercados globais se traduziu em uma elevação do seu passivo externo líquido, o que tende a elevar os fluxos de pagamento de juros, dividendos e amortizações da dívida para o exterior. Uma eventual elevação da taxa de câmbio ou de juros internacional tende a aumentar o valor em moeda doméstica desses compromissos, ou seja, o crescimento do estoque de passivo externo pode resultar no

aumento da vulnerabilidade da América Latina a variações no estado de expectativas dos investidores estrangeiros.

A vulnerabilidade se acentua caso os países da região não consigam gerar receitas operacionais sustentáveis em moeda estrangeira, precisando recorrer ao mercado externo para obter as divisas necessárias para honrar seus compromissos. Nesse sentido, é preciso enfatizar que uma análise mais completa a respeito da vulnerabilidade externa dos países periféricos deve englobar, além do perfil e da evolução do passivo externo, a capacidade de geração de divisas em montante suficiente para possibilitar o seu pagamento e, assim, gerar o *funding* necessário para consolidar os investimentos realizados, necessários para o processo de crescimento econômico. Uma elevação substancial do passivo externo de curto prazo pode não resultar em vulnerabilidade significativa caso o país tenha fontes de receita em moeda estrangeira sustentáveis, que permitam fechar o circuito financiamento-investimento-poupança-*funding* em economia aberta (Resende, 2007). Essa receita tem o potencial de amenizar a pressão que o aumento da preferência pela liquidez internacional tende a exercer sobre o mercado cambial e sobre os valores dos compromissos externos.

#### **5.1.4 Fluxos Correntes e Geração de Divisas**

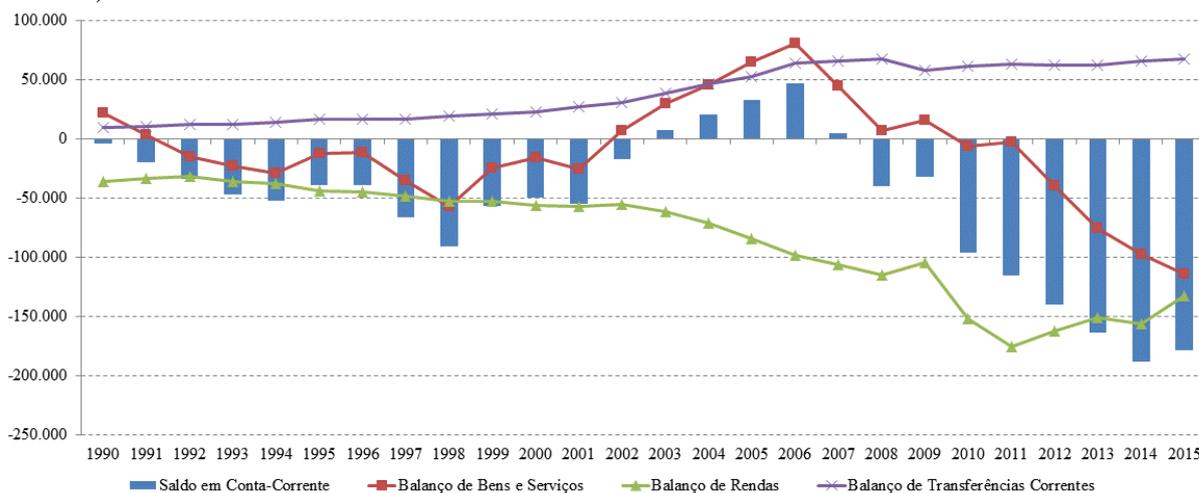
As unidades financeiras podem pagar o principal e os juros do seu passivo a partir das receitas de venda de bens e serviços, das rendas de juros, salários, aluguéis e dividendos ou de refinanciamentos da dívida. No caso de economias abertas, considerando os próprios países como unidades de análise, os compromissos externos são honrados por meio das receitas obtidas a partir da exportação de bens e serviços, das rendas de fatores produtivos em moeda estrangeira, do estoque acumulado de reservas internacionais ou do refinanciamento do passivo externo. A comparação entre o montante e o perfil de passivos externos e a expectativa de renda em moeda estrangeira permite classificar o país como unidade *hedge*, especulativa ou Ponzi e, assim, obter conclusões mais precisas sobre a vulnerabilidade externa da economia em questão.

Ao se analisar a evolução da conta-corrente agregada da América Latina e Caribe, por meio do gráfico 9, verifica-se a ocorrência de déficits crônicos desde 1990, com breve período de superávit, entre 2003 e 2007, devido ao aumento das receitas de

exportação de *commodities*. Nesse sentido, pode-se afirmar que os resultados negativos em transações correntes são geralmente contrabalançados pelos influxos líquidos de capital na região<sup>51</sup>.

Ademais, observa-se que o balanço de rendas se mostrou deficitário em todo o período posterior a 1990, o que mostra que os pagamentos de juros, dividendos, alugueis e salários ao exterior são superiores às receitas de mesma natureza. O saldo comercial também tem sido predominantemente deficitário, com exceção do período entre 2003 e 2007. O único componente das transações correntes da região que apresentou superávit em todos os anos em consideração foram as transferências correntes, influenciadas pelas remessas de imigrantes aos países de origem (Vera e Pérez-Caldentey, 2015; Cepal, 2001), porém em magnitude relativamente reduzida, em comparação com os demais fluxos.

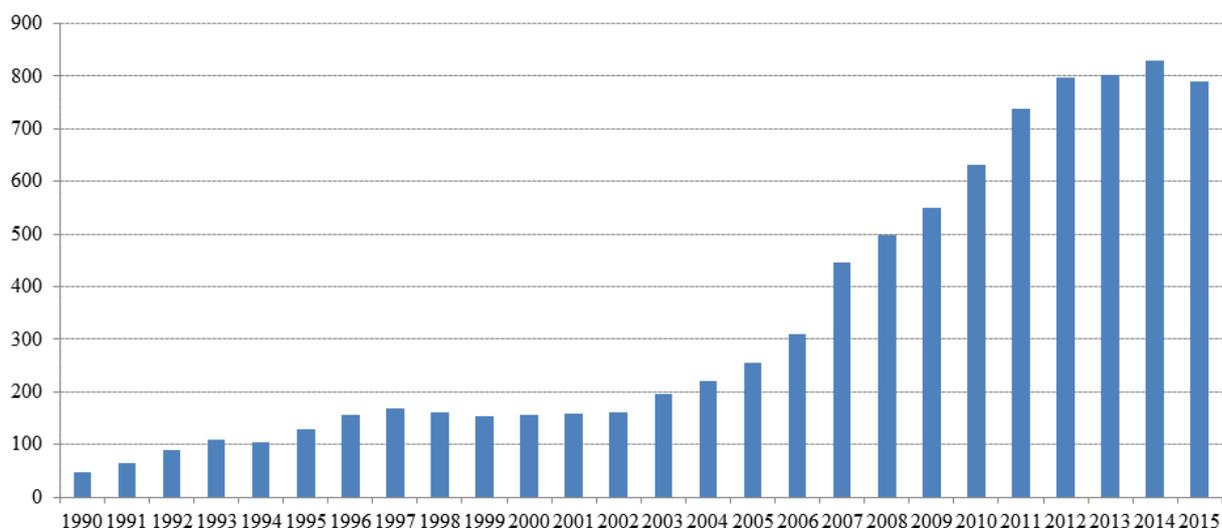
Gráfico 9 – Fluxos Líquidos em Transações Correntes da América Latina e Caribe (US\$ Milhões)



Fonte: Cepalstat, elaboração própria.

<sup>51</sup> A própria manutenção da âncora cambial, que gerava incentivos para a importação, reduzindo o saldo comercial dos países latino-americanos, só foi possibilitada enquanto os déficits correntes eram sustentados por superávits financeiros. A reversão nos fluxos de capital para a região, ao longo da década de 1990 e início da seguinte, em conjunto com o resultado negativo em transações correntes, conduziu a um esgotamento de reservas, colocando em xeque a viabilidade das âncoras cambiais.

Gráfico 10 – Reservas Cambiais, América Latina e Caribe (US\$ Bilhões)



Fonte: FMI, International Financial Statistics, elaboração própria.

Dessa forma, é possível afirmar que as receitas correntes em moeda estrangeira não têm sido suficiente para honrar os compromissos externos, o que leva os países da América Latina e Caribe a recorrer a financiamentos adicionais junto ao exterior ou ao estoque de reservas cambiais acumulado. Este tem mostrado considerável crescimento entre 2003 e 2014, impulsionado pelas entradas de capital financeiro na região, como pode ser observado no gráfico 10.

Além de ter reduzido a demanda de recursos do FMI, conferindo maior autonomia aos países na determinação e condução da política econômica, o crescimento do estoque de reservas, entre 2003 e 2014, juntamente com a adoção de um regime cambial de flutuação suja, propiciou uma melhor acomodação dos choques originados no cenário internacional. Nesse sentido, as oscilações na preferência pela liquidez dos investidores estrangeiros não tem se traduzido em riscos consideráveis de esgotamento de reservas ou de descontinuidade do regime cambial adotado, mas sim em oscilações no preço relativo das moedas domésticas e do estoque de ativos emitidos, que podem levar a ampliações no valor dos compromissos externos e uma piora na situação patrimonial. Em outras palavras, desde meados da década de 2000, a vulnerabilidade externa tem se manifestado na volatilidade cambial e não em um risco significativo de esgotamento das reservas (Biancareli, 2015; Cintra, 2015).

## 5.2 Observações para México, Brasil e Argentina

Tendo em vista que a América Latina engloba um grupo heterogêneo de países, em termos de tamanho, padrões de desenvolvimento, estrutura produtiva, instituições e adoção de políticas macroeconômicas, torna-se difícil tecer considerações mais detalhadas e precisas sobre a sua vulnerabilidade externa como um todo. Além disso, não há uma variedade satisfatória de dados e informações agregadas para a região. Diante desses problemas, a análise desta seção será focada nas três maiores economias do continente: México, Brasil e Argentina. O foco das observações é essencialmente o mesmo das realizadas em relação à América Latina e Caribe, ou seja, o comportamento dos fluxos de capital em relação aos países, à luz das variações na preferência pela liquidez internacional, a evolução e composição dos estoques de ativos e passivos externos e a capacidade de geração de receitas sustentáveis em moeda estrangeira, a partir do comércio exterior. Por meio do conjunto de dados disponibilizados será possível analisar a inserção dos três países no cenário internacional e avaliar a sua vulnerabilidade externa.

### 5.2.1 A Volatilidade dos Fluxos de Capital

O comportamento dos principais fluxos financeiros do México, do Brasil e da Argentina<sup>52</sup> apresenta similaridades em relação ao observado para a América Latina e Caribe até o início da década de 2000<sup>53</sup>, conforme pode ser visualizado nos gráficos 11 a 13. Nos três casos, é possível observar que, entre 1990 e 1993, houve um significativo influxo líquido de capital para esses países, liderado pelos investimentos de portfólio. A partir de 1994, verifica-se uma redução no saldo desta rubrica no balanço de pagamentos mexicano, associada à crise ocorrida neste país. Esta mesma contração foi observada na Argentina e no Brasil em 1995, devido à piora nas expectativas dos agentes internacionais, influenciada pela crise do México.

Apesar de uma breve e suave recuperação dos influxos líquidos de investimento de portfólio em 1996, acompanhada pela estabilidade dos investimentos diretos, que

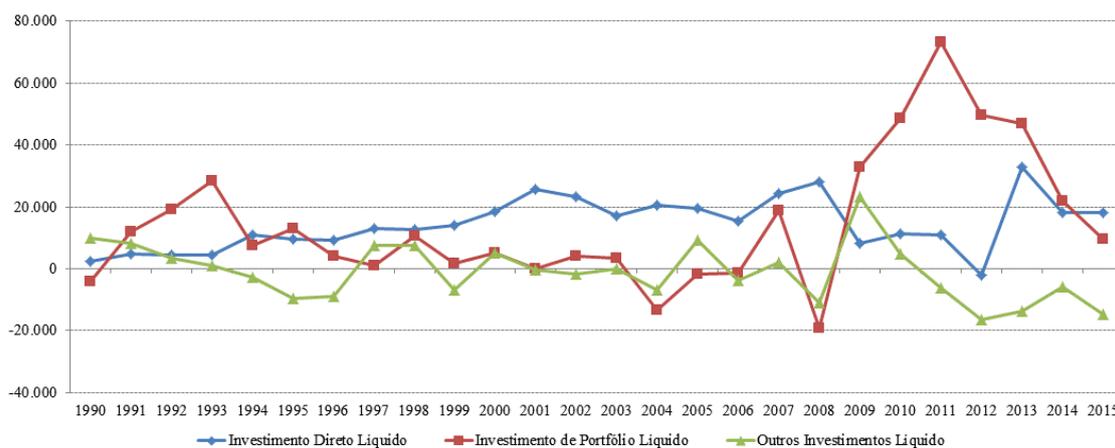
---

<sup>52</sup> Na seção anexa a este trabalho, os gráficos A.1, A.2 e A.3 mostram a evolução dos principais componentes da conta financeira do Chile, da Colômbia e do Peru. É possível observar que os dados referentes a esses países se assemelham aos do Brasil e do México. Como será enfatizado mais adiante, a Argentina se diferencia, por ter apresentado um isolamento em relação ao mercado financeiro global.

<sup>53</sup> A partir de 2002, o comportamento dos fluxos financeiros do México e do Brasil continua apresentando similaridades em relação à América Latina como um todo. No entanto, a Argentina passa se diferenciar devido ao seu isolamento em relação aos mercados globais, decorrente da reestruturação da sua dívida externa, e à orientação da política econômica doméstica.

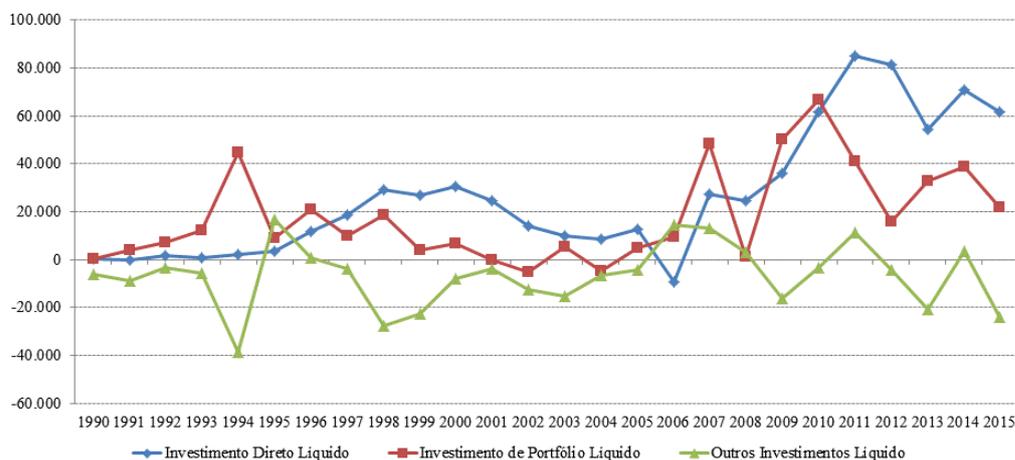
permaneceram praticamente inabalados, eles sofreram nova redução em 1997 e 1998, dessa vez devido à deterioração das expectativas em função da crise asiática. No caso do Brasil, houve, inclusive, uma elevação do déficit na rubrica de outros investimentos, que agravou a redução do saldo da conta financeira. Isso, em conjunto com o déficit em transações correntes, dificultou a manutenção da âncora cambial, levando ao seu abandono em janeiro de 1999, após a obtenção de empréstimos junto ao FMI.

Gráfico 11 – Principais Componentes da Conta Financeira do México (US\$ Milhões)



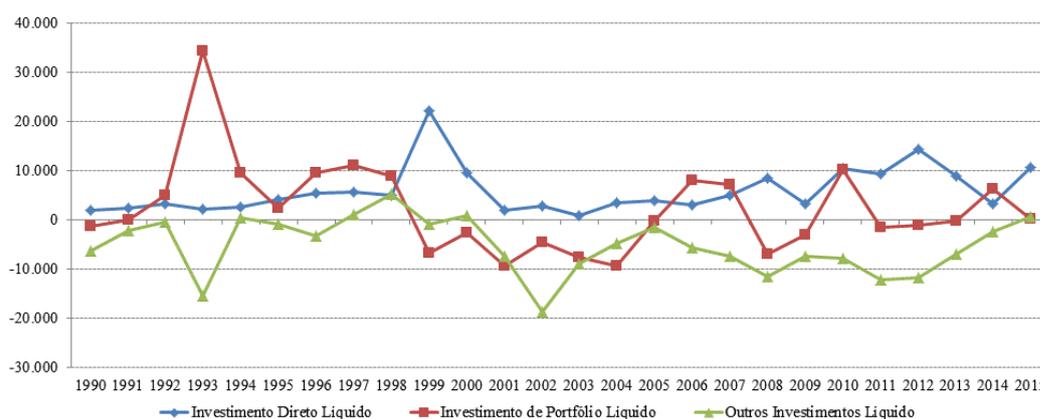
Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Gráfico 12 - Principais Componentes da Conta Financeira do Brasil (US\$ Milhões)



Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Gráfico 13 - Principais Componentes da Conta Financeira da Argentina (US\$ Milhões)



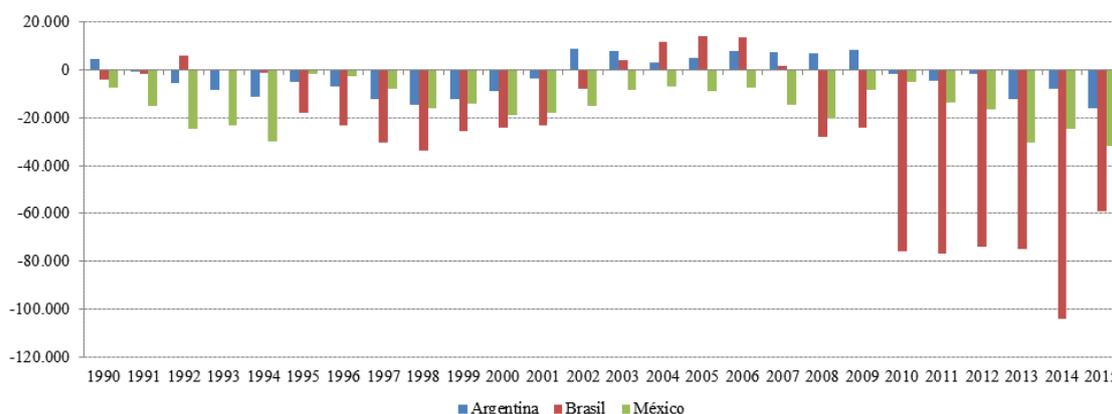
Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

É importante observar que os influxos líquidos de capital financeiro para o Brasil também sofreram contração em 2002, devido à desconfiança dos investidores internacionais quanto à eleição do Partido dos Trabalhadores para a Presidência da República. Nesse sentido, um evento político levou a alteração nas expectativas internacionais quanto ao desempenho macroeconômico brasileiro e à capacidade do país em honrar os seus compromissos externos, tendo impacto negativo no influxo líquido de capital.

Durante a década de 1990 e início da década de 2000, observa-se, além da volatilidade dos fluxos de capital, a existência de déficits crônicos na conta-corrente do balanço de pagamentos das três maiores economias da América Latina (gráfico 14)<sup>54</sup>, devido à utilização de âncora cambial e à limitada competitividade dos seus bens e serviços, em um cenário de abertura comercial e financeira. Esses déficits foram sustentados pela entrada de capital financeiro internacional, de caráter predominantemente especulativo, nos períodos de redução da preferência pela liquidez global. Porém, nos momentos de piora ou desconfiança nas expectativas, devido a eventos diversos, não necessariamente relacionados ao desempenho macroeconômico desses países, eles resultaram na redução de suas reservas internacionais, aumentando, assim, a escassez de divisas externas e, por isso, comprometendo tanto a manutenção da âncora cambial quanto o pagamento dos passivos externos contraídos.

<sup>54</sup> Isso também pode ser observado em outros países da América Latina, como Chile, Colômbia e Peru, conforme pode ser observado no gráfico A.4, no Anexo A.

Gráfico 14 – Saldo em Conta-Corrente do Balanço de Pagamentos, Argentina, Brasil e México (US\$ Milhões)



Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Cumprе ressaltar que, além da escassez de reservas por si só, a contração no nível de atividade e no emprego, resultante dos acentuados déficits em conta-corrente e na conta financeira, tornaram inviável a manutenção da âncora nominal. O esforço para a sua manutenção, nos cenários de agravamento da desconfiança dos investidores internacionais, levou a uma contração na base monetária. Isso, por sua vez, leva a uma tendência de aumento na taxa de juros doméstica, o que tem impacto negativo sobre o investimento e, portanto, sobre o crescimento econômico e o emprego. Assim a não neutralidade da moeda resulta em dificuldade de compatibilização entre a âncora nominal e a manutenção do emprego e da atividade econômica em níveis satisfatórios, nos momentos de deterioração da expectativa dos agentes internacionais e aumento da sua preferência pela liquidez.

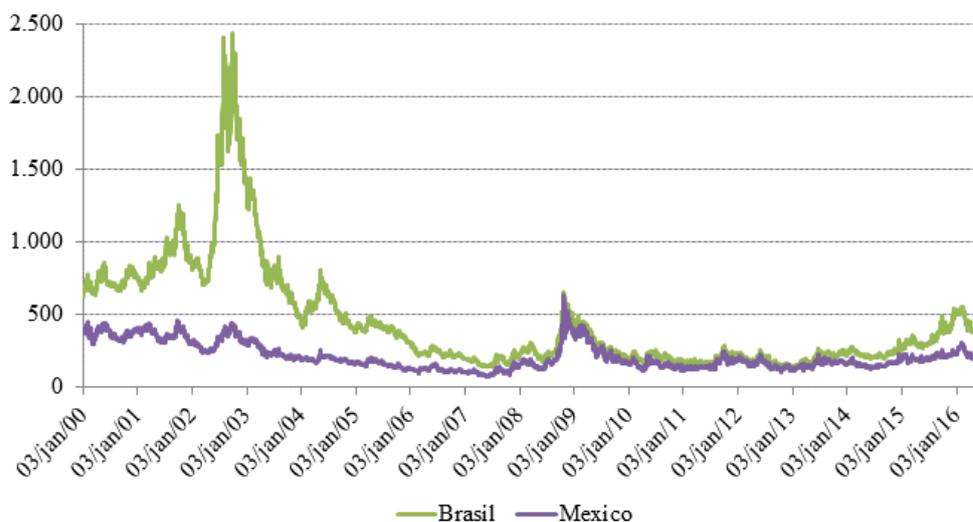
Ao longo da década de 2000, observa-se um papel de destaque para os investimentos diretos, nas três economias em consideração, tanto pelo seu volume, quanto pela sua estabilidade, em comparação aos demais componentes da conta financeira. No caso específico do Brasil, verifica-se um acentuado crescimento do saldo dessa rubrica entre 2006 e 2010.

Porém, é importante destacar que a elevação dos empréstimos intercompanhia destinados para a arbitragem entre os juros externos e os juros domésticos, ou entre os preços dos ativos externos e domésticos, responde por parcela relevante do aumento dos investimentos diretos estrangeiros. Outra parte considerável é proveniente de processos de fusão e aquisição, não resultando em investimento produtivo de fato, ou seja, não

gerou aumento da capacidade instalada na região (Didier, Moretti e Schumker, 2015). Ademais, mesmo sendo normalmente associado a um prazo mais longo que os investimentos de portfólio e outros investimentos, que englobam créditos bancários, os investimentos direto estrangeiros também possuem um potencial de volatilidade, seja porque resultam, em dividendos, que podem ser repatriados, dependendo da expectativa do investidor, seja porque são fáceis de serem desfeitos e se transformarem em moeda estrangeira ou outro ativo de alta liquidez, uma vez que são associados, de forma predominante, a fusões e aquisições (Kregel, 2004) e à compra de ativos de portfólio, e não a expansão da capacidade instalada. Assim, variações na preferência pela liquidez internacional podem se traduzir em oscilações tanto no montante de investimento direto estrangeiro, quanto no valor dos dividendos reinvestidos.

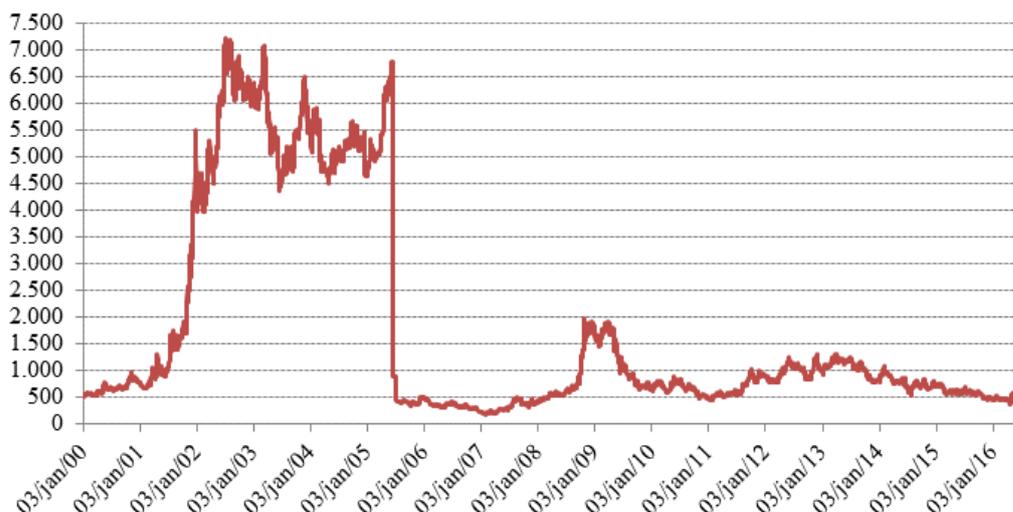
Entre 2003 e 2015, é possível perceber a volatilidade dos fluxos de investimento de portfólio e outros investimentos, com quedas acentuadas após 2008, em face da crise do mercado hipotecário norte-americano, que gerou uma deterioração na confiança das expectativas internacionais. Essa volatilidade é observada ainda na primeira metade da década de 2010, com os influxos tendo sido afetados por eventos como a crise na União Europeia, a sinalização do Fed sobre a possibilidade de elevar a taxa básica de juros norte-americana e a relativa desaceleração do crescimento econômico chinês (IMF, 2014). Assim, é possível perceber a relação existente entre a percepção da incerteza, no cenário internacional, e a redução de influxos de capital de curto prazo para as economias latino-americanas.

Gráfico 15 – Índice EMBI+, Brasil e México



Fonte: JPMorgan, elaboração própria.

Gráfico 16 – Índice EMBI+ - Argentina



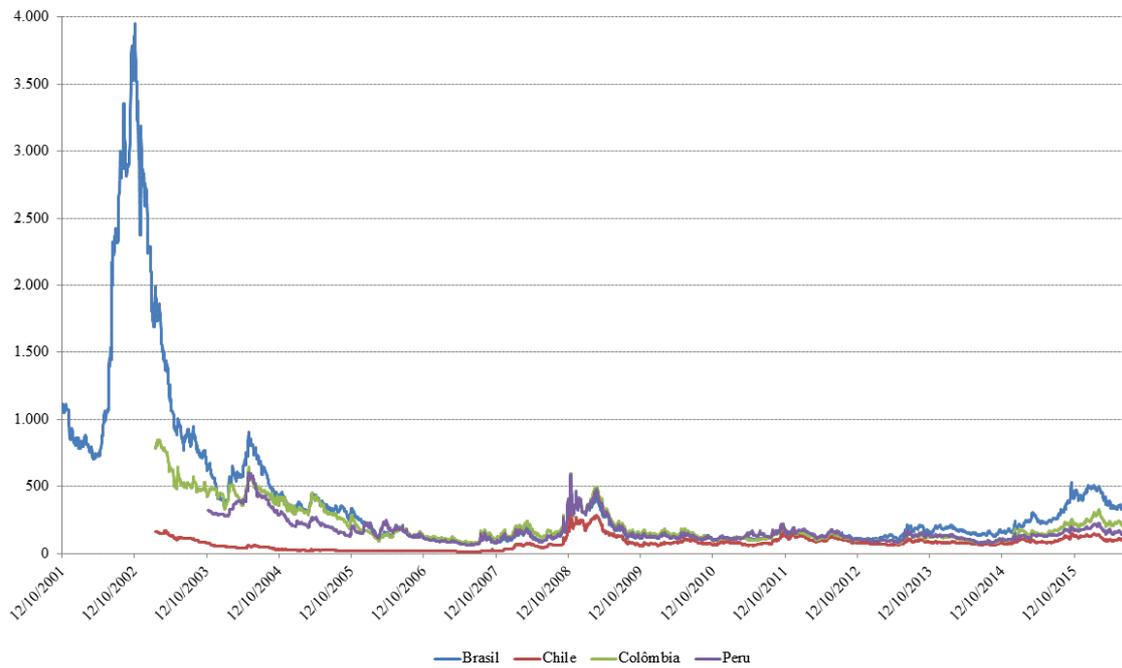
Fonte:JPMorgan, elaboração própria.

As variações da percepção de incerteza em relação ao Brasil, México e Argentina, podem ser observadas por meio dos gráficos 15 e 16, que mostram o comportamento do índice EMBI+<sup>55</sup> para os três países. Esse índice capta o retorno ponderado de um conjunto de ativos emitidos por cada uma dessas economias. Sua elevação reflete um aumento da preferência pela liquidez, ou seja, uma elevação no prêmio exigido para se abrir mão da flexibilidade e segurança possuída pelo dólar e pelos títulos de curto prazo do Tesouro norte-americano. Os gráficos 17 a 19 também fornecem uma *proxy* para essa mesma variável, utilizando o CDS para o Brasil, Chile, Colômbia, Peru, México e Argentina<sup>56</sup>, ou seja, o prêmio pago para a contratação de seguro contra o *default* desses países. A observação da trajetória EMBI+ e do CDS permite visualizar a elevada oscilação da percepção de incerteza dos agentes internacionais em relação às economias periféricas. Verificam-se, particularmente, abalos consideráveis no estado de expectativas entre 2000 e 2003, entre 2008 e 2009 e entre 2014 e 2016, de forma similar ao analisado para a América Latina.

<sup>55</sup> Optou-se por fazer um gráfico separado para a Argentina, uma vez que a elevação significativa do índice, entre 2002 e 2005, ampliaria demasiadamente a escala do gráfico para os demais países, dificultando a observação das respectivas volatilidades. Além disso, é importante destacar que os índices EMBI+, apesar de serem da JP Morgan, foram disponibilizados pelo sítio eletrônico do Banco Central da Argentina, sem fornecer informações sobre os índices EMBI+ relativos a Chile, Colômbia e Peru.

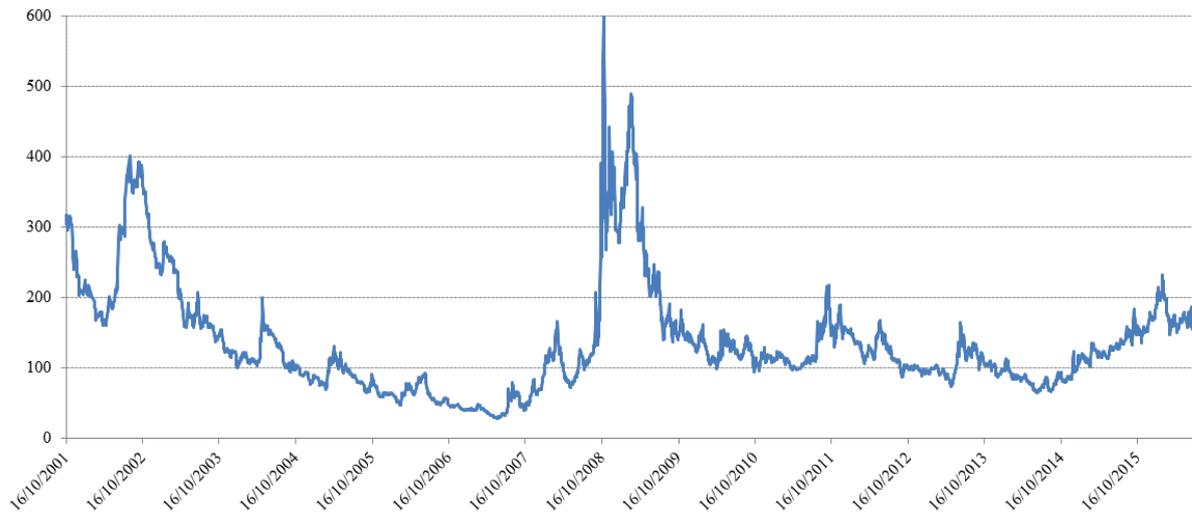
<sup>56</sup> Optou-se por fazer gráficos separados para a Argentina e para o México, porque as datas de disponibilização dos seus respectivos CDS são diferentes entre si e em relação aos demais países em consideração, em vista dos feriados e do conseqüente funcionamento do mercado financeiro. No caso específico da Argentina, cumpre observar que há descontinuidades na série a partir de 2014, devido ao *default* declarado.

Gráfico 17 – CDS – Brasil, Chile, Colômbia e Peru.



Fonte: Bloomberg, elaboração própria.

Gráfico 18 – CDS – México



Fonte: Bloomberg, elaboração própria.

Gráfico 19 – CDS – Argentina



Fonte: Bloomberg, elaboração própria.

Conforme visto anteriormente, a melhora (piora) no estado de expectativas prevalecente no cenário internacional se reflete no crescimento (redução) da oferta de liquidez externa. Em outras palavras, o aumento (diminuição) do influxo de capital em direção aos países latino-americanos está associado a uma maior (menor) confiança dos investidores internacionais nas suas expectativas quanto ao retorno dos ativos oriundos dessas economias. Nesse sentido, o aumento da percepção de incerteza quanto ao desempenho dos países em consideração exerce impacto negativo sobre a disponibilidade de liquidez internacional, o que tende a elevar a taxa de juros nacional e a desvalorizar o câmbio. Caso essa interrupção ou diminuição do fluxo de capital externo não seja contrabalançada por políticas anticíclicas, o investimento, o produto e o emprego domésticos são negativamente afetados.

A resposta das taxas de câmbio à disponibilidade de liquidez internacional pode ser observada pelos gráficos 20 a 22, que mostram a trajetória da taxa de câmbio nominal efetiva<sup>57</sup> e da taxa de câmbio real das 3 maiores economias da América Latina, desde 1995<sup>58 59</sup>. Observa-se que, de forma geral, os aumentos (reduções) de influxo de capital, influenciados por redução (elevação) na percepção de incerteza nos mercados financeiros, traduziram-se em tendências de valorizações (desvalorizações) cambiais. É importante observar que, mesmo após o abandono da âncora cambial, foram realizadas

<sup>57</sup> Esse indicador consiste em um índice calculado a partir da média de várias taxas de câmbio bilaterais ponderadas pelas correspondentes relações comerciais. Detalhes metodológicos podem ser encontrados em Klau e Fung (2006).

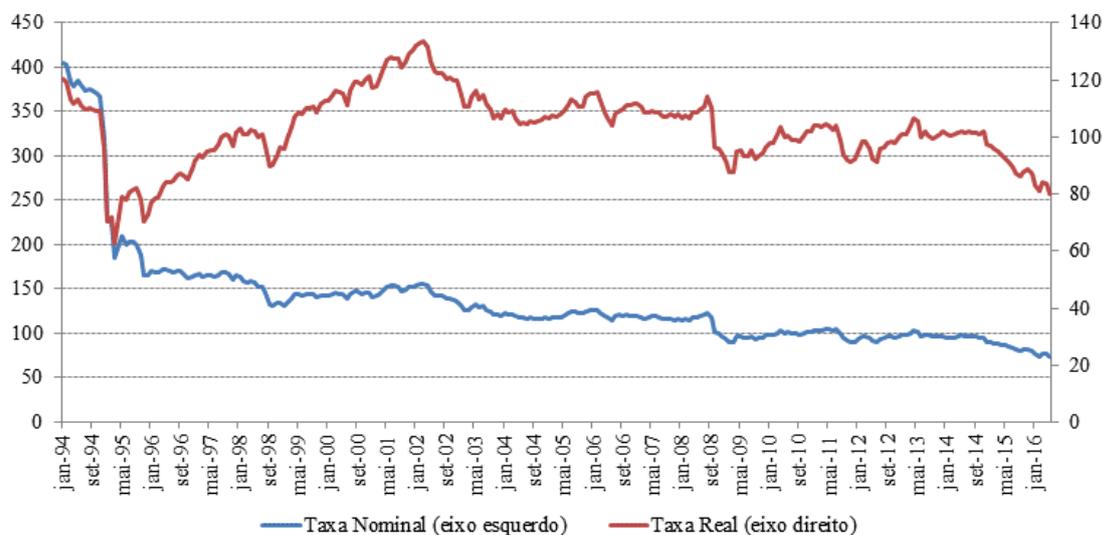
<sup>58</sup> No caso do México, optou-se por mostrar a trajetória a partir de 1996, porque os índices anteriores possuem elevada magnitude, o que distorce a escala e dificulta uma observação mais detalhada da oscilação do indicador.

<sup>59</sup> É possível observar a evolução dessas mesmas variáveis, para o Chile, a Colômbia e o Peru, por meio dos gráficos A.5 e A.7 no Anexo A.

intervenções nos mercados cambiais pelas autoridades monetárias dos países em consideração, com o intuito de amenizar as flutuações cambiais e, assim, reduzir as consequências inflacionárias e deflacionárias que elas podem gerar, o que caracteriza um regime de flutuação suja. No caso específico da Argentina, a autoridade monetária buscou intervir na taxa de câmbio, entre 2003 e 2008, para mantê-la em patamar competitivo, conjuntamente com a adoção de controles de capital no mesmo período. O objetivo principal da política cambial deste país passou a ser a competitividade externa (Damill e Frenkel, 2013; Frenkel e Rapetti, 2010). Porém, mesmo com a intervenção, a taxa de câmbio real sofreu valorização, devido à aceleração da inflação doméstica.

É possível verificar, para os três países latino-americanos em análise, que a taxa de câmbio efetiva nominal, mensurada pela razão entre moeda estrangeira e moeda nacional e ilustrada nos gráficos 20 a 22, apresentou desvalorização em 2003. Ora ao se observar que esse ano coincide aproximadamente com o final da fase contracionista de um ciclo de liquidez, infere-se que há uma baixa demanda pelas moedas domésticas dos países latino-americanos, no momento de deterioração das expectativas internacionais. Isso, por sua vez, reforça o argumento de que a demanda por essas moedas tem caráter fortemente especulativo, sendo elevada nos períodos de prosperidade, no cenário global, e reduzida nos períodos de contração ou desconfiança, em que a elevação da preferência pela liquidez passa a ser atendida em maior grau, ou até exclusivamente, por ativos denominados em dólar ou em outras moedas de elevada liquidez (De Conti, Prates e Plihon, 2014; Carneiro, 2008).

Gráfico 20 – Evolução das Taxas Mensais de Câmbio Nominal Efetiva e Real, México



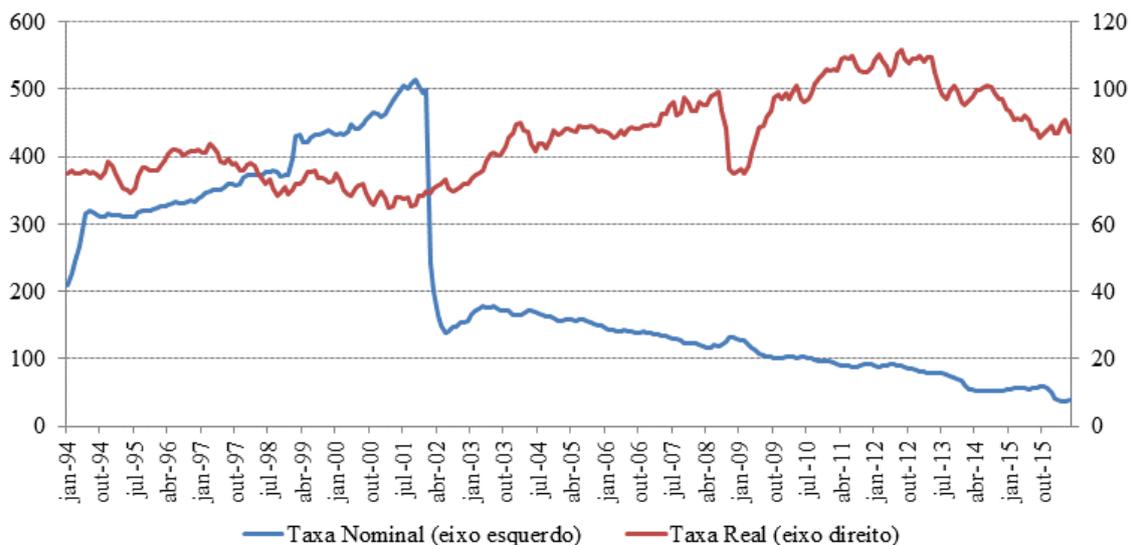
Fonte: BIS, elaboração própria.

Gráfico 21 – Evolução das Taxas Mensais de Câmbio Nominal Efetiva e Real, Brasil



Fonte: BIS, elaboração própria.

Gráfico 22 – Evolução das Taxas Mensais de Câmbio Nominal Efetiva e Real, Argentina



Fonte: BIS, elaboração própria.

No período entre 2003 e 2008, observam-se diferentes trajetórias cambiais entre os três diferentes países. Enquanto o gráfico 21 mostra que o Brasil apresenta tendência de acentuada valorização das taxas de câmbio nominal e real, com aumento do influxo de capital financeiro, o gráfico 22 evidencia a tendência de moderada desvalorização nominal por parte da Argentina, mesmo com a melhoria gradual dos influxos de capital de portfólio, que foram contrabalançadas com a compra de dólar, com o intuito de manter o câmbio em nível competitivo. Isso amenizou, mas não impediu a apreciação

real da taxa de câmbio. Por sua vez, as taxas de câmbio real e efetiva nominal mexicanas possuem maior tendência à estabilidade durante esse período, em comparação com os dois outros países, havendo pouca oscilação no saldo da conta financeira do seu balanço de pagamentos.

A diferença entre a trajetória cambial argentina em relação aos demais países está relacionada à sua política cambial que, a partir de intervenções conjuntas no mercado de câmbio e no fluxo de capital internacional, buscou manter a taxa de câmbio em patamares considerados competitivos. As principais diferenças entre os 3 países em termos de adoção de políticas econômicas, entre 1990 e 2016, estão resumidas no quadro 1 e detalhadas no Anexo B deste trabalho. Entre elas, destaca-se que, ao contrário do Brasil e do México que adotaram a política de metas de inflação, a Argentina optou por metas monetárias quantitativas. Nesse sentido, a compra de moeda estrangeira, com o objetivo de manter o peso argentino desvalorizado, mediante o crescimento gradual dos influxos de capital, teve que ser contrabalançada com a emissão de títulos públicos, de forma a assegurar que o montante de meios de pagamento ofertados permanecesse dentro do intervalo previamente anunciado pela autoridade monetária. Segundo Damill e Frenkel (2015), a emissão de títulos públicos para esterilizar o crescimento da oferta de moeda resultante das intervenções no mercado cambial não acarretaram custos fiscais significativos, uma vez que a taxa básica de juros encontrava-se em nível relativamente baixo.

Após 2008, o Brasil passou a apresentar tendência de desvalorização cambial, mesmo havendo uma relativa estabilidade entre 2010 e 2011. No período posterior à crise no mercado hipotecário norte-americano, verifica-se uma elevada volatilidade nos componentes da sua conta financeira, cabendo destacar um elevado crescimento dos influxos de investimento direto até 2010. No caso do México, observa-se novamente tendência de estabilidade na sua trajetória cambial, nesse período, porém em patamar abaixo do verificado entre 2004 e 2008. Entre 2008 e 2015, há um processo de crescimento acentuado dos influxos de capital de portfólio, porém amenizados pelos déficits em outros investimentos e redução dos investimentos diretos. Por sua vez, há continuidade na tendência de desvalorização da taxa de câmbio efetiva nominal argentina, concomitante à ocorrência de fugas de capital desse país, influenciada pelo baixo patamar da taxa de juros, em conjunto com a expectativa de depreciação cambial, e em parte pela intervenção do governo nos indicadores oficiais de inflação e nível de

Quadro 1 – Quadro resumo das principais políticas econômicas adotadas por México, Brasil e Argentina (1990 – 2016).

	México	Brasil	Argentina
Política monetária e cambial	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Âncora cambial – bandas cambiais (1990-1994);</li> <li>• Abertura financeira (1990 – 2016);</li> <li>• Regime cambial de flutuação suja, subordinado às metas de inflação (1994-2016);</li> <li>• Regime de metas anuais de inflação (2001-2016).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Âncora cambial – bandas assimétricas (1994 – 1998);</li> <li>• Abertura financeira (1990-2016);</li> <li>• Regime cambial de flutuação suja, subordinado às metas de inflação (1999-2016);</li> <li>• Regime de metas anuais de inflação (1999-2016);</li> <li>• Uso do IOF como instrumento de controle de capitais (2009 – 2016).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Âncora cambial – regime de conversibilidade (1990 – 2002);</li> <li>• Abertura financeira (1990 – 2002);</li> <li>• Regime de câmbio administrado (2003 – 2016);</li> <li>• Isolamento em relação ao mercado financeiro mundial e controles de capital (2003 – 2016);</li> <li>• Regime de metas monetárias quantitativas (2003 – 2006);</li> <li>• Regime de metas em termos de M2 (2006 – 2016).</li> </ul>
Política fiscal	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exigência legal de equilíbrio fiscal anual (2001 – 2016).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Metas de superávit primário anuais (1999 – 2016).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reestruturação da dívida pública externa (2005; 2010);</li> <li>• Período de viés contracionista (2003 – 2008), seguido por período de viés expansionista (2009 – 2016).</li> </ul>
Política industrial e de desenvolvimento produtivo	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Praticamente inexistente;</li> <li>• Privatizações (1990 – 2016);</li> <li>• Investimentos diretos de firmas sediadas nos Estados Unidos e Canadá, no âmbito do NAFTA (1994-2016);</li> <li>• Benefícios fiscais predominantemente para a importação de insumos, com vistas à montagem de produtos e reexportação.</li> <li>• Reduzido investimento público.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Privatizações (1990 – 2002);</li> <li>• Investimentos públicos, no âmbito do Programa de Aceleração do Investimento (2006 – 2016);</li> <li>• Desonerações tributárias sobre insumos, bens de capital e bens duráveis (2009 – 2016);</li> <li>• Uso do poder de compra governamental para incentivar a indústria doméstica (2012 – 2016);</li> <li>• Concessão de empréstimos de longo prazo, a taxas de juros subsidiadas por meio de bancos públicos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Perseguição de câmbio competitivo (2003 – 2010);</li> <li>• Subsídios e controle de preços e tarifas (2003 – 2016).</li> </ul>

atividade<sup>60</sup>, ao aumento da preferência pela liquidez internacional, diante da crise mundial, e à piora no saldo em transações correntes. Cumpre destacar que a taxa de câmbio nominal efetiva dos três países se encontra em seu menor patamar, desde 1995, o que reflete a piora nas expectativas dos agentes internacionais.

Dessa forma, é possível verificar, a partir da análise dos indicadores referentes à liquidez internacional, ao estado das expectativas dos investidores, aos componentes do balanço de pagamentos e à taxa de câmbio efetiva nominal que os ciclos de liquidez internacional exercem impacto sobre as economias latino-americanas em consideração, a partir do seu efeito sobre os influxos de capital. Nas fases de melhoria na confiança, há um crescimento do superávit das rubricas da conta financeira do balanço de pagamentos e uma pressão para valorização das respectivas moedas domésticas, uma vez que há aumento na demanda por essas moedas e nos ativos nelas denominados, de caráter predominantemente especulativo. A valorização cambial, por sua vez, tende a elevar os déficits em transações correntes, que podem se tornar maior que o superávit financeiro, com o passar do tempo e, assim, comprometer a capacidade de obtenção de divisas para o pagamento do passivo externo.

Na fase de deterioração da confiança dos agentes internacionais, o aumento da preferência pela liquidez leva a um aumento na demanda por moedas e ativos mais líquidos, ou seja, por moedas que consigam desempenhar de forma mais ampla as funções clássicas de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor e pelos ativos nela denominados. Nesse sentido, há fuga de capital das economias latino-americanas, de inserção periférica no sistema financeiro internacional, refletida em tendência a déficit nos componentes da conta financeira do balanço de pagamentos, o que leva a uma pressão para desvalorização das suas respectivas taxas de câmbio.

É importante destacar que, mesmo em regime de câmbio flexível, em que a oferta de moeda está desvincilhada do nível de reservas, os influxos de capital influenciam o desempenho macroeconômico. Por um lado, a melhoria da oferta de liquidez internacional tende a resultar em aumento do crédito interno, crescimento do

---

<sup>60</sup> A intervenção do governo argentino nos cálculos de índice de preços ao consumidor levou a uma redução no valor ajustado do passivo contraído. Assim, os credores internacionais passaram a ver isso como uma forma de inadimplência. Ademais, os indicadores referentes ao nível de atividade também foram alterados com o intuito de mascarar a piora no desempenho macroeconômico. Dessa forma, os investidores internacionais perderam a confiança nos indicadores oficiais divulgados pelo governo da Argentina, o que gerou um aumento da incerteza em relação ao país. Para mais detalhes, ver Damill e Frenkel (2013).

depósito bancário e redução da preferência pela liquidez doméstica. Por outro lado, a própria abertura financeira, ao impor a possibilidade de fuga de capitais, exerce influência sobre a determinação da taxa de juros em patamares elevados pela autoridade monetária, como forma de manter a atratividade dos ativos domésticos aos especuladores. Em uma situação de queda (aumento) na preferência pela liquidez, a contração (elevação) dos prêmios exigidos para se abrir mão da liquidez e a melhoria (piora) da avaliação convencional de risco-país realizada pelas agências de *rating* propiciam a manutenção de um nível de juros favorável (desfavorável) ao investimento.

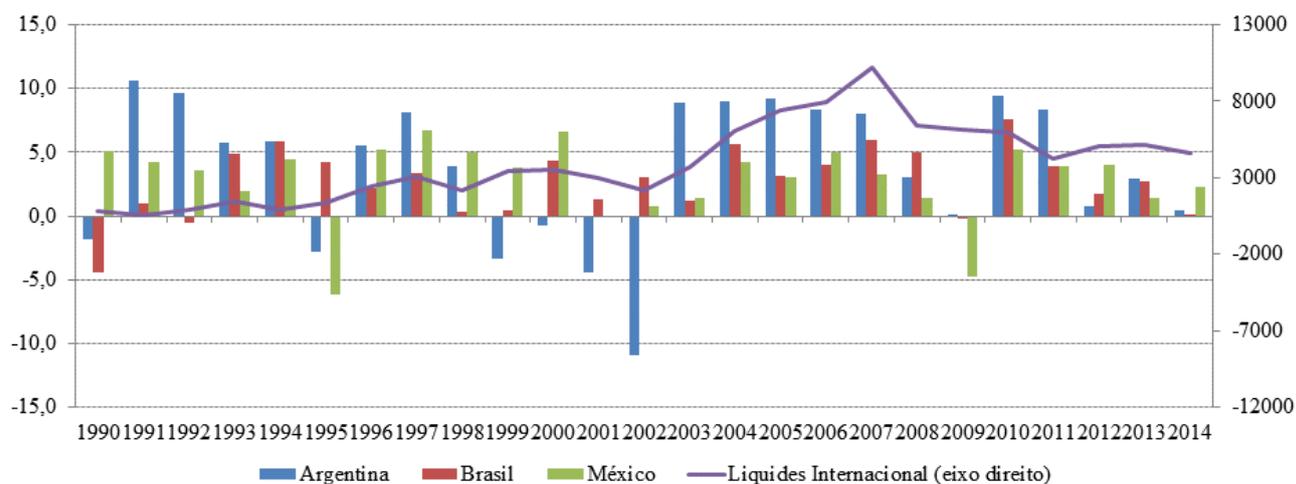
Cabe ressaltar também que, em economias abertas, o nível da taxa de câmbio nominal afeta o preço dos bens transacionáveis, podendo conduzir a processos inflacionários. Nesse sentido, eleva-se a taxa de juros, para manter a economia atrativa aos fluxos de capital e para manter o câmbio valorizado, com expectativa de proporcionar maior estabilidade do nível geral de preços. Assim, devido ao impacto sobre a preferência pela liquidez doméstica e sobre a determinação prévia da taxa básica de juros pela autoridade monetária, o aumento do superávit da conta financeira do balanço de pagamentos tende a resultar em uma redução da taxa de juros e uma melhoria nas expectativas domésticas, o que tem impactos positivos sobre o investimento, o crescimento econômico e o nível de emprego.

De forma equivalente, a contração na oferta de liquidez internacional, diante do aumento da desconfiança dos agentes internacionais tende a elevar preferência pela liquidez em âmbito doméstico, além de levar a autoridade monetária a aumentar a taxa básica de juros, seja para impedir uma desvalorização cambial que leva a uma aceleração da inflação, seja para manter a economia doméstica atrativa para os investidores internacionais, diante do agravamento na avaliação de risco país e na elevação do prêmio exigido para abrir mão da liquidez. Nesse sentido, se as condições externas não forem contrabalançadas por políticas de manutenção e expansão do nível de atividade e do emprego, possibilitadas a partir do acúmulo de um estoque significativo de reservas cambiais, o desempenho macroeconômico das economias latino-americanas fica condicionado pelo seu balanço de pagamentos.

O impacto dos influxos financeiros sobre o desempenho macroeconômico das economias latino-americanas em análise pode ser verificado a partir do gráfico 23, que mostra a taxa de crescimento anual do seu produto interno bruto (PIB) a preços

constantes<sup>61</sup> e os valores da *proxy* para liquidez internacional, calculada segundo Resende e Amado (2007). Nos anos em que ocorre piora nas expectativas dos agentes internacionais (1995, 1998-2002, 2008-2009, 2012-2015<sup>62</sup>), com redução nos influxos de capital para esses países, ou mesmo fuga de capital, as taxas de crescimento econômico tendem a sofrer diminuição, chegando até a ser negativas em alguns casos. Por sua vez, os anos de aumento da confiança dos agentes internacionais (1991-1994; 1996-1997; 2003-2007; 2010-2011) correspondem aos períodos de melhoria do crescimento econômico. Conforme já destacado por Resende e Amado (2007), os ciclos de crescimento do México, do Brasil e da Argentina são reflexos dos ciclos de expansão da liquidez internacional, havendo uma correlação positiva entre as respectivas taxas de variação. Assim, há evidências de que o desempenho macroeconômico da América Latina está associado aos movimentos de capital financeiro entre as fronteiras dos seus países.

Gráfico 23 – Taxa de Crescimento Anual do PIB a preços constantes, Argentina, Brasil e México, e Proxy da Liquidez Internacional (US\$ Bilhões).



Fonte: Cepalstat, FMI, elaboração própria.

## 5.2.2 Integração Financeira e Perfil do Passivo Externo

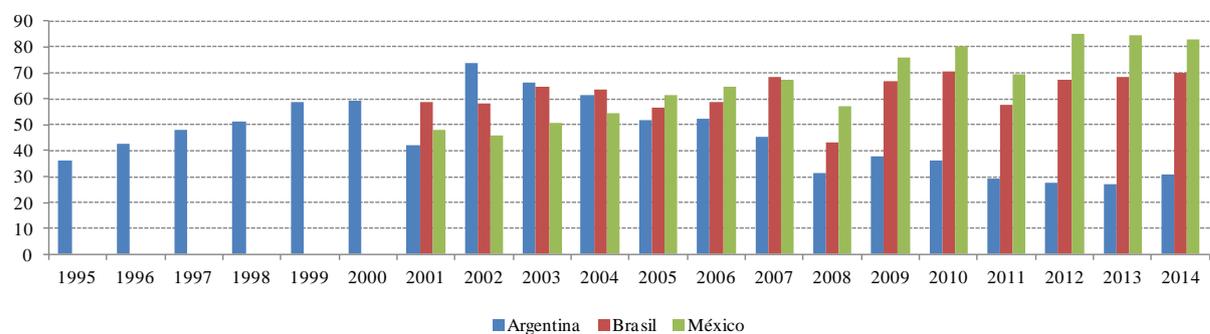
Entre 2001 e 2014, a integração do Brasil e do México com os mercados financeiros globais apresentou comportamento similar ao observado para a América

<sup>61</sup> O gráfico A.8, no anexo, apresenta esse mesmo indicador para Chile, Colômbia e Peru.

<sup>62</sup> O percentual para 2015 é apenas uma estimativa.

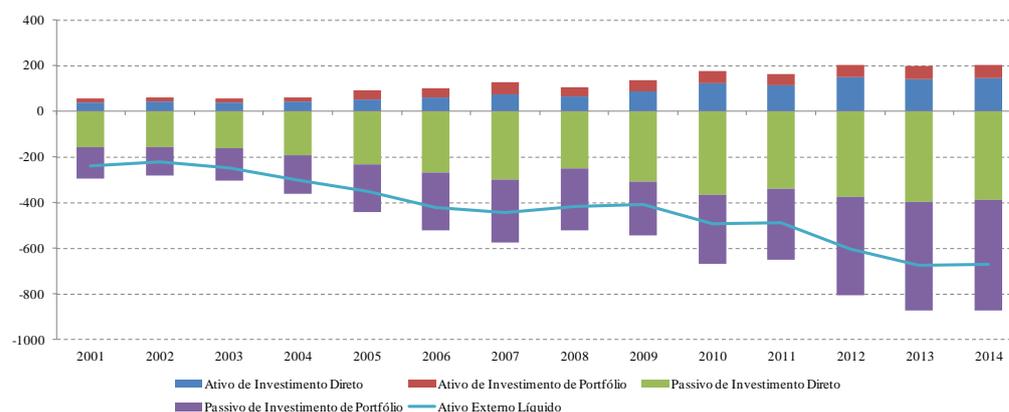
Latina como um todo<sup>63</sup>, conforme pode ser verificado no gráfico 24, que mostra a evolução do índice de integração financeira, calculado pela razão entre a soma dos ativos e passivos externos e o PIB de cada país. Cumpre destacar que, até 2006, os passivos externos dos dois países estavam em patamares próximos entre si. Porém, a partir do ano seguinte, o passivo externo brasileiro passou a apresentar maior crescimento, impulsionado, em um primeiro momento, pelos investimentos diretos e, posteriormente, pelos investimentos de portfólio. Além disso, a evolução do ativo externo dos dois países foi tímida, entre 2001 e 2014, o que resultou em passivo externo líquido elevado.

Gráfico 24 – Índice de Integração Financeira, Argentina, Brasil e México<sup>64</sup>



Fonte: FMI, World Economic Outlook e International Financial Statistics, elaboração própria.

Gráfico 25 - Posições Financeiras do México (US\$ Bilhões)

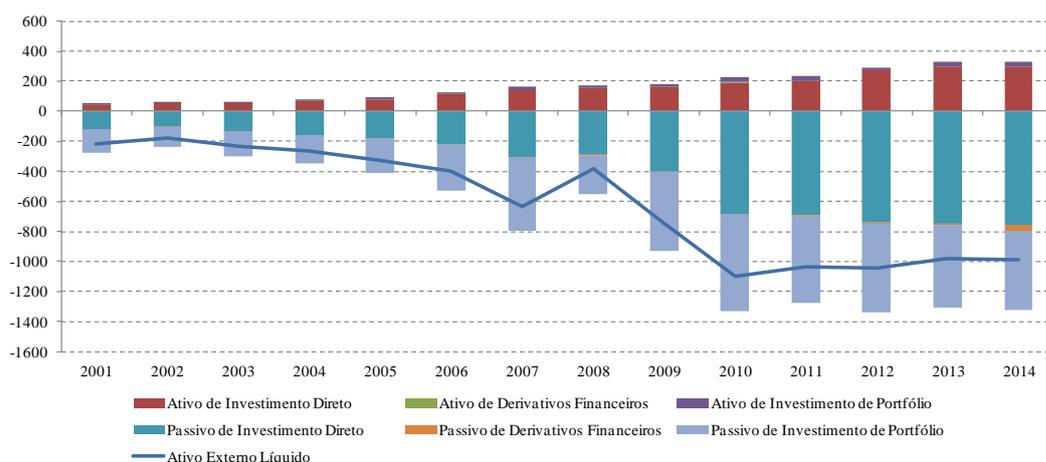


Fonte: FMI, International Financial Statistics, elaboração própria.

<sup>63</sup> Por meio do gráfico A.9, contido no Anexo, observa-se que a integração financeira do Chile com os mercados globais também apresentou um substancial crescimento no período, chegando a situar acima dos patamares brasileiro e mexicano.

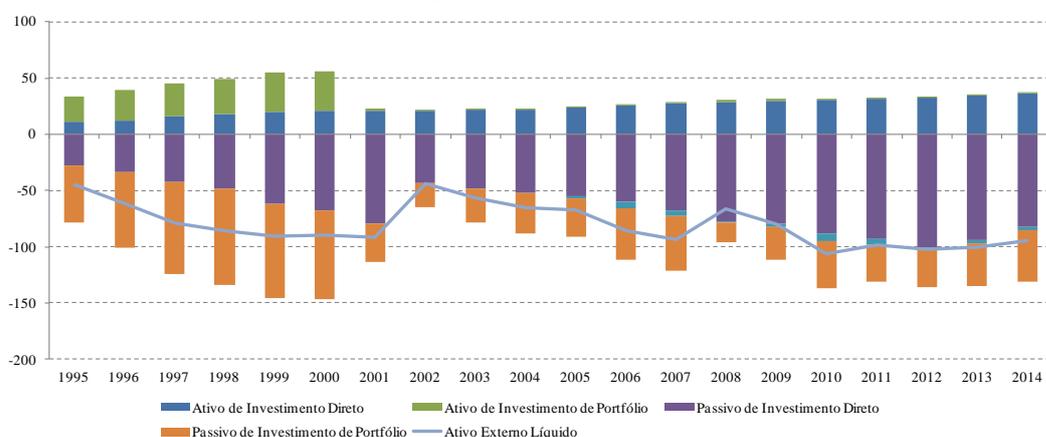
<sup>64</sup> Não há dados disponíveis sobre o ativo e passivo externo, para o período anterior ao ano de 2001, na base de dados do International Financial Statistics, do Fundo Monetário Internacional (FMI).

Gráfico 26 - Posições Financeiras do Brasil (U\$S Bilhões)



Fonte: FMI, International Financial Statistics, elaboração própria.

Gráfico 27 - Posições Financeiras da Argentina (U\$S Bilhões)



Fonte: FMI, International Financial Statistics, elaboração própria.

No que se refere à Argentina, observa-se, pelos gráficos 24 e 27<sup>65</sup>, que mostram a evolução do índice de integração financeira e as suas posições financeiras internacionais, um comportamento distinto do relativo à América Latina como um todo. Até 2002, verifica-se uma elevada integração financeira com os mercados mundiais, com índice próximo ao apresentado pelo México, em 2009, e superior ao registrado para o Brasil, no mesmo ano. No entanto, após a crise ocorrida em 2002, a integração financeira da Argentina passou a recuar, havendo uma queda brusca dos seus passivos e ativos externos, o que pode ser associado à renegociação da dívida externa, em 2002, e às medidas de controle de capital adotadas entre 2003 e 2007 (Damill e Frenkel, 2013; Frenkel e Rapetti, 2010). Apenas em 2010, o passivo externo do país retornou aos

<sup>65</sup> Por meio dos gráficos A.10 a A.12, do Anexo A, observa-se que enquanto o Chile apresenta posições em ativos mais próximas em valor às suas posições em passivo, a desproporção em favor dos passivos é verificada para a Colômbia e para o Peru.

patamares observados para 1998, provavelmente devido ao abandono ou perda de efetividade dos controles implementados anteriormente, porém sem ser acompanhado pelo aumento do ativo externo, o que resultou em um passivo externo líquido superior ao prevalecente no final da década de 1990.

Por meio da tabela 1, é possível verificar que os empréstimos bancários e os títulos respondem pela maior parte do estoque da dívida externa acumulado pelos três países a partir de 2002<sup>66</sup>. No caso do México, o montante do passivo referente a esses dois instrumentos equivalem a mais de 85% do total, em todos os anos em análise. No caso do Brasil, eles somam anualmente mais de 60%, no período, havendo redução do seu peso, a partir de 2009, devido ao aumento da importância dos empréstimos intercompanhia. Por sua vez, a dívida externa argentina associada a títulos e empréstimos bancários situa-se em patamar consideravelmente inferior ao dos outros 2 países, mas ainda assim responde por mais de 50% do total.

A elevada participação dos empréstimos bancários e títulos transacionados internacionalmente, nos passivos contraídos pelos países em consideração no mercado externo mostra que a entrada de fluxo de capital externo tende a suprir a fragilidade dos sistemas financeiros domésticos, caracterizados pela limitada oferta de crédito privado de longo prazo, normalmente com juros elevado, e pela reduzida profundidade dos mercados de capitais. Tendo em vista que os investidores internacionais atuam simultaneamente em diversos países, uma crise de liquidez ocorrida em uma economia estrangeira, que resulte em perdas de depósitos ou insolvência por parte dos devedores, tende a elevar a sua preferência pela liquidez, reduzindo sua disposição em conceder empréstimos ou comprar títulos latino-americanos. Além disso, uma simples reavaliação do risco-país, devido a mudanças políticas ou a um histórico recente de variações nas taxas de câmbio e de juros, que altere as convenções prevalecentes a respeito dos seus respectivos riscos-país, tende a tornar sua oferta de financiamento mais restritiva.

Isso resulta em uma maior exposição das economias latino-americanas às mudanças na preferência pela liquidez dos investidores internacionais, que passam a ser mais frequentes no contexto de globalização, traduzindo-se em oscilações tanto na taxa

---

<sup>66</sup> Para o México, os dados estão disponibilizados somente a partir de 2002. Para o Brasil e para a Argentina, a partir de 2003.

Tabela 1 – Estoque da Dívida Externa por Instrumento – Argentina, Brasil e México (US\$ Milhões)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*
<b>Argentina</b>															
Moeda e depósitos	-	119,0	136,0	217,0	495,0	689,0	521,3	375,0	255,0	485,0	488,9	239,1	162,0	165,2	143,7
Títulos	-	63.061,7	58.438,7	42.721,9	50.277,3	59.146,7	45.844,3	42.006,6	51.448,2	49.026,7	49.031,1	48.205,7	52.030,9	49.655,6	53.587,1
Títulos de Curto Prazo	-	4.929,0	4.724,0	4.196,5	1.479,2	2.958,3	1.162,2	1.387,9	968,2	707,2	627,4	743,2	463,7	774,4	1.185,4
Títulos de Longo Prazo	-	58.132,7	53.714,7	38.525,4	48.798,1	56.188,3	44.682,1	40.618,7	50.480,0	48.319,5	48.403,7	47.462,5	51.567,2	48.881,2	52.401,7
Empréstimos	-	54.267,0	49.882,6	41.120,3	26.229,0	26.399,4	32.696,7	31.386,5	29.168,4	35.770,5	32.603,2	29.456,1	41.132,5	49.796,6	55.102,6
Empréstimos de Curto Prazo	-	12.151,0	9.526,0	7.695,5	3.021,3	4.988,5	9.035,9	7.245,6	5.697,0	11.052,9	8.281,4	4.954,4	8.808,4	17.165,4	22.128,6
Empréstimos de Longo Prazo	-	42.116,0	40.356,6	33.424,8	23.207,7	21.410,9	23.660,7	24.140,9	23.471,4	24.717,6	24.321,8	24.501,7	32.324,0	32.631,2	32.974,0
Créditos Comerciais e Adiantamentos	-	-	-	-	5.180,0	6.163,0	7.271,2	8.057,4	9.120,1	11.905,5	12.315,8	10.858,4	10.302,7	10.152,8	10.781,4
Special Drawing Rights	-	473,1	494,4	455,0	479,0	503,1	490,4	3.166,8	3.110,9	3.101,3	3.104,6	3.110,9	2.926,7	2.338,3	2.377,3
Outros	-	47.552,0	62.657,7	29.745,4	12.604,5	15.362,5	17.116,5	15.179,2	16.309,6	18.018,9	18.379,8	21.697,3	10.859,1	11.682,0	12.402,9
Empréstimos Intercompanhia	-	-	-	-	13.977,0	16.228,3	20.912,5	19.410,0	22.611,4	25.448,0	29.069,8	30.158,7	28.834,0	28.841,3	28.841,3
<b>Brasil</b>															
Moeda e depósitos	-	133,4	320,2	507,5	677,2	1.153,7	466,8	642,5	391,8	592,2	835,0	771,9	805,1	518,7	604,7
Títulos	-	109.772,8	104.346,0	101.763,8	94.565,5	97.747,6	88.602,1	89.512,9	102.795,3	111.572,8	117.253,4	110.478,3	266.500,5	222.399,2	226.864,8
Títulos de Curto Prazo	-	1.495,4	231,0	877,7	1.751,5	4.129,9	3.467,9	2.949,1	7.700,5	467,8	-	-	454,2	752,8	735,2
Títulos de Longo Prazo	-	108.277,4	104.115,0	100.886,1	92.813,9	93.617,6	85.134,2	86.563,8	95.094,8	111.105,0	117.253,4	110.478,3	266.046,3	221.646,3	226.129,6
Empréstimos	-	91.388,1	83.571,9	55.580,5	66.785,7	76.722,2	84.736,3	79.465,9	118.643,7	144.622,2	188.507,9	191.256,9	231.761,3	231.064,1	229.212,0
Empréstimos de Curto Prazo	-	17.619,9	17.337,9	16.533,5	17.252,7	31.259,6	31.247,1	26.045,9	46.744,2	37.840,7	31.747,8	31.832,2	56.386,5	49.868,6	60.001,6
Empréstimos de Longo Prazo	-	73.768,2	66.234,0	39.047,0	49.533,0	45.462,7	53.489,2	53.420,0	71.899,5	106.781,5	156.760,1	159.424,7	175.374,8	181.195,5	169.210,3
Créditos Comerciais e Adiantamentos	-	8.715,9	4.538,0	4.697,5	4.800,9	10.688,3	16.612,3	19.845,8	25.576,3	33.092,5	1.864,9	1.671,8	1.512,0	1.407,2	1.413,9
Special Drawing Rights	-	533,0	557,0	512,6	539,6	566,8	552,4	4.509,6	4.446,2	4.432,5	4.437,1	4.446,1	4.182,8	4.000,6	4.067,3
Outros	-	4.919,5	8.598,0	6.901,0	5.759,6	6.907,1	7.922,7	4.215,1	4.950,5	3.891,8	-	-	-	-	-
Empréstimos Intercompanhia	-	20.484,5	18.808,0	18.537,1	26.783,3	47.276,5	64.569,8	79.371,6	95.137,1	105.912,9	127.705,1	174.145,7	207.756,0	205.710,7	213.596,4
<b>México</b>															
Moeda e depósitos	654,6	588,9	726,3	1.064,6	1.636,6	1.816,5	1.932,5	5.025,8	4.835,0	5.351,0	4.335,1	5.397,4	4.280,3	2.384,2	3.412,8
Títulos	76.453,8	80.301,6	88.569,8	95.387,4	96.156,4	112.925,9	116.351,6	102.057,4	140.136,2	176.970,5	251.322,5	299.851,8	320.074,4	313.746,9	324.833,1
Títulos de Curto Prazo	2.814,5	4.641,5	1.507,0	3.169,9	2.200,0	4.974,6	4.775,2	3.033,1	10.772,9	20.191,3	47.630,5	59.216,7	56.748,3	40.521,6	31.757,3
Títulos de Longo Prazo	73.639,3	75.660,1	87.062,8	92.217,4	93.956,4	107.951,2	111.576,4	99.024,3	129.363,3	156.779,2	203.692,1	240.635,1	263.326,1	273.225,3	293.075,8
Empréstimos	72.249,8	70.394,4	64.370,0	64.464,0	59.263,2	62.765,9	66.593,0	69.493,0	85.539,4	83.120,9	74.374,3	75.353,1	82.927,9	83.677,2	86.165,9
Empréstimos de Curto Prazo	12.349,2	9.236,9	8.100,2	7.754,2	10.370,5	11.463,8	10.659,8	10.017,5	19.541,2	18.236,4	14.670,3	18.015,0	19.313,4	16.926,1	17.034,1
Empréstimos de Longo Prazo	59.900,6	61.157,5	56.269,8	56.709,9	48.892,7	51.302,0	55.933,3	59.475,5	65.998,2	64.884,5	59.704,0	57.338,2	63.614,4	66.751,1	69.131,8
Créditos Comerciais e Adiantamentos	8.360,7	7.885,6	8.882,3	7.905,2	11.864,6	10.736,6	9.968,5	11.296,6	11.886,6	12.096,7	12.381,0	12.853,9	13.700,6	11.650,9	12.127,5
Special Drawing Rights	394,3	431,0	448,9	414,5	436,3	457,8	446,7	4.469,8	4.390,9	4.377,4	4.382,1	4.390,8	4.130,8	3.951,0	4.016,8
Outros	3.585,9	2.023,0	1.646,9	1.822,1	1.811,4	4.724,0	3.890,0	765,9	679,8	2.536,6	1.800,7	1.424,1	1.824,8	2.647,6	2.215,3
Empréstimos Intercompanhia	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Banco Mundial, Quarterly External Debt Statistics

\*Valores do primeiro quadrimestre de 2016.

de juros associada à dívida, quanto no prazo de amortização do principal. Havendo escassez de divisas para honrar o passivo externo e, conseqüentemente, necessidade de recorrer ao refinanciamento do passivo para amortizar o seu principal, ou seja, sendo a economia em análise uma unidade especulativa (Minsky, 1986), a elevação da taxa de juros pelos bancos internacionais aumenta o serviço da dívida, podendo gerar dificuldades para o seu pagamento. Caso o país recorra a empréstimos adicionais para pagar o serviço da dívida, a variação dos juros pode transformar uma economia aberta que antes era uma unidade especulativa em uma unidade Ponzi, usando os termos minskyanos (Arestis e Glickman, 2002). Assim, uma elevação na preferência pela liquidez dos investidores internacionais pode resultar em uma crise externa de solvência.

Ademais, ao se analisar os dados referentes à composição da dívida externa agregada dos países latino-americanos em consideração junto aos bancos internacionais, no quarto quadrimestre de 2015, levantados pelo BIS, verifica-se que parte significativa está denominada em dólar, segundo tabela 2, o que reforça a ideia de que esta moeda ocupa a posição de superioridade na hierarquia internacional. Ademais, cumpre destacar também que as moedas locais não têm exercido significativamente a função de unidade de conta da dívida emitida no mercado externo, o que é consequência da sua baixa liquidez no cenário internacional. Esse argumento é reforçado por dados divulgados pelo BIS em 2016, no âmbito da pesquisa trienal de mercados cambiais de derivativos junto aos bancos centrais (*Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and OTC derivatives markets*), que mostra que os giros do peso mexicano, do real e do peso argentino nos mercados cambiais respondem por, respectivamente, cerca de 2,2%, 1,0% e 0% do total<sup>67</sup>. Por sua vez, os giros do dólar, do euro e iene equivalem a 87,6%, 31,3% e 21,6%, respectivamente. Dessa forma, as moedas emitidas pelas economias latino-americanas estão em posição inferior na hierarquia internacional, não desempenhando satisfatoriamente as funções clássicas no cenário internacional. Como os contratos internacionais desses países estão denominados predominantemente em moeda estrangeira, eles necessitam de divisas estrangeiras, principalmente de dólares, para fazer face ao pagamento dos compromissos externos.

---

<sup>67</sup> Uma vez que duas moedas necessariamente estão envolvidas em uma mesma transação cambial, o total é 200%, ao invés de 100%.

Tabela 2 - Composição da Dívida Externa da América Latina Junto aos Bancos, no Final do 4º Quadrimestre de 2015, por Unidade de Conta (% do Total)

	Franco Suíço	Euro	Libra Esterlina	Iene	Dólar	Outros
Argentina	0,5	6,3	0,8	1,0	82,9	8,4
Brasil	0,1	3,4	0,3	1,1	79,5	15,6
Chile	1,1	3,4	0,1	0,7	79,8	14,9
Colombia	0,1	3,2	1,0	2,0	84,1	9,6
México	0,5	5,2	0,7	2,9	67,1	23,5
Peru	0,1	1,4	0,1	0,1	87,1	11,2

Fonte: BIS, elaboração própria.

Além de refletir a hierarquia de moeda no sistema internacional, o elevado percentual de dívida emitida no mercado externo denominado em moeda estrangeira resulta em uma fonte adicional de vulnerabilidade externa por parte das economias em consideração. Conforme já foi discutido anteriormente, a variação da preferência pela liquidez dos agentes internacionais reorienta a composição dos seus portfólios. Um aumento da percepção da incerteza tende a reduzir a demanda por moeda e ativos dos países latino-americanos, periféricos ao sistema financeiro, e a elevar a demanda por moeda e ativos dos países centrais. O resultado são movimentos de fugas de capital dos países periféricos em direção a melhores receptáculos contra a incerteza, o que gera pressão para desvalorização cambial nos países periféricos (De Conti, Prates e Plihon, 2014; Andrade e Prates, 2013; Prates, 2002). Ao exercer impacto sobre a taxa de câmbio das economias latino-americanas, a variação da preferência pela liquidez em âmbito internacional leva a alteração no valor da dívida externa (pública e privada), tendo em vista que esta é, em grande medida, denominado em moeda estrangeira.

A elevada participação observada de empréstimos bancários e títulos denominados em moeda estrangeira na dívida externa do México, do Brasil e da Argentina permite classificá-los como unidades especulativas, ou mesmo Ponzi, no sistema financeiro internacional. Essa classificação decorre da sua vulnerabilidade às variações na preferência pela liquidez, que afetam tanto os termos de concessão de empréstimos, inclusive os necessários para refinanciamento de passivos em vencimento, quanto o valor corrente e futuro dos compromissos contratuais. Em outras palavras, os dados contidos nas tabelas 1 e 2 fornecem evidências de que os países da América Latina em análise são vulneráveis a variações na preferência pela liquidez internacional e, conseqüentemente, na taxa de câmbio, o que permite classificá-los como unidades especulativas ou, em condições de nítida insolvência, unidades Ponzi.

Ainda em relação à composição do passivo externo desses países, é importante destacar o aumento da participação dos investidores estrangeiros nos mercados financeiros locais, por meio da compra de títulos e ações negociados localmente, denominados na moeda doméstica, o que consiste em outra importante fonte de vulnerabilidade (Cintra, 2015). Diante de uma eventual deterioração no estado de expectativas, esses investidores buscam vender internamente seus ativos e transformar os recursos auferidos em moeda estrangeira, de maior liquidez. Dessa forma, há um potencial impacto no mercado de câmbio, com pressão para desvalorização da moeda doméstica, o que tende a elevar o valor dos compromissos externos. Além disso, os preços dos ativos negociados domesticamente tendem a cair.

A partir das tabelas 3 a 5, que fornecem os principais indicadores referentes à liquidez externa dos 3 países, verifica-se que os ativos negociados localmente, em posse de não residentes, aumentaram consideravelmente no Brasil e no México<sup>68</sup>, entre 2002 e 2015, passando a responder pela maior parte do passivo externo de curto prazo. No caso da Argentina, por estar isolada dos mercados financeiros globais, os investimentos de portfólio estrangeiros no mercado doméstico foram tímidos, sendo importante mencionar que o valor levado em consideração está provavelmente superestimado, uma vez que abrange todos os títulos em posse de não residentes, no mercado externo e no doméstico.

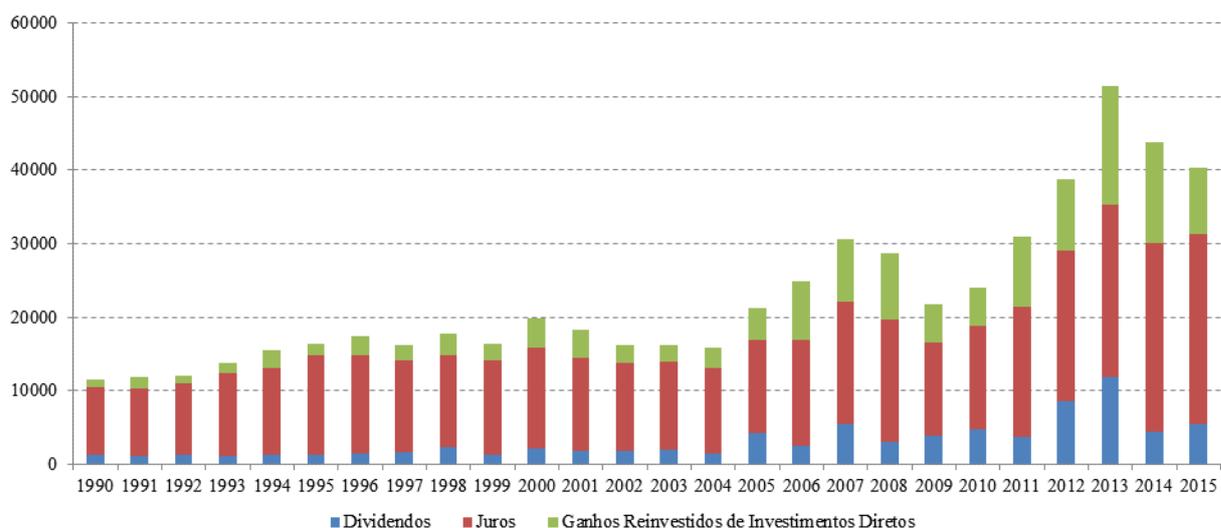
Além da análise do estoque de passivo externo acumulado entre 2001 e 2015, é importante observar também os seus impactos nas transações correntes do balanço de pagamento, um vez que resultam em fluxos de pagamento de juros e de dividendos e, ocasionalmente, em envios dos ganhos remanescentes para o país de origem. Em outras palavras, a contração de passivo externo gera, para a economia devedora, compromissos além da simples amortização do principal, que podem agravar a sua vulnerabilidade externa.

---

<sup>68</sup> O Banco Central do México divulga os valores totais dos investimentos estrangeiros em títulos mexicanos e dos títulos emitidos no mercado externo. Assim, obtêm-se os valores dos títulos negociados em mercado local, em posse de não residente, por meio da subtração entre esses montantes. Ademais, é importante ressaltar que não é fornecido o valor do investimento em ações no mercado doméstico. Portanto, o valor dos ativos negociados localmente em posse de não residentes está subestimado.

Observa-se, por meio da análise dos fluxos de pagamento dos países, ilustrados nos gráficos 28 a 30<sup>69</sup>, que a evolução da integração financeira e, conseqüentemente, do estoque de passivo externo por parte do México, do Brasil e da Argentina é acompanhada pela variação, no mesmo sentido, dos pagamentos de juros e de dividendos. O montante de reinvestimento dos ganhos decorrentes dos investimentos diretos estrangeiros, por sua vez, não é influenciado pelo estoque total de passivos na mesma medida que os demais fluxos em consideração, apresentando, inclusive, maior volatilidade que estes. Seu valor depende mais da expectativa de retorno associada ao reinvestimento do capital financeiro, sendo, portanto, bastante sujeito à percepção de incerteza dos não residentes. Dessa forma, os dividendos reinvestidos consistem em mais um canal de transmissão da preferência pela liquidez dos agentes internacionais para os fluxos de capital internacional, podendo influenciar a taxa de câmbio e, por isso, o valor do passivo externo.

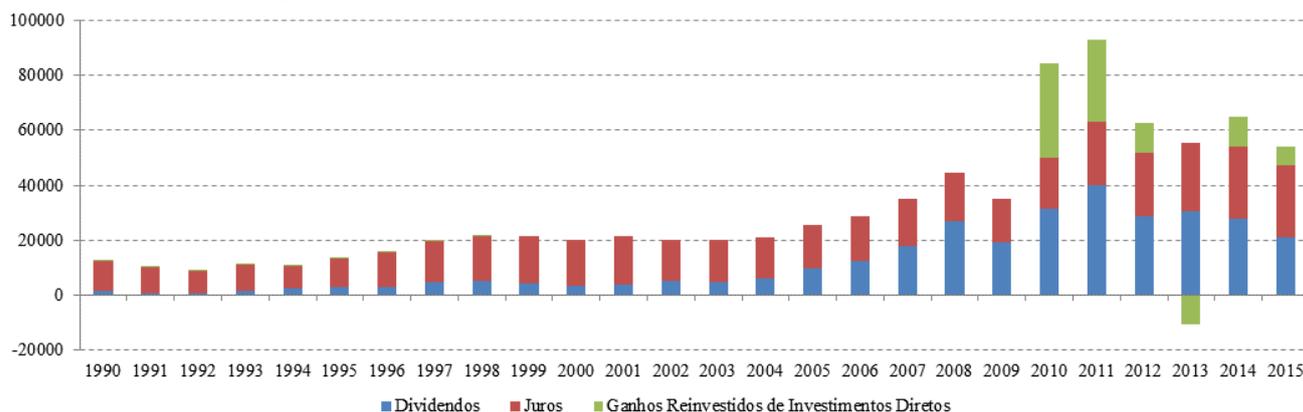
Gráfico 28 – Fluxos de Pagamentos Decorrentes do Passivo Externo, México (US\$ Milhões)



Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

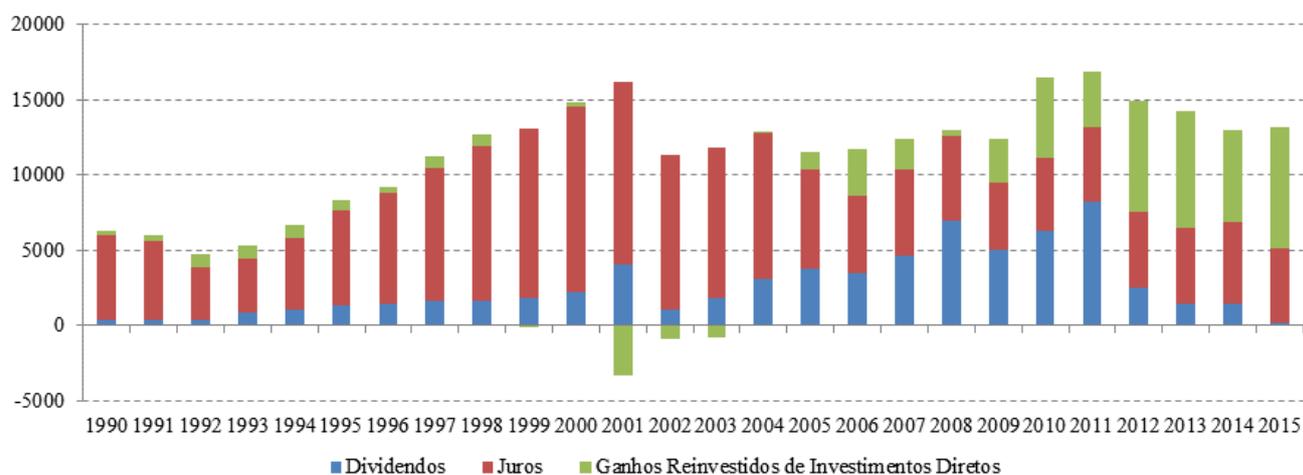
<sup>69</sup> O Anexo A apresenta os dados dos fluxos de pagamento de juros, dividendos e lucros reinvestidos para o Chile, a Colômbia e o Peru.

Gráfico 29 – Fluxos de Pagamentos Decorrentes do Passivo Externo, Brasil (US\$ Milhões)



Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Gráfico 30 – Fluxos de Pagamentos Decorrentes do Passivo Externo, Argentina (US\$ Milhões)



Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Assim como o principal do passivo externo, os dividendos e os juros são denominados predominantemente em dólar, exercendo impacto sobre o preço relativo da moeda doméstica. Além de influenciar a taxa de câmbio, o valor dos compromissos financeiros junto ao exterior é suscetível às suas variações, sendo também influenciado por ela. As oscilações frequentes na trajetória cambial, por sua vez, aumentam a percepção de incerteza dos agentes internacionais em relação à expectativa de solvência das economias latino-americanas, influenciando a avaliação de risco-país e, portanto, as condições em que a liquidez internacional é disponibilizada.

Tabela 3 – Indicadores de Liquidez Externa – México (US\$ Milhões)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Investimento em Título no Mercado Local (A)	9.912	13.061	18.512	28.077	36.016	43.248	59.341	68.876	24.021	48.441	69.832	121.181	140.283	143.858
Dívida Externa de Curto Prazo (B)	22.370	21.254	18.467	19.767	24.150	23.720	22.232	21.545	33.689	33.883	30.119	37.202	41.442	38.256
Passivo de Curto Prazo (A+B)	32.282	34.314	36.979	47.844	60.166	66.969	81.573	90.421	57.710	82.324	99.951	158.383	181.725	182.114
Amortização da Dívida de Médio e Longo Prazo em 12 meses (C)	16.854	16.653	16.827	16.185	14.344	15.191	15.209	20.832	24.042	26.383	29.379	33.342	36.640	38.965
Saldo em Transações Correntes	- 14.863	- 8.332	- 7.002	- 9.037	- 7.460	- 14.485	- 20.248	- 8.523	- 5.194	- 13.357	- 16.698	- 30.409	- 24.665	- 31.725
Reservas internacionais	50.672	59.025	64.198	74.105	76.325	87.208	95.300	99.891	120.584	149.207	167.049	180.199	195.681	177.596
Necessidade Bruta de Financiamento Externo (B+C-D)	54.087	46.239	42.295	44.989	45.953	53.396	57.689	50.900	62.925	73.623	76.196	100.954	102.748	108.946
Necessidade Bruta de Financiamento Externo (B+C-D) + Investimento em Carteira no Mercado Financeiro Local (A)	63.999	59.300	60.807	73.065	81.969	96.645	117.031	119.776	86.946	122.064	146.028	222.135	243.031	252.804
Passivo Externo de Curto Prazo (A+B)/Reservas (%)	64	58	58	65	79	77	86	91	48	55	60	88	93	103
Indicador S&P (B+C-D)/Reservas (%)	107	78	66	61	60	61	61	51	52	49	46	56	53	61
Indicador Amplo de Liquidez Externa (B+C-D+A)/Reservas (%)	126	100	95	99	107	111	123	120	72	82	87	123	124	142
Ativo Externo/PIB (%)	21,7	23,5	22,5	21,7	23,1	22,9	27,0	33,6	29,9	34,2	35,4	38,5	40,0	49,0
Passivo Externo/PIB (%)	49,8	49,9	49,5	50,6	54,1	58,1	61,7	71,6	62,2	68,7	66,2	73,9	77,8	89,5
Posição Internacional de Investimentos Líquidos/PIB (%)	-28,1	-26,4	-27,0	-28,9	-31,0	-35,3	-34,7	-38,0	-32,3	-34,5	-30,8	-35,3	-37,8	-40,6

Fontes: Banco Central do México, FMI, elaboração própria

Tabela 4 – Indicadores de Liquidez Externa – Brasil (US\$ Milhões)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Investimento em Carteira no Mercado Local (A)	15.132	10.773	20.357	29.673	54.990	101.157	186.758	97.834	261.054	354.927	318.457	346.768	338.069	333.516	234.009
Ações no País	13.386	8.394	17.828	27.118	50.394	82.994	165.708	71.350	205.159	254.194	217.987	231.311	203.425	181.438	109.364
Títulos no País	1.746	2.378	2.529	2.555	4.596	18.163	21.050	26.484	55.896	100.733	100.470	115.457	134.643	152.078	124.645
Dívida Externa de Curto Prazo (B)	27.658	23.396	20.194	18.744	18.888	20.406	39.027	36.623	31.120	57.414	40.210	32.661	32.736	57.783	51.140
Passivo Externo de Curto Prazo (A+B)	42.790	34.168	40.551	48.417	73.877	121.562	225.786	134.457	292.174	412.341	358.666	379.429	370.805	391.299	285.149
Amortização da Dívida de Médio e Longo Prazo em 12 meses (C)	26.114	35.196	39.253	34.556	21.551	20.219	23.300	22.678	21.550	21.899	37.089	44.311	40.797	64.976	63.963
Saldo em Transações Correntes (D)	- 23.721	- 8.097	3.760	11.347	13.547	13.030	408	- 30.641	- 26.261	- 75.824	- 77.032	- 74.218	- 74.839	- 104.181	- 58.882
Reservas Internacionais	35.866	37.823	49.296	52.935	53.799	85.839	180.334	193.783	238.520	288.575	352.012	373.147	358.808	363.551	356.464
Necessidade Bruta de Financiamento Externo (B+C-D)	77.493	66.689	55.687	41.953	26.891	27.595	61.919	89.941	78.931	155.137	154.330	151.191	148.372	226.941	173.986
Necessidade Bruta de Financiamento Externo (B+C-D) + Investimento em Carteira no Mercado Financeiro Local (A)	92.625	77.462	76.044	71.626	81.881	128.752	248.678	187.776	339.985	510.064	472.787	497.958	486.441	560.457	407.994
Passivo Externo de Curto Prazo (A+B)/Reservas (%)	119	90	82	91	137	142	125	69	122	143	102	102	103	108	80
Indicador S&P (B+C-D)/Reservas (%)	216	176	113	79	50	32	34	46	33	54	44	41	41	62	49
Indicador Amplo de Liquidez Externa (B+C-D+A)/Reservas (%)	258	205	154	135	152	150	138	97	143	177	134	133	136	154	114
Ativo Externo/PIB (%)	19,5	22,6	24,4	24,1	20,4	22,9	28,2	24,9	28,4	26,2	24,9	30,0	30,8	31,7	42,6
Passivo Externo/PIB (%)	66,3	67,2	72,1	66,2	54,0	54,5	63,7	39,3	61,9	67,2	56,3	62,9	61,0	63,8	69,7
Posição Internacional de Investimentos Líquidos/PIB (%)	-46,8	-44,7	-47,8	-42,1	-33,5	-31,6	-35,5	-14,4	-33,4	-41,0	-31,4	-32,8	-30,1	-32,1	-27,1

Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria

Tabela 5 – Indicadores de Liquidez Externa – Argentina (US\$ Milhões)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Investimento em Carteira no Mercado Local (A)	18.263	26.842	26.632	34.926	36.672	13.380	20.555	28.798	22.704	19.195	21.637	29.531
Dívida Externa de Curto Prazo (B)	59.233	71.083	36.421	21.205	27.619	32.607	29.679	30.339	40.206	37.797	37.297	28.942
Passivo Externo de Curto Prazo (A+B)	77.496	97.924	63.053	56.131	64.291	45.987	50.235	59.138	62.911	56.992	58.934	58.472
Amortização da Dívida de Médio e Longo Prazo em 12 meses (C)	16.998	16.084	12.454	11.850	12.903	11.413	11.279	12.652	12.496	12.500	12.203	14.156
Saldo em Transações Correntes (D)	8.140	3.212	5.274	7.767	7.354	6.756	8.207	- 1.516	- 4.471	- 1.440	- 12.143	- 8.075
Reservas Internacionais	15.128	20.523	32.513	32.520	46.173	46.385	47.966	52.188	46.375	43.290	30.600	31.407
Necessidade Bruta de Financiamento Externo (B+C-D)	68.091	83.955	43.601	25.288	33.168	37.265	32.752	44.508	57.174	51.737	61.643	51.172
Necessidade Bruta de Financiamento Externo (B+C-D) + Investimento em Carteira no Mercado Financeiro Local (A)	86.354	110.797	70.234	60.213	69.840	50.645	53.307	73.306	79.878	70.932	83.280	80.703
Passivo Externo de Curto Prazo (A+B)/Reservas (%)	512	477	194	173	139	99	105	113	136	132	193	186
Indicador S&P (B+C-D)/Reservas (%)	450	409	134	78	72	80	68	85	123	120	201	163
Indicador Amplo de Liquidez Externa (B+C-D+A)/Reservas (%)	571	540	216	185	151	109	111	140	172	164	272	257
Ativo Externo/PIB (%)	94,9	84,9	74,9	67,7	62,5	51,9	59,1	51,1	44,5	42,3	42,1	49,9
Passivo Externo/PIB (%)	95,7	83,5	65,5	59,5	52,2	37,8	44,4	42,0	35,7	33,3	32,2	36,4
Posição Internacional de Investimentos Líquidos/PIB (%)	-0,8	1,4	9,4	8,1	10,3	14,1	14,7	9,1	8,8	9,0	9,9	13,6

Fontes: FMI, Banco Mundial, elaboração própria

Nos períodos em que há estabilidade da taxa de câmbio ou tendência de valorização, observa-se um aumento do influxo de capitais para a região e, portanto, do estoque de passivos a taxas de juros geralmente mais favoráveis, devido à melhoria do estado de expectativas a respeito da liquidez e da solvência externa. Isso pode ser verificado para a maior parte dos países da América Latina, inclusive para o México e para o Brasil, entre 2003 e 2011, mas não para Argentina, que permaneceu isolada dos mercados financeiros mundiais, ao longo da década de 2000. Particularmente, em 2008, há uma queda breve e abrupta da entrada de capitais financeiro na região, influenciada pelo aumento da preferência pela liquidez, devido à crise deflagrada no mercado hipotecário norte-americano. Porém, com a flexibilização da oferta de dólares, nos anos posteriores, por meio da política monetária expansionista dos Estados Unidos, os influxos financeiros para a América Latina retornam aos patamares anteriores, com juros ainda favoráveis. Isso, por sua vez, possibilitou a manutenção da taxa de câmbio nominal em patamares considerados valorizados, levando a um ciclo vicioso entre esta variável, a taxa de juros internacional e o fluxo financeiro e propiciando um acúmulo crescente de estoque passivo externo.

Além da vulnerabilidade a variações cambiais, os passivos externos também são suscetíveis a mudanças na taxa de juros internacional, uma vez que se observa, na América Latina, um elevado peso do passivo decorrente de investimentos de portfólio e empréstimos bancários, no passivo total. A continuidade desse tipo de fluxo de capital é influenciada pela política monetária dos países centrais e pela preferência pela liquidez dos agentes internacionais que, por afetarem a taxa de juros, exercem impacto sobre o custo de refinanciamento do passivo externo.

É possível mensurar a liquidez ou vulnerabilidade externa de um determinado país, ou seja, a disponibilidade de reservas internacionais necessárias para fazer face aos compromissos externos, a partir de três principais indicadores: (i) um mais tradicional, construído a partir da razão entre o passivo externo de curto prazo (dívida externa de curto prazo e investimentos de portfólio no mercado doméstico) e as reservas; (ii) o indicador elaborado pela agência Standard & Poor's (S&P), que considera a soma entre a dívida externa de curto prazo, as parcelas do principal das dívidas de médio e longo prazo em vencimento nos próximos doze meses e o déficit em transações correntes (se for superávit, significa maior disponibilidade de recursos para fazer face aos compromissos externos), dividida pelo estoque de reservas internacionais; e (iii) o

indicador amplo de liquidez externa, que soma os títulos e ações negociados no mercado doméstico, em posse de não residentes, aos compromissos externos considerados pelo indicador da S&P. Segundo Cintra (2015):

“o indicador Standard & Poor’s subestima a vulnerabilidade externa do país no curto prazo, pois não inclui o estoque de investimento estrangeiro de portfólio. Se se considerar o indicador amplo de liquidez externa – que representa a soma das necessidades brutas de financiamento externo e do estoque de investimento estrangeiro de portfólio no mercado financeiro doméstico (ações e títulos de renda fixa no país) – apreende-se uma medida mais rigorosa das pressões potenciais sobre as reservas internacionais no curto prazo” (Cintra, 2015, p. 160).

Ao se observar esses indicadores para o México<sup>70</sup>, na tabela 3, verifica-se que, apesar de o país possuir uma baixa razão entre passivo externo de curto prazo e reservas internacionais, em quase todos os anos da série histórica disponibilizada, e valores baixos para o indicador S&P, o indicador amplo de liquidez externa está elevado. Isso significa que o estoque de reservas não é suficiente para o pagamento dos compromissos externos no curto prazo. Nesse sentido, o país necessita recorrer aos mercados financeiros globais para fechar posição em aberto. No caso do Brasil (tabela 4), ocorre algo semelhante, mas é preciso ressaltar que os seus indicadores, apesar de mostrarem também uma vulnerabilidade externa no curto prazo, estão em níveis mais satisfatórios que os mexicanos, devido ao elevado estoque de reservas acumulado ao longo da década de 2000. Por sua vez, a Argentina, apesar de possuir um menor estoque de passivo externo, apresenta esses índices em patamares mais alarmantes, uma vez que o seu isolamento em relação aos mercados mundiais resultou em um menor acúmulo de reservas. Dessa forma, esses indicadores, principalmente o indicador amplo de liquidez externa, reforçam a proposição de que esses países podem ser classificados com especulativos ou Ponzi, no âmbito do sistema financeiro internacional, porque necessitam recorrer a financiamentos externos adicionais para honrar seus compromissos, estando sujeitos a variações no estado de expectativas prevalecente globalmente, que se refletem nas oscilações das taxas de juros e de câmbio e nos prazos de pagamento do principal da dívida contraída.

---

<sup>70</sup> É importante destacar que apenas o Banco Central do Brasil apresenta dados precisos sobre o cronograma de amortizações do principal das dívidas externas de médio e longo. Na ausência desses dados para o México e para a Argentina, estimou-se o valor da amortização em até 12 meses como equivalente a 15% (percentual médio verificado para o Brasil) do total da dívida de longo e médio prazos.

Dessa forma, verifica-se que o passivo externo acumulado ao longo da década de 2000, possibilitado pela redução da preferência pela liquidez, em âmbito global, até 2007, pelo aumento do preço das *commodities*, pela melhoria do desempenho macroeconômico das economias emergentes e pela política monetária expansionista adotada pelos países centrais após 2008 aumentou a vulnerabilidade externa do Brasil e do México. A baixa efetividade dos controles de capital do Brasil, realizados principalmente por meio do Imposto sobre Operações Financeiras, a partir de 2009 (Cagnin e Freitas, 2015), e a inexistência de controles no México<sup>71</sup> possibilitou o crescimento substancial do estoque de passivo externo, com o potencial de ampliar ainda mais sua vulnerabilidade a variações na preferência pela liquidez internacional e mudanças na política monetária dos países centrais. No caso da Argentina, cumpre ressaltar o isolamento do país em relação aos mercados financeiros internacionais devido ao aumento da desconfiança dos credores externos associada à moratória declarada em 2002 e, posteriormente, em 2011, aos baixos níveis de juros, insuficientes para contrabalançar a expectativa de desvalorização cambial (Damill, Frenkel e Rapetti, 2015). Além disso, é importante destacar as medidas de controle de capital adotadas, que buscaram amenizar a exposição a oscilações na confiança dos agentes internacionais.

Mais uma vez, cumpre ressaltar que apenas a observação das posições financeiras dos países, acumuladas ao longo das últimas décadas, não é suficiente para que se possa tecer considerações completas a respeito da vulnerabilidade externa. Caso haja expectativas sólidas de que as economias em consideração consigam gerar recursos, mais especificamente divisas, em montante suficiente para honrar os seus compromissos externos, sua exposição a oscilações na preferência pela liquidez internacional não será considerada elevada, podendo ser classificadas como unidades *hedge*. Caso não haja essa perspectiva, poderão ser consideradas unidades especulativas ou Ponzi. Por isso, a análise a respeito da vulnerabilidade externa deve ser complementada pela observação a respeito da capacidade de obtenção de receitas sustentáveis em moeda estrangeira, o que pode ser feito a partir do exame dos fluxos de rendas correntes, da composição das pautas exportadora e importadora e do estoque acumulado de reservas cambiais. Essa análise será conduzida na próxima subseção.

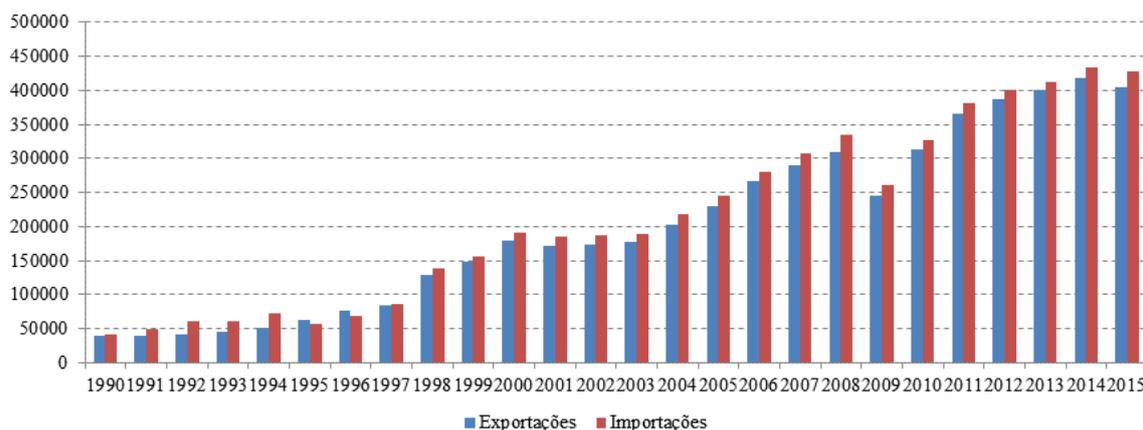
---

<sup>71</sup> O anexo B detalha as políticas adotadas por esses países.

### 5.2.3 Competitividade Externa e Geração de Divisas

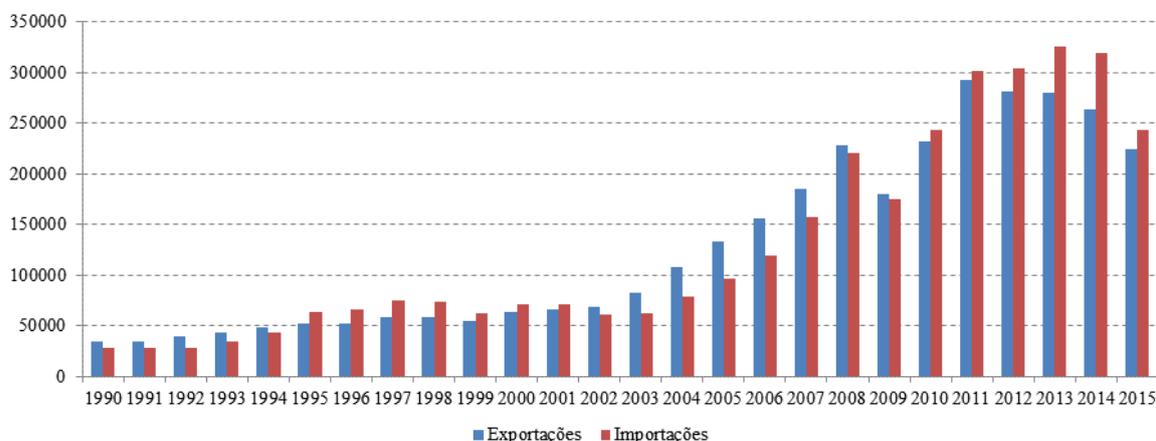
Uma vez examinadas a evolução e a composição do estoque de passivo externo do México, do Brasil e da Argentina e observado, por meio do indicador amplo de liquidez externa, que os compromissos externos de curto prazo se mostraram superiores ao estoque de reservas cambiais, ao longo de quase todos os anos da década de 2000 e primeira metade da década de 2010, é preciso analisar a capacidade de geração de divisas estrangeiras, por meio de receitas comerciais e de rendas de juros, dividendos, aluguéis e salários. Nesse sentido, recorre-se a indicadores referentes aos principais fluxos da conta-corrente do balanço de pagamentos, à composição das pautas de exportação e de importação e à evolução do estoque de reservas desses países, entre 1990 e 2015.

Gráfico 31 – Exportações e Importações de Bens e Serviços do México (US\$ Milhões)



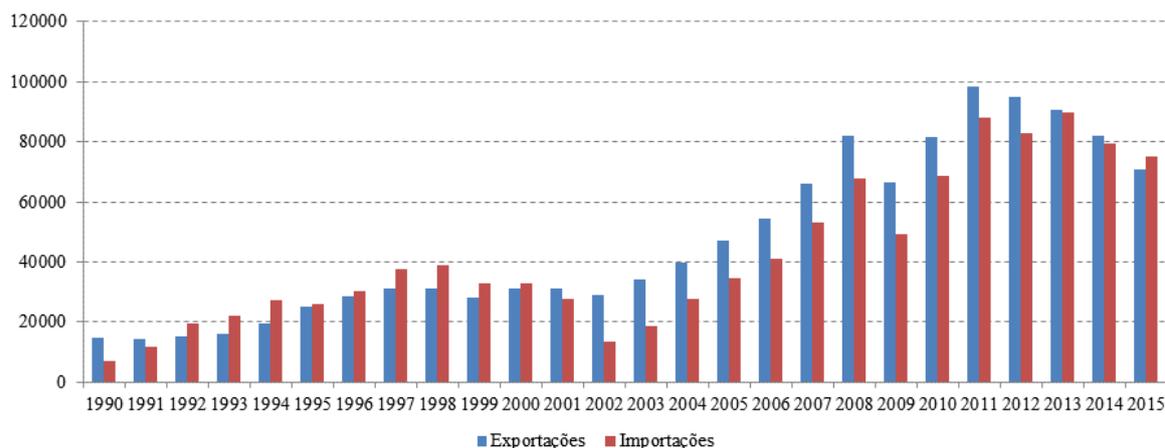
Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Gráfico 32 – Exportações e Importações de Bens e Serviços do Brasil (US\$ Milhões)



Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Gráfico 33 – Exportações e Importações de Bens e Serviços da Argentina (US\$ Milhões)



Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria

No que se refere aos fluxos comerciais, observa-se, no gráfico 31, que o valor anual das importações do México é superior ao das exportações, em toda a série histórica considerada. Em outras palavras, não há saldo comercial suficiente para possibilitar os pagamentos de juros e dividendos junto ao exterior, nem para amortizar as dívidas com agentes estrangeiros.

No caso dos outros dois países em análise, verifica-se que as receitas de exportações superam os gastos com importações entre 2002 e 2009, no caso do Brasil (gráfico 32), e entre 2001 e 2014, no caso da Argentina (gráfico 33)<sup>72</sup>. Isso é possivelmente influenciado pelo aumento do preço de *commodities* e pela política cambial argentina de manutenção de câmbio real competitivo (Frenkel e Rapetti, 2010). No entanto, é importante ressaltar que mesmo nos períodos em que há resultado comercial positivo, ele nem sempre se mostrou suficiente para cobrir os fluxos relacionados aos pagamentos de juros e dividendos. Caso sejam consideradas também as despesas de amortização do principal do passivo externo, a situação se agrava, o que ressalta a dependência desses países aos fluxos de capital estrangeiro para o pagamento dos seus compromissos externos.

Ao se analisar a composição da pauta exportadora das economias latino-americanas, por categoria de bens, por meio da tabela 6<sup>73</sup>, verifica-se uma elevada

<sup>72</sup> Conforme se observa no Anexo A, enquanto o Chile apresentou superávits comerciais, durante quase toda a série histórica examinada, para a Colômbia e para o Peru há uma predominância de déficits.

<sup>73</sup> A agregação foi feita a partir da classificação BEC do Comtrade. A categoria bens primários foi obtida a partir da agregação de alimentos e bebidas primários, insumos industriais primários e combustíveis e lubrificantes primários. A categoria bens manufaturados de consumo não duráveis resulta da soma entre

concentração de bens primários e bens manufaturados intermediários, geralmente com baixo teor de conhecimento tecnológico incorporado. Em alguns países, como Argentina, Brasil, Chile e Colômbia, há elevado percentual de bens manufaturados de consumo não duráveis.

Por sua vez, a tabela 7 mostra a elevada participação de bens intermediários manufaturados e bens de capital, geralmente com elevado teor tecnológico, na pauta de importação dos países da América Latina. Os dados da tabela 6 e 7 evidenciam que essas economias continuam exportando em grande medida bens primários e importando bens industrializados, ou seja, a classificação de periferia realizada pela teoria estruturalista tradicional continua válida para a região.

A composição das pautas de exportação e de importação da América Latina, por sua vez, está relacionada ao próprio processo de geração de conhecimento tecnológico nos países centrais e sua difusão tardia, ou restrita, para os países periféricos. Tendo em vista que os bens de consumo duráveis, os insumos processados e os bens de capital geralmente incorporam parte significativa do conhecimento tecnológico próximo à fronteira do paradigma vigente, seu baixo peso na pauta exportadora dos países da América Latina fornece evidencia de um limitado esforço de geração e absorção de novas tecnologias e da existência de assimetrias globais no que diz respeito ao processo de geração e difusão do conhecimento, em conformidade com o que foi destacado pelos trabalhos da Cepal (Fanjzylber, 2000; Bielschowsky, 2009; Rodriguez, 2009). Ainda que algumas categorias de bens manufaturados tenham ganhado peso na pauta de exportação, em virtude do processo histórico de industrialização por substituição de exportação, nos moldes ressaltados por Tavares (1976), elas normalmente têm um reduzido componente tecnológico ou uma baixa difusão e assimilação do conhecimento técnico disponível.

---

bens de consumo não duráveis e alimentos e bebidas processados. Bens de consumo manufaturados semiduráveis equivalem ao próprio item bens de consumo semiduráveis. Bens manufaturados de consumo duráveis abrangem bens de consumo duráveis, automóveis de passeio e equipamentos de transporte não industriais. Bens manufaturados intermediários equivalem à soma entre insumos industriais processados, combustíveis e lubrificantes processados, partes e acessórios de bens de capital e partes e acessórios de equipamentos de transporte. Por fim, bens de capital englobam bens de capital e equipamento de transporte industrial.

Tabela 6 – Pauta de Exportação de Países Selecionados, por Categoria de Bens (% do Valor Total)

	Bens Primários	Bens Manufaturados				
		Não-Duráveis	Semi-Duráveis	Duráveis	Intermediários	de Capital
<b>Argentina</b>						
1998-2000	30,25	22,44	0,81	4,02	37,08	5,39
2001-2005	30,21	20,76	0,66	2,50	41,43	4,44
2006-2010	25,42	22,62	0,51	4,70	40,29	6,45
2011-2014	29,92	24,03	0,37	6,08	30,34	9,25
<b>Brasil</b>						
1998-2000	18,62	14,67	4,20	4,81	44,57	13,13
2001-2005	20,57	15,11	3,42	5,52	42,35	13,03
2006-2010	29,65	16,62	1,72	3,72	37,45	10,83
2011-2014	39,91	16,32	0,90	2,37	31,62	8,88
<b>Chile</b>						
1998-2000	27,25	16,37	0,57	0,70	53,39	1,71
2001-2005	30,74	14,20	0,99	0,83	51,93	1,32
2006-2010	32,46	10,23	0,83	0,89	54,23	1,35
2011-2014	34,74	11,66	0,97	0,75	50,42	1,46
<b>Colombia</b>						
1998-2000	52,51	17,99	4,57	1,26	21,75	1,92
2001-2005	41,73	18,36	5,23	2,62	29,78	2,28
2006-2010	48,88	14,62	3,42	2,01	29,04	2,03
2011-2014	56,03	8,15	1,31	0,83	32,48	1,19
<b>México</b>						
1998-2000	11,52	5,25	7,36	15,77	38,81	21,29
2001-2005	14,20	5,29	5,67	14,03	38,05	22,77
2006-2010	17,82	5,17	3,27	16,59	35,59	21,56
2011-2014	16,72	5,28	2,50	14,63	36,73	24,13
<b>Peru</b>						
1998-2000	23,39	9,46	4,57	0,04	61,54	1,00
2001-2005	26,89	8,70	4,67	0,02	59,17	0,54
2006-2010	36,71	6,91	3,21	0,01	52,72	0,45
2011-2014	39,12	6,92	2,43	0,01	50,83	0,69
<b>Venezuela</b>						
1998-2000	56,55	1,91	0,18	0,44	40,42	0,51
2001-2005	64,78	0,94	0,10	0,34	32,98	0,86
2006-2010	74,37	0,23	0,03	0,07	24,84	0,47
2011-2014	83,40	0,04	0,00	0,00	16,43	0,12

Fonte: Nações Unidas, Comtrade, elaboração própria.

Tabela 7 - Pauta de Importação de Países Selecionados, por Categoria de Bens (% do Valor Total)

	Bens Primários	Bens Manufaturados				
		Não-Duráveis	Semi-Duráveis	Duráveis	Intermediários	de Capital
<b>Argentina</b>						
1998-2000	4,02	5,53	4,34	7,35	49,55	26,03
2001-2005	5,21	5,15	3,28	6,92	55,60	21,60
2006-2010	4,99	4,00	3,25	9,79	54,25	22,16
2011-2014	5,53	4,22	2,85	9,67	58,63	17,58
<b>Brasil</b>						
1998-2000	11,87	7,45	1,44	4,01	55,12	20,12
2001-2005	15,89	5,92	1,27	2,21	58,76	15,95
2006-2010	15,72	5,81	1,96	4,78	55,63	16,09
2011-2014	12,92	6,39	2,68	5,45	57,00	15,56
<b>Chile</b>						
1998-2000	13,90	9,73	6,14	6,78	39,38	24,07
2001-2005	17,50	8,94	6,34	6,87	39,16	21,19
2006-2010	14,26	8,26	5,96	7,59	42,89	21,04
2011-2014	13,08	9,34	6,77	8,26	40,73	21,82
<b>Colombia</b>						
1998-2000	7,78	10,38	2,61	4,85	50,79	23,58
2001-2005	7,40	9,07	2,71	6,48	50,11	24,23
2006-2010	6,59	7,96	3,16	7,95	47,93	26,42
2011-2014	5,25	8,65	3,95	8,20	49,14	24,80
<b>México</b>						
1998-2000	4,35	5,35	5,15	3,64	63,17	18,34
2001-2005	4,93	6,14	4,35	4,99	62,20	17,39
2006-2010	5,18	6,02	3,73	4,47	62,42	18,18
2011-2014	4,87	5,70	3,23	3,90	64,66	17,64
<b>Peru</b>						
1998-2000	13,66	12,67	2,99	5,62	43,63	21,43
2001-2005	17,87	11,32	3,53	5,40	44,84	17,04
2006-2010	17,35	8,64	2,95	6,04	43,84	21,18
2011-2014	13,74	8,55	4,14	7,25	44,29	22,02
<b>Venezuela</b>						
1998-2000	5,87	12,25	4,86	9,05	42,27	25,70
2001-2005	4,96	15,04	4,42	10,88	41,19	23,52
2006-2010	5,50	16,14	5,12	8,26	39,43	25,54
2011-2014	6,75	19,17	4,27	3,61	42,95	23,25

Fonte: Nações Unidas, Comtrade, elaboração própria.

Os dados das tabelas 8 e 9<sup>74</sup> corroboram a afirmação de que as economias latino-americanas continuam sendo predominantemente primário-exportadoras e têm a pauta importadora altamente concentrada em manufaturas com alta e média intensidade tecnológica. Com exceção do México, que possui plantas industriais maquiladoras de empresas sediadas nos Estados Unidos, observa-se uma reduzida exportação de bens manufaturados intensivos em tecnologia e conhecimento, o que, juntamente com os dados referentes à composição das importações, fornece evidência de que os sistemas nacionais de inovação da América Latina são deficientes, não fornecendo o impulso

<sup>74</sup> A agregação dos bens transacionados internacionalmente foi feita a partir da classificação SITC, segundo UNCTAD (2002).

necessário para que a indústria da região seja competitiva no cenário internacional (Fanjzylber, 2000).

Tabela 8 - Pauta de Exportação de Bens de Países Selecionados, por Intensidade de Fatores (% do Valor Total)

	Commodities Primárias	Manufaturas Intensivas em Trabalho e Recursos Naturais	Manufaturas com Baixa Intensidade de Tecnologia e Conhecimento	Manufaturas com Média Intensidade de Tecnologia e Conhecimento	Manufaturas com Alta Intensidade de Tecnologia e Conhecimento	Produtos Não Classificados
<b>Argentina</b>						
1996-2000	61,59	8,57	3,96	16,41	8,68	0,79
2001-2005	63,46	7,43	4,28	13,50	10,81	0,52
2006-2010	63,46	4,67	2,87	17,64	10,96	0,40
2011-2014	64,79	3,40	1,91	18,65	11,00	0,24
<b>Brasil</b>						
1996-2000	43,96	13,44	9,88	19,06	13,08	0,57
2001-2005	44,43	12,39	10,05	19,96	12,64	0,53
2006-2010	52,63	7,96	9,24	18,02	11,72	0,43
2011-2014	61,98	5,49	8,47	14,09	9,63	0,35
<b>Chile</b>						
1996-2000	85,22	4,71	1,69	2,97	4,43	0,97
2001-2005	84,56	5,21	1,69	2,70	5,45	0,40
2006-2010	87,75	3,48	1,84	2,77	3,97	0,19
2011-2014	89,83	2,83	1,23	2,48	3,45	0,18
<b>Colombia</b>						
1996-2000	51,51	19,10	4,92	6,61	15,16	2,69
2001-2005	39,35	21,64	9,46	10,13	16,49	2,94
2006-2010	39,56	19,66	11,00	10,98	16,45	2,34
2011-2014	43,69	15,05	8,08	10,04	21,35	1,79
<b>México</b>						
1996-2000	7,52	14,59	6,07	46,53	23,53	1,76
2001-2005	6,72	12,90	6,27	46,14	26,31	1,66
2006-2010	9,74	8,95	6,38	45,31	28,14	1,48
2011-2014	10,93	7,32	6,16	49,37	25,01	1,21
<b>Peru</b>						
1996-2000	79,49	12,20	0,96	1,39	3,47	2,48
2001-2005	78,46	13,30	1,12	2,05	3,34	1,73
2006-2010	83,66	9,33	1,12	1,56	3,36	0,97
2011-2014	83,59	8,29	1,21	1,91	4,24	0,77
<b>Venezuela</b>						
1996-2000	37,75	9,43	20,28	12,71	19,29	0,54
2001-2005	29,18	6,06	32,22	11,13	21,12	0,28
2006-2010	35,29	2,30	38,85	6,92	16,38	0,26
2011-2014	23,75	1,22	31,50	4,85	38,57	0,11

Fonte: Nações Unidas, Comtrade, elaboração própria.

Nesse sentido, os dados reforçam a ideia da Cepal de que a competitividade dos bens produzidos na região é espúria, não sendo apoiada em inovações tecnológicas, mas sim em variações transitórias dos preços internacionais e na abundância relativa de recursos naturais, que resulta em custos relativos vantajosos. Na medida em que há

avanços na forma de progressos tecnológicos, surgem novos produtos ou novos processos produtivos que tendem a anular a competitividade baseada apenas em baixo custo da mão de obra ou da matéria-prima (Rodriguez, 2009). Dessa forma, as elevadas receitas de exportações tendem a ser apenas transitórias.

Tabela 9 - Pauta de Importação de Bens de Países Seleccionados, por Intensidade de Fatores (% do Valor Total)

	Commodities Primárias	Manufaturas Intensivas em Trabalho e Recursos Naturais	Manufaturas com Baixa Intensidade de Tecnologia e Conhecimento	Manufaturas com Média Intensidade de Tecnologia e Conhecimento	Manufaturas com Alta Intensidade de Tecnologia e Conhecimento	Produtos Não Classificados
<b>Argentina</b>						
1996-2000	9,69	12,28	6,78	37,64	30,88	2,73
2001-2005	10,03	11,02	6,84	33,61	36,51	1,99
2006-2010	9,19	9,76	7,32	39,75	32,36	1,63
2011-2014	7,97	8,87	6,98	43,57	31,15	1,45
<b>Brasil</b>						
1996-2000	16,46	8,16	4,32	32,91	36,28	1,87
2001-2005	12,83	6,33	4,65	30,76	44,06	1,37
2006-2010	12,26	7,24	6,97	32,02	40,06	1,46
2011-2014	10,85	8,32	6,75	34,68	37,94	1,47
<b>Chile</b>						
1996-2000	12,06	16,24	8,89	35,22	25,13	2,46
2001-2005	13,12	16,25	8,76	33,80	26,04	2,04
2006-2010	14,09	15,11	8,77	34,86	25,45	1,72
2011-2014	13,84	15,89	7,79	35,88	24,97	1,64
<b>Colombia</b>						
1996-2000	18,20	11,19	7,36	24,93	35,41	2,92
2001-2005	16,30	11,17	7,26	23,67	39,10	2,50
2006-2010	15,04	10,19	8,35	28,00	36,05	2,37
2011-2014	14,47	11,25	8,43	28,77	34,99	2,08
<b>México</b>						
1996-2000	10,47	12,20	9,21	39,76	26,10	2,27
2001-2005	10,81	11,19	8,07	38,27	29,59	2,06
2006-2010	13,15	9,52	8,57	36,75	30,13	1,88
2011-2014	12,66	8,62	8,75	37,63	30,70	1,65
<b>Peru</b>						
1996-2000	20,79	11,64	8,05	31,13	25,78	2,61
2001-2005	19,76	13,79	8,66	24,38	31,02	2,39
2006-2010	16,93	12,04	11,53	30,79	27,07	1,64
2011-2014	15,92	13,19	10,47	32,69	26,15	1,59
<b>Venezuela</b>						
1996-2000	17,75	11,77	8,95	36,92	22,22	2,40
2001-2005	16,38	11,97	8,64	34,82	25,44	2,75
2006-2010	17,18	13,50	7,33	32,67	26,71	2,62
2011-2014	20,19	11,61	9,08	28,97	28,31	1,84

Fonte: Nações Unidas, Comtrade, elaboração própria

Por sua vez, a pauta importadora da América Latina está concentrada predominantemente em bens manufaturados intermediários e bens de capital (tabela 7). Nesse sentido, observam-se evidências de que o processo de desenvolvimento da região continua dependente de insumos e bens de capital produzidos em outras partes do mundo, nos termos tradicionalmente destacados por Tavares (1976). Diante da necessidade de aquisições de máquinas e equipamentos importados para fazer face aos investimentos produtivos, é possível afirmar que o crescimento das economias latino-americanas requer divisas estrangeiras, que podem ser obtidas por meio de exportações, de reservas internacionais ou de financiamento junto ao exterior. Para reduzir essa dependência em relação às fontes de recursos advindos do exterior, é preciso que se estimule o desenvolvimento interno de setores produtores de bens de capital e insumos processados e a realização de atividades voltadas para a geração, absorção e difusão de conhecimentos tecnológicos.

No caso de se recorrer ao financiamento externo, verifica-se o processo chamado atenção por Resende (2007) em que o investimento em uma economia aberta é realizado a partir da compra de bens de capital provenientes de outro país. Neste caso, o aumento de renda gerado pelo investimento ocorre primordialmente no país que exportou os bens de capital. Na medida em que é esse crescimento de renda que proporciona a poupança a ser direcionada para o investimento realizado, na forma de *funding*, ressalta-se que ele ocorre em país diferente daquele no qual o investimento foi efetivamente realizado<sup>75</sup>. Nesse sentido, é preciso haver algum mecanismo que canalize a poupança gerada entre as fronteiras dos países em consideração, de forma a possibilitar o pagamento dos compromissos externos contraídos, supondo indisponibilidade de reservas cambiais. O principal canal para isso consiste nas receitas operacionais denominadas em moeda estrangeira<sup>76</sup>, ou seja, nas exportações dos bens e serviços resultantes do processo de investimento.

Diante da competitividade espúria dos países em consideração e do baixo desenvolvimento dos setores produtores de bens de capital e insumos industrializados, em âmbito interno, é possível afirmar que os respectivos processos de crescimento

---

<sup>75</sup> A menos que o investimento realizado resulte em ampliação da estrutura produtiva, o que gera potenciais aumentos na renda e desencadeia novos ciclos de investimentos.

<sup>76</sup> Uma vez que Resende (2007) assume, para fins de simplificação, que um país é devedor e importador de bens de capital e o outro credor e exportador de bens de capital, o devedor não possui receitas financeiras significativas em moeda estrangeira.

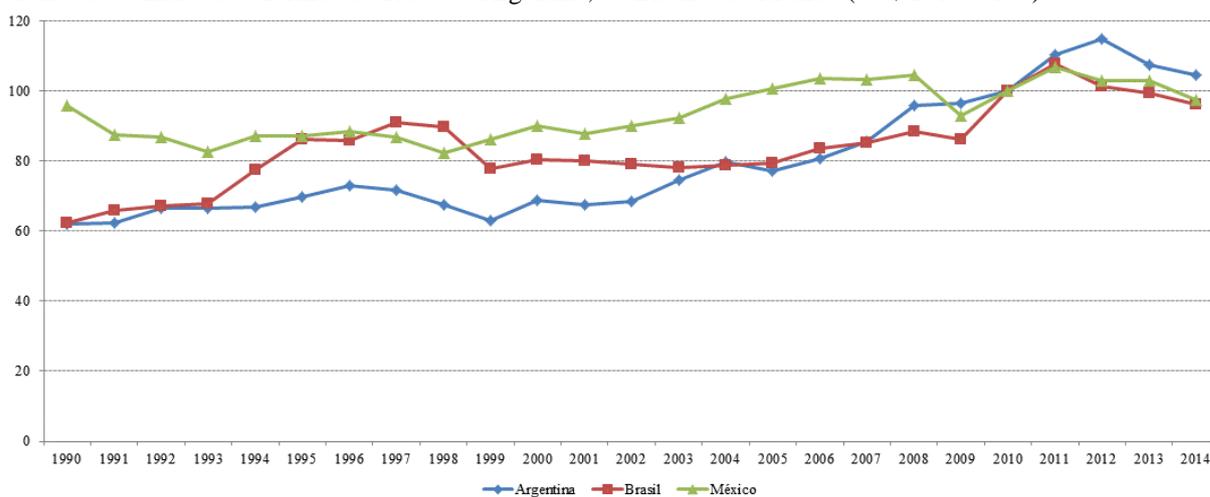
econômico fragilizam a sua estrutura financeira externamente, porque há dificuldades para obtenção do *funding* necessário para consolidar o investimento feito a partir de máquinas e equipamentos importados. Assim, esses países precisam recorrer frequentemente ao mercado internacional para refinanciar suas dívidas em vencimento, o que aumenta o grau de fragilidade financeira, uma vez que aprofunda a vulnerabilidade a variações nas taxas de câmbio e de juros internacionais (De Paula e Alves Jr, 1999).

Gráfico 34 – Índice de Preços Internacionais das *Commodities* (US\$ 2010 = 100)



Fonte: Banco Mundial, Global Economic Monitor Commodities, elaboração própria.

Gráfico 35 – Índice dos Termos de Troca da Argentina, do Brasil e do México (US\$ 2010 = 100).



Fonte: Cepalstat, elaboração própria.

No que diz respeito à competitividade espúria da América Latina, observa-se, por meio do gráfico 34, uma elevação dos preços internacionais de bens agrícolas e minerais e metais, entre 2003 e 2011, mesmo período em que se verificam saldos comerciais positivos para a maior parte dos países da região. A trajetória dos preços internacionais das *commodities*, influenciada em grande medida pelo processo de desenvolvimento econômico chinês, intensivo em investimento em infraestrutura, está associada ao aumento da concentração da pauta exportadora nesses itens. Há evidências, então, de que a elevação das cotações das *commodities* no mercado internacional tenha fornecido incentivo adicional, além dos baixos custos relativos de matéria-prima e trabalho, ao aumento da produção doméstica desses bens.

Por sua vez, o gráfico 35 mostra a evolução dos termos de troca do México, do Brasil e da Argentina, mensurado pela razão entre o valor da exportação e o valor das importações, entre 1990 e 2014, com crescimento significativo a partir de 2004. É possível, então, inferir, que o aumento dos preços das *commodities*, durante a década de 2000, em conjunto com a concentração da pauta exportadora nesses itens propiciou uma melhoria nos termos de troca desses países e, portanto, uma elevação nas receitas operacionais em moeda estrangeira, gerando um alívio temporário para o problema da restrição externa.

A observação da trajetória dos preços internacionais de *commodities* fornece indícios de que continua válida a ideia presente no trabalho de Prebisch (2000a) e da Cepal (2000) de que a deterioração nos termos de troca é cíclica. Ao longo da década de 2000, a China passou a responder por parte substancial da demanda global, sendo o destino de parcela crescente das exportações provenientes da América Latina. Nesse sentido, enquanto a demanda global estava em fase de expansão, devido ao processo de crescimento econômico chinês, ocorreu elevação dos termos de troca dos países primário-exportadores, que possuem abundância de matéria-prima e um enorme contingente de mão de obra em situação de desemprego ou subemprego.

Porém, diante da retração da demanda mundial, entre 2012 e 2015, com a desaceleração do crescimento chinês, a expansão na oferta de *commodities*, a crise enfrentada pela periferia da União Europeia e o baixo crescimento econômico dos Estados Unidos, os termos de troca dos países da América Latina tenderam a sofrer significativa redução. Conforme observado por Prebisch (2000a) e explicado

anteriormente, o maior nível de concorrência que seus produtos enfrentam no mercado internacional bem como a baixa articulação dos seus trabalhadores, em comparação com os países centrais, tornam os preços das exportações oriundas das economias periféricas mais sujeitos a pressão descendente do que os preços dos bens industrializados exportados pelo centro, nos períodos de recessão mundial. Tendo em vista a continuidade da contração da demanda mundial em 2015, será preciso estender a observação da trajetória dos preços internacionais das *commodities* para períodos posteriores, para que se possa afirmar com mais certeza que a magnitude da queda dos termos de troca foi maior do que o seu aumento ao longo da década de 2000, conforme afirmado por Prebisch (2000a).

Cumprido ressaltar, mais uma vez, que a tendência à concentração da estrutura produtiva nos setores primários, voltados para o mercado externo, remonta ao processo histórico de colonização latino-americana, sendo contrabalançada, durante o século XX, por políticas industriais de substituição de importações (Tavares, 1976; Furtado, 1983). Tendo em vista que, durante a década de 1980 e 1990, praticamente inexisteram políticas industriais na região e que as poucas políticas industriais mostraram-se de baixa efetividade perante os incentivos provenientes do aumento do preço internacional das *commodities*, há evidências de reforço da tendência à concentração da estrutura produtiva dos países da América Latina nos setores primários a partir de meados da década de 1990<sup>77</sup> (Gouvêa e Lima, 2013; McMillan e Rodrik, 2011). Isso, por sua vez, se refletiu no aumento da participação de *commodities* na pauta de exportação e no aumento da participação de bens de capital, bens duráveis e insumos processados, com alto e médio conteúdo tecnológico, na pauta de importação.

Dessa forma, a concentração da estrutura produtiva da América Latina se traduziu na perda de competitividade autêntica no cenário internacional, comprometendo a sua capacidade de gerar receitas sustentáveis em moeda estrangeira. A competitividade espúria das economias latino-americanas, associada ao crescimento chinês e à disponibilidade doméstica de matérias-primas, tende a ser anulada tanto pela mudança de fase no processo de desenvolvimento da China, que passa a ser menos intensivo em investimento em infraestrutura e a demandar menor quantidade de metais, quanto pela possível introdução, no contexto global, de progressos tecnológicos, com o

---

<sup>77</sup> Além dos setores primários, merece atenção também os setores de serviços de baixa produtividade, que respondem por uma ampla parcela do pessoal ocupado na América Latina (McMillan e Rodrik, 2011).

potencial de criar substitutos manufaturados para os bens primários ou de conceber mudanças nos processos produtivos que resultem em uma menor razão entre os insumos primários e o produto final. Assim, a capacidade da América Latina de obtenção de receitas em moeda estrangeira encontra-se comprometida, sendo sujeita a variações nos preços internacionais de *commodities*, que está condicionada pela demanda global. Esta, por sua vez, é afetada pelo processo de crescimento dos demais países e pelo surgimento de inovações tecnológicas.

Além de influenciar negativamente, no longo prazo, a capacidade de solvência externa dos países da América Latina, a elevada participação de *commodities* na pauta de exportação e a concentração das importações em bens industrializados de alto e médio conteúdo tecnológico tem o potencial de gerar restrições ao processo de crescimento econômico da região. Conforme observado por Prebisch (2000b), o fato da elasticidade-renda da demanda dos produtos primários ser menor que a elasticidade-renda da demanda dos produtos industrializados resulta numa tendência de longo prazo de deterioração nos termos de troca. Assim, para que possam importar os insumos e os bens de capital necessários para a manutenção ou expansão do ritmo de atividade, os países latino-americanos precisam exportar uma quantidade crescente de bens primários. Ademais, a deterioração dos termos de troca dos países periféricos tende a aumentar o diferencial de renda entre eles e os países centrais, caso não seja contrabalançado por ganhos de produtividade do trabalho superiores aos observados no centro (Rodriguez, 2009).

É importante mencionar que, além da aparente tranquilidade<sup>78</sup> dos mercados financeiros globais entre 2003 e 2007, que resultou em redução da preferência pela liquidez dos agentes internacionais, a elevação dos preços das *commodities* incentivou o influxo de capital para os países da América Latina durante a década de 2000. Em primeiro lugar, as elevadas receitas de exportações melhoraram a confiança dos credores a respeito da solvência futura da região. Em segundo lugar, o processo de crescimento econômico impulsionado tanto pelo alívio da restrição externa, proporcionado pelo acúmulo de reservas cambiais e pela melhoria nos termos de troca, quanto por políticas nacionais de estímulo a demanda<sup>79</sup> alimentou as expectativas de

---

<sup>78</sup> Tranquilidade instabilizadora.

<sup>79</sup> A exemplo de políticas de transferência de renda e oferta de créditos habitacionais ou voltados para o consumo, a taxas de juros subsidiadas.

valorização dos ativos domésticos, no curto prazo, aumentando a sua demanda para fins de especulação. Dessa forma, os agentes internacionais passaram a associar uma alta rentabilidade aos investimentos financeiros nas economias latino-americanas.

Conforme já foi observado, o influxo de capital financeiro para a região resultou em uma tendência à valorização da taxa de câmbio nominal. Tendo em vista o controle do processo inflacionário, a partir de meados da década de 2000, a valorização nominal da taxa de câmbio gerou também uma apreciação real, que reduziu os preços relativos dos bens de consumo duráveis, dos bens de capital e dos insumos processados provenientes de outros países. Assim, aumentou-se o incentivo para a importação de bens de maior conteúdo tecnológico, elevando-se o custo de oportunidade para a produção interna deles. É possível então compreender a perda de competitividade autêntica das economias latino-americanas, ao se levar em consideração as influências da elevação do preço internacional das *commodities*, do crescimento do influxo de capital e da apreciação da taxa real de câmbio entre si e sobre a estrutura produtiva.

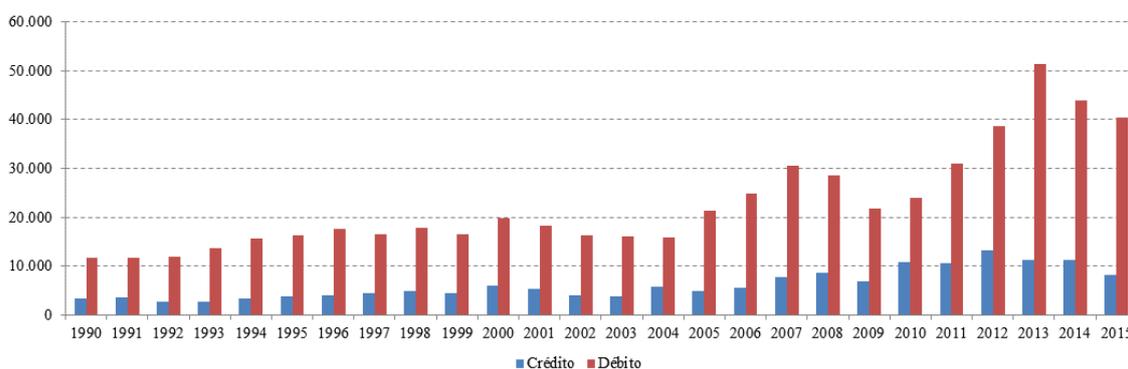
Observam-se, então, evidências de perda de competitividade sistêmica nos países da América Latina, ao longo da década de 2000, refletida na concentração da pauta exportadora em *commodities* e na elevada participação de bens de médio e alto conteúdo tecnológico, principalmente bens de capital, bens duráveis e insumos processados, na pauta importadora. Para esse mesmo período, foi verificada também uma elevação no estoque de passivo externo, composto predominantemente por empréstimos bancários e títulos. Contrapondo-se a evolução e o perfil do passivo das economias latino-americanas com a sua capacidade de obtenção de divisas estrangeiras, percebem-se fortes indícios de aumento da sua vulnerabilidade externa, influenciada pela melhoria do estado de expectativa global entre 2003 e 2007, período de prosperidade no cenário internacional.

Isso, por sua vez, corrobora a ideia de Minsky (1986) de que o processo de crescimento econômico tende a fragilizar a estrutura financeira, caso não haja restrição para o funcionamento do mercado. A redução da preferência pela liquidez, em âmbito internacional, em conjunto com a perspectiva de obtenção de ganhos de capital a partir do financiamento de unidades especulativas, nesse caso os países da América Latina, conduziu ao crescimento do influxo financeiro para a região, favorecido pela ausência de controles de capital efetivos (com exceção da Argentina). O aumento do passivo

externo, por sua vez, não foi acompanhado por uma melhoria da capacidade de geração de receitas em moeda estrangeira, ou seja, por um aumento da sua competitividade autêntica. Assim, ocorreu um aumento na exposição das economias em consideração às variações nas expectativas do agente internacional e no grau de confiança nelas.

Ao se observar o elevado peso dos bens de capital na pauta de importação dos países da América Latina, é possível inferir que parte do financiamento externo obtido é canalizada para viabilizar a tomada da decisão de investir. Porém, uma vez que os gastos resultantes do investimento são direcionados para os países exportadores de bens de capital, o aumento de renda e a poupança resultantes desse processo permanecem no exterior, ou seja, os recursos necessários para fechar o circuito financiamento-investimento-poupança-*funding* permanecem fora das fronteiras nacionais. Eles podem ser canalizados para a economia aberta em consideração por meio de receitas de exportações. No entanto, os países latino-americanos não podem contar com esse canal, de forma perene, em vista das evidências de que sua competitividade autêntica tem apresentado recuo, a partir da década de 2000. A reduzida competitividade autêntica em conjunto com o baixo desenvolvimento do mercado financeiro doméstico resultam em obstáculos potenciais para a obtenção do *funding* necessário para compatibilizar as unidades de conta e os prazos entre o passivo e o ativo, o que leva a essas economias a recorrerem frequentemente ao refinanciamento dos seus compromissos financeiros externos.

Gráfico 36 – Fluxo de Renda Primária – México (US\$ Milhões)

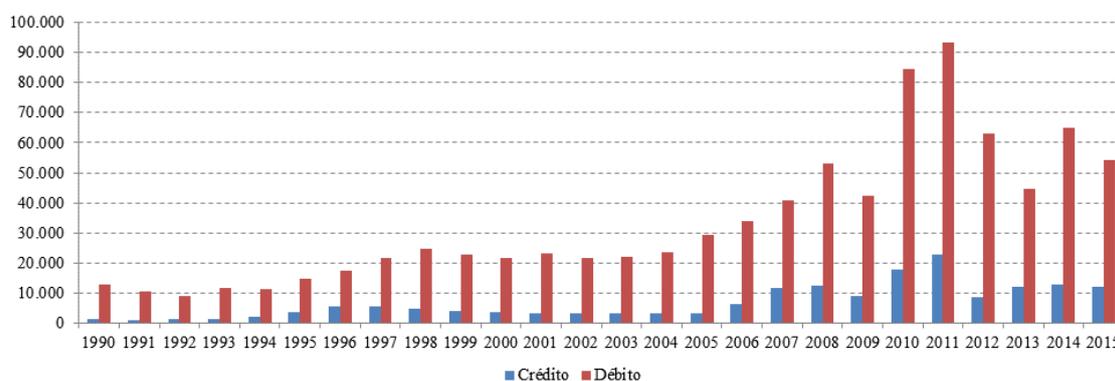


Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Outro canal que pode ser utilizado para canalizar moeda estrangeira para as economias periféricas e que pode eventualmente reduzir a necessidade de recorrer a

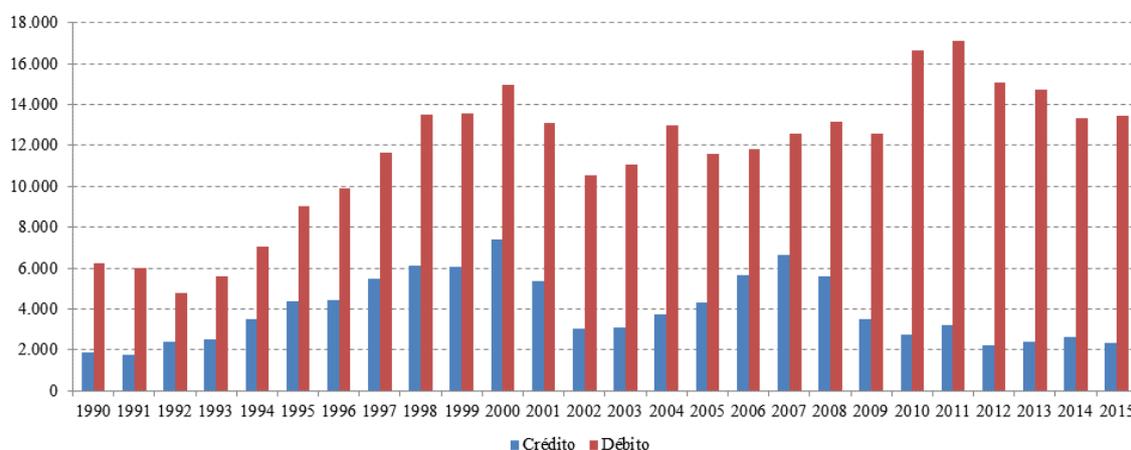
refinanciamento do passivo externo diz respeito aos fluxos de renda, principalmente de juros e dividendos, registrados nas Transações Correntes do Balanço de Pagamentos. Verifica-se, por meio dos gráficos 36 a 38, que os débitos foram significativamente superiores aos créditos, em todos os anos compreendidos entre 1990 e 2015<sup>80</sup>. Além disso, observa-se que, principalmente para o México e para o Brasil, a diferença entre o fluxo de saída e o de entrada aumentou ao longo da década de 2000, o que está associado ao acúmulo de estoque de passivo externo, resultante do aumento do influxo de capital. Isso reforça a evidência de que, assim como os fluxos comerciais, os fluxos de renda primária são insuficientes para possibilitar o pagamento do passivo externo, ou seja, os países latino-americanos precisam constantemente refinar sua dívida externa, sendo, por isso, unidades especulativas ou Ponzi.

Gráfico 37 – Fluxo de Renda Primária – Brasil (US\$ Milhões)



Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Gráfico 38 – Fluxo de Renda Primária – Argentina (US\$ Milhões)

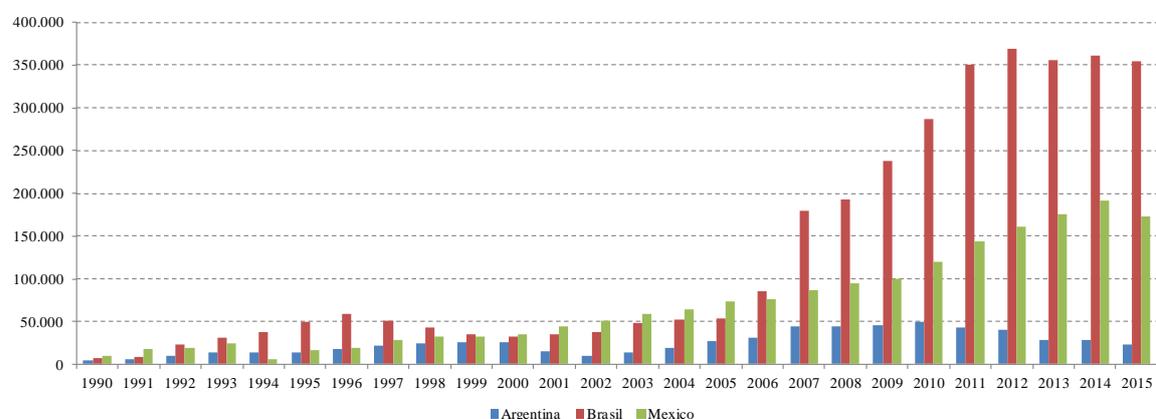


Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

<sup>80</sup> Conforme se observa no Anexo A, essa observação é válida também para o Chile, a Colômbia e o Peru.

É importante destacar que, em caso de interrupção dos fluxos financeiros internacionais ou mesmo fuga de capitais, é possível recorrer ao estoque de reservas cambiais acumulado ao longo dos últimos anos. Segundo o gráfico 39, o México e o Brasil apresentaram aumento substancial de reservas, viabilizado pelo influxo líquido de capital, entre 2005 e 2012. Porém, esse crescimento mostra sinais de esgotamento entre 2013 e 2015, associado à própria redução da entrada líquida de capital nesses países. Por sua vez, houve deterioração no estoque da Argentina, associada aos seus limitados saldos financeiros no mesmo período, diante do isolamento do país em relação aos mercados de capitais globais (Damill e Frenkel, 2013).

Gráfico 39 – Estoque de Reservas Internacionais – Argentina, Brasil e México (US\$ Milhões)



Fonte: FMI, International Financial Statistics, elaboração própria.

Em um cenário de interrupção súbita dos influxos financeiros ou mesmo fuga de capitais, conjuntamente com déficits em conta-corrente, há três principais maneiras de garantir o pagamento dos compromissos financeiros em vencimento: obtenção de empréstimos junto a instituições credoras oficiais, como o FMI, utilização das reservas ou elevação da taxa de juros doméstica, com vista a tornar os ativos domésticos mais atrativos aos investidores privados e, assim, conseguir refinarçar o passivo externo. As crises cambiais, com reflexos nas variáveis reais, ocorridas durante a década de 1990 e 2000, tornaram os países periféricos propensos a acumularem reservas, como forma de evitar uma eventual crise de liquidez externa e obter maior independência em relação ao FMI na condução das políticas econômicas domésticas. Além disso, esse acúmulo tem funcionado como um mecanismo convencional de melhorar a confiança do investidor externo em relação à solvência doméstica. Assim, evita-se utilizá-la em grande quantidade, a não ser em caso de uma substancial saída líquida de capital, que não consiga ser revertida por um aumento suficiente da taxa de juros, e de flutuação

significativa da taxa de câmbio, que afete substancialmente o valor dos compromissos externos.

É importante destacar que, mediante a vigência de regime de câmbio flutuante, a redução das reservas tende a ser acompanhada por desvalorização nominal da taxa de câmbio, uma vez que ocorre aumento da demanda por moeda estrangeira em detrimento da moeda doméstica. Caso esta consiga desempenhar satisfatória e amplamente, em âmbito internacional, as suas funções clássicas de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor, a desvalorização apresenta um limite, a partir do qual cessam os incentivos para se trocar moeda doméstica por moeda estrangeira (Prates, 2002). No entanto, este não é o caso dos países periféricos. Dessa forma, um eventual ataque especulativo tende a exercer uma forte pressão sobre o mercado cambial, tendo impactos consideráveis sobre o valor dos compromissos externos, abrangendo tanto os de natureza operacional, como gastos com importações, quanto os de natureza financeira, como pagamento de juros externos e amortizações da dívida contraída no mercado internacional.

A elevação da taxa de juros, por sua vez, além de reduzir o preço corrente dos ativos, incentivando a sua demanda para fins especulativos, aumenta os fluxos de pagamento advindos da dívida externa. Outro efeito importante diz respeito à valorização cambial gerada pela elevação dos juros, o que leva a aumentos adicionais na demanda pela moeda doméstica, na medida em que há crescimento do influxo de capital em direção ao país. Além de potencialmente proporcionar um aumento do influxo líquido de capital para o país, a valorização cambial é considerada desejável pelas diversas autoridades monetárias, porque reduz o preço dos bens comercializáveis, permitindo controlar o processo inflacionário.

Porém, é importante destacar que, dependendo do grau de abalo na confiança dos agentes e do aumento resultante na sua preferência pela liquidez, apenas uma elevação moderada da taxa de juros é incapaz de recuperar os fluxos líquidos de capital para o país, sem que haja alterações significativas no estoque de reservas ou sem que haja desvalorização cambial, porque o prêmio exigido para abrir mão da liquidez tende a ser alto, bem como a avaliação do risco-país feita segundo os mecanismos convencionais. Pode ser que uma taxa de juros em nível exorbitante consiga tornar a economia doméstica atrativa e evitar desvalorizações significativas na taxa de câmbio,

mas os custos disso em termo de emprego, nível de atividade e pagamentos do serviço da dívida interna são considerados elevados. Nesse sentido, a dificuldade para refinarçar o passivo externo torna inevitável a utilização das reservas cambiais para honrar as obrigações denominadas em moeda estrangeira.

Caso o grau de desconfiança dos agentes seja suficientemente elevado e se prolongue por muito tempo e, por isso, o país permaneça incapaz de refinarçar o seu passivo externo, pode haver redução significativa das reservas, concomitante a uma elevada desvalorização cambial, culminando com a insolvência da economia doméstica, devido à elevação do valor dos compromissos externos. Em outras palavras, há possibilidade de que a crise de liquidez resulte em crise de solvência caso o aumento na preferência pela liquidez dos agentes seja de elevada magnitude e se prolongue por tempo suficiente para manter em patamares elevados os valores dos compromissos externos, em relação ao estoque de reservas acumulado.

Além disso, conforme já explicado anteriormente, a elevação simultânea do prêmio exigido para abrir mão da liquidez, da avaliação de risco-país e da expectativa de desvalorização cambial, influenciada pelo processo de fuga de capital, por si só já resulta no aumento do patamar mínimo de determinação da taxa de juros doméstica em uma economia aberta, integrada financeiramente ao resto do mundo (De Conti, Prates e Plihon, 2014). Nesse sentido, a decisão de elevar a taxa de juros doméstica para fins de obtenção do montante de divisas necessário para refinarçar o passivo externo já parte de patamar mínimo elevado. Assim, tanto o processo de fuga de capitais por si só quanto o esforço com vista a tornar os ativos domésticos suficientemente atrativos para possibilitar o refinanciamento da dívida interna, sem que o mercado cambial seja afetado significativamente, levam a uma elevação da taxa de juros. Isso, por sua vez, exerce impacto negativo sobre o investimento, com efeitos contracionistas, portanto, sobre o nível de atividade e o emprego (Keynes, 1936; Keynes, 1937a).

Por fim, é importante observar que os problemas resultantes do acúmulo de passivo externo pela América Latina, entre 2003 e 2015, e da sua baixa competitividade no cenário internacional tem algumas diferenças em relação às crises cambiais ocorridas ao longo da década de 1990 e início dos anos 2000, conforme enfatizado por Cintra (2015) e Biancareli (2015). Em primeiro lugar, o acúmulo de reservas internacionais tem permitido amenizar parte dos efeitos negativos decorrentes da deterioração do

estado das expectativas. Em segundo lugar, a desvalorização cambial possibilitada pela adoção de regime de câmbio flutuante impõe perdas ao investidor que deseja converter seus recursos para moeda estrangeira, no momento de reversão das expectativas. Em terceiro lugar, o aumento substancial do investimento de portfólio nos mercados financeiros domésticos tem implicado em perdas adicionais para os investidores no caso de um movimento de vendas maciças de títulos e ações, no contexto de uma fuga de capitais.

Isso não significa que uma súbita elevação da preferência pela liquidez internacional não tenha efeito sobre a economia doméstica, mas sim que o impacto ocorre por meio da tendência à desvalorização da moeda nacional ao invés de esgotamento de reservas e ameaça de descontinuidade do regime cambial vigente. A pressão ocorrida no mercado de câmbio se traduz em elevação dos compromissos externos, o que se reflete tanto em aumento dos custos de importação de insumos processados e bens de capital necessários para a continuidade do ritmo de atividade produtiva quanto em elevação do coeficiente entre despesas contratuais denominadas em moeda estrangeira e receitas em moeda local. Dessa forma, a crise de liquidez internacional pode comprometer o desempenho macroeconômico doméstico e culminar com uma crise de insolvência, devido à piora na situação patrimonial (Biancareli, 2015).

## **Conclusão**

Esse capítulo mostrou, então, evidências empíricas sobre o processo de inserção dos países da América Latina, com maior foco no México, no Brasil e na Argentina, no cenário internacional, chamando atenção para as consequências relativas ao aumento da vulnerabilidade externa a variações na preferência pela liquidez internacional. Em primeiro lugar, foi observado um crescimento da integração financeira dessas economias, com mais força a partir da década de 2000, associado a uma elevação substancial do passivo externo líquido e a oscilações no fluxo de capital entre as fronteiras nacionais. Em segundo lugar, verificou-se que uma parte significativa da dívida emitida no mercado externo é denominada em moeda estrangeira, o que tende a aumentar a vulnerabilidade a oscilações na taxa de câmbio. Em terceiro lugar, destacou-se a existência de uma elevada razão entre compromissos externos de curto prazo e estoques de reservas, a partir do indicador amplo de liquidez externa, o que fornece

evidências a respeito da necessidade de se recorrer aos mercados financeiros internacionais para saldar os compromissos externos em vencimento. Por fim, observou-se que a evolução do passivo externo não foi acompanhada por um aumento da capacidade de geração de divisas estrangeiras, necessárias para o pagamento de parcela significativa dos compromissos financeiros internacionais.

O elevado valor dos compromissos financeiros de curto prazo, em relação ao estoque acumulado de reservas, e a reduzida competitividade autêntica, que compromete a obtenção de superávits comerciais sustentáveis, agrava o impacto da taxa de câmbio sobre a situação patrimonial dos países latino-americanos e aumenta a dependência em relação aos mercados globais para fechar as posições financeiras em aberto, o que permite caracterizá-los como unidades especulativas ou até mesmo Ponzi. A necessidade de refinanciamento da dívida, por meio de influxos líquidos de capital, por sua vez, resulta em aumento vulnerabilidade desses países em relação ao estado de confiança dos agentes internacionais. Assim, a integração financeira da América Latina tem levado não apenas a uma elevação da possibilidade de insolvência, mas também a um maior condicionamento do seu desempenho macroeconômico às oscilações na preferência pela liquidez internacional, que passam a ser mais frequentes devido ao predomínio da lógica especulativa no movimento financeiro global.

Além de questões puramente externas que dizem respeito ao estado de expectativas no cenário internacional, ao predomínio da lógica especulativa e às mudanças no ciclo econômico nos países centrais, a vulnerabilidade dos países latino-americanos às variações da preferência pela liquidez internacional foi afetada por variáveis relacionadas à condução interna da política econômica. No caso do México, as decisões políticas apresentaram um direcionamento predominantemente liberal, influenciado pelas prescrições do Consenso de Washington. Mais precisamente, observam-se a adoção de medidas de integração comercial e financeira com o resto do mundo e, em maior grau, com os Estados Unidos e Canadá, a redução de incentivos governamentais ao avanço e integração interna da estrutura produtiva, que poderiam aumentar sua competitividade autêntica e elevar a agregação local de valor, e a implementação do regime de metas de inflação, cuja observância também passa a ser central para a política cambial (Guillén, 2012; Moreno-Brid, 2015).

No caso do Brasil, apesar da utilização do IOF como instrumento de controle de capitais (Cagnin e Freitas, 2015), ele não foi suficiente para impedir o aumento da fluxos financeiros globais. Além disso, os investimentos realizados a partir de 2003, mesmo sendo elevados, não se traduziram em expansão e diversificação da capacidade produtiva, apenas em modernização das instalações (Bielschowsky, Squeff e Vasconcelos, 2014), ou seja, não levaram a um aumento da competitividade autêntica no cenário internacional. Isso foi reforçado também pelo regime cambial adotado que, ao permitir que a taxa de câmbio se mantivesse em níveis apreciados e subordinados à perseguição das metas de inflação, reduziu os custos de importação e diminuiu os incentivos para a produção de bens comercializáveis de maior conteúdo tecnológico. Por sua vez, as taxas de juros foram mantidas em patamares elevados, em comparação com o prevalecente no resto do mundo, o que, além de aumentar os custos do investimento, torna maior a atratividade do país aos fluxos de capital internacional, gerando um significativo crescimento do passivo externo e, portanto, dos compromissos de curto prazo em comparação com o estoque de reservas.

No que diz respeito tanto ao México quanto ao Brasil, a forma como a vulnerabilidade externa tem se apresentado, na última década, tem se mostrado distinta da observada na década de 1990. O acúmulo de um estoque elevado de reservas tem possibilitado um melhor acomodamento das pressões resultantes dos movimentos especulativos. Além disso, a adoção do regime de câmbio flutuante e o crescimento do investimento de portfólio estrangeiro no mercado local têm implicado no compartilhamento das perdas, resultantes das fugas de capitais, com os investidores não residentes. Dessa forma, ao invés de conduzir a um esgotamento de reservas e colocar em xeque uma âncora cambial, como ocorrido anteriormente, as oscilações na preferência pela liquidez internacional têm levado à volatilidade na taxa de câmbio, que, por sua vez, agrava a percepção de incerteza quanto ao desempenho futuro dessas duas economias. Mais ainda, a pressão para desvalorização cambial gerada por uma eventual fuga de capitais tem o potencial de elevar a razão entre os compromissos externos e a expectativa de receita denominada em moeda estrangeira. Assim, além de aumentar o custo para importar insumos processados, máquinas e equipamentos, dificultando a manutenção ou mesmo expansão do ritmo de atividade econômica, uma elevada desvalorização cambial pode ocasionar uma crise de solvência externa. Esta, no entanto, pode ser amenizada, com o passar do tempo, pelo efeito positivo que o aumento da taxa

de câmbio tende a exercer sobre as exportações e sobre a contenção das importações, o que proporciona um aumento de receitas operacionais líquidas em moeda estrangeira.

Por fim, apesar do passivo externo argentino não ter apresentado evolução significativa, desde 2003, em face do isolamento do país em relação aos mercados financeiros globais, devido à moratória declarada em 2002, à adoção de controles de capital, ao baixo nível da taxa de juros, a partir de 2011, e à desconfiança dos credores em relação aos indicadores econômicos oficiais, tampouco houve crescimento do nível de reservas internacionais, mesmo com a melhoria dos resultados comerciais ao longo da década de 2000. Nesse sentido, ainda que apresente uma baixa integração aos mercados mundiais, a Argentina segue com uma alta relação entre seus compromissos externos de curto prazo e o estoque de reservas internacionais.

Diante do reduzido estoque de reservas internacionais e da ainda incipiente participação de investidores estrangeiros nos mercados domésticos de ações e títulos, a forma como a vulnerabilidade externa se manifesta na Argentina é diferente da apresentada pelo México e pelo Brasil. Em outras palavras, o estoque de reservas argentino não tem se mostrado suficiente para acomodar as pressões resultantes de variações na preferência pela liquidez internacional. No entanto, estas pressões não têm sido significativa, tendo em vista o isolamento do país em relação aos mercados financeiros globais.

## 6. Sumário e Conclusão

O impulso dado ao processo de globalização financeira e de liberalização da conta de capitais das economias centrais, a partir de meados dos anos 1970, foi amparado, em grande medida, pelos argumentos utilizados por economistas ortodoxos, que assumem a existência de uma dicotomia de longo prazo entre as variáveis reais e as monetárias e financeiras, ou mesmo uma dicotomia de curto prazo, no caso dos novo-clássicos. Até a década de 1980, a defesa do livre fluxo de capital entre as fronteiras nacionais baseava-se na ideia de eficiência dos mercados financeiros (Fama, 1969), segundo a qual os preços dos ativos são flexíveis e refletem completamente toda a informação disponível. Assume-se que os preços sempre convergem para o valor determinado pelo modelo de equilíbrio geral, previsto pelos agentes com expectativas racionais. Dessa forma, não se vislumbram possibilidades de surgimento de bolhas nos mercados financeiros e nem oportunidades para ganhos especulativos. Como se considera que os mercados financeiros estão sempre em equilíbrio, defende-se que a eliminação de controle sobre os fluxos de capital não resulta em instabilidade macroeconômica. Pelo contrário, a redução de intervenção estatal nas operações financeiras externas eliminaria as distorções na determinação dos preços dos ativos e das moedas nacionais, possibilitando um processo mais acelerado de convergência aos níveis de equilíbrio.

A defesa da abertura financeira até a década de 1980 se apoia também na ideia de que a liberalização amplia os canais de intermediação entre poupança e investimento. Mais ainda, defende-se que a redução das intervenções estatais nos mercados financeiros resulta em aumento da taxa de juros, o qual proporciona maiores montantes de poupança. Esta por sua vez seria necessariamente alocada pelo mercado para os projetos de investimento de maior rentabilidade e com maior potencial de desenvolvimento para o país (Shaw, 1973; McKinnon, 1973). Assim, a liberalização financeira em escala global teria dois possíveis benefícios, dependendo do modelo de crescimento econômico adotado, relacionados a uma maior alocação de poupança entre países. Caso se assuma que o modelo de Solow (1956) seja o relevante, o resultado seria um aumento da renda *per capita* nacional (Mankiw, Romer e Weil, 1992). Caso se opte pelo modelo AK, o benefício seria maiores taxas de crescimento econômico (Pagano, 1993).

Diante da ocorrência de crises de balanço de pagamentos, a partir da década de 1980, associadas aos movimentos de capital entre as fronteiras nacionais e ao comportamento especulativo, os modelos ortodoxos passaram a assumir a possibilidade de desequilíbrios nos mercados financeiros e cambiais. No entanto, eles consideram como causas a intervenção estatal, por meio de políticas monetárias, fiscais e cambiais discricionárias e expansionistas, e as falhas de mercado, como informações assimétricas. Além disso, ressaltam que o Estado também seria responsável pelas crises por não supervisionarem adequadamente os mercados financeiros. Em outras palavras, o governo seria responsável seja quando age, seja quando não age. Dessa forma, os modelos ortodoxos de crises cambiais desenvolvidos a partir de meados da década de 1980 resultaram em prescrições mais cautelosas de abertura financeira, ou seja, defendem a implementação de reformas estruturais para reduzir o tamanho do Estado e a sua intervenção nas variáveis econômicas e para fortalecer as regras relativas ao cumprimento de contratos e à operação das instituições financeiras.

Ao contrário do *mainstream*, o referencial teórico pós-keynesiano, adotado por este trabalho, rejeita a dicotomia clássica entre variáveis reais e variáveis monetárias e financeiras e, por isso, é mais cético quanto ao impacto do livre fluxo de capital sobre o desempenho macroeconômico dos países, enfatizando a ascensão do comportamento especulativo em âmbito também global. Argumenta-se que as frequentes e bruscas oscilações no estado de expectativas prevalecente no cenário internacional resultam na ampliação da volatilidade dos fluxos financeiros entre os países e, portanto, na elevação do grau de instabilidade econômica apresentado por eles. Nesse sentido, destaca-se que a globalização financeira tem o potencial de aumentar a volatilidade das taxas de juros internacionais e de câmbio, bem como dos preços dos ativos, devido à própria lógica de funcionamento dos mercados globais, tornando mais instável o desempenho macroeconômico dos países que optem por abrir suas contas financeiras e, portanto, remover o controle sobre os fluxos de capital. A incerteza gerada pela volatilidade macroeconômica, por sua vez, tem impactos contracionistas sobre o investimento e o emprego, que, no entanto, podem ser amenizados se forem contrabalançados por políticas nacionais de estímulo a demanda agregada, de mobilização de recursos para o investimento produtivo e de redução da incerteza, que se tornam mais efetivas ao se implementar controles de capitais.

Ressalta-se também que a variação da preferência pela liquidez internacional tem impactos diferenciados entre os diversos países, segundo a forma de inserção nos mercados globais. Para aprofundar a análise quanto ao efeito distinto das oscilações dos fluxos de capital, resultantes de alterações na preferência pela liquidez internacional, sobre as economias nacionais, este trabalho buscou conciliar os referenciais teóricos pós-keynesiano e estruturalista. Isso possibilitou a obtenção de um entendimento teórico mais amplo do sistema centro-periferia, associando a concepção estruturalista cepalina à teoria da preferência pela liquidez pós-keynesiana e à hipótese de fragilidade financeira em economias abertas. Essa síntese permite abordar simultaneamente as especificidades das estruturas produtivas e financeiras dos países periféricos, bem como de suas moedas, e possibilita enfatizar tanto a influência da percepção de incerteza sobre as decisões de composição de *portfólio* dos investidores internacionais quanto a existência de restrição externa ao crescimento econômico.

Na caracterização dos países periféricos, segundo a síntese entre os pensamentos pós-keynesiano e estruturalista cepalino feita neste trabalho, foi observada, em primeiro lugar, uma reduzida competitividade autêntica dos seus bens e serviços no comércio internacional, associada a um baixo grau de desenvolvimento dos sistemas nacionais de inovação. Tendo em vista que os superávits comerciais são decorrentes predominantemente de variações temporárias nos termos de troca e dos baixos custos relativos de recursos naturais e mão de obra, a competitividade desses países seria espúria, tendendo a ser anulada, com o passar do tempo, por progressos técnicos ocorridos nas economias centrais, que alteram as estruturas de custos relativos e reduzem a demanda por bens primários, sejam eles empregados como insumo, sejam utilizados para fins de consumo final. Por sua vez, a baixa competitividade autêntica se traduz em uma limitada capacidade de geração de receitas sustentáveis de exportação, o que compromete a obtenção de moeda estrangeira em montante suficiente para possibilitar o pagamento dos compromissos externos.

Em segundo lugar, destaca-se que a pauta de exportação das economias periféricas está concentrada em produtos primários e a pauta de importação em bens de capital e insumos processados. Ora, o diferencial entre as elasticidades-renda da demanda por esses produtos resultam numa tendência de longo prazo de deterioração dos termos de troca, que tem como consequência o surgimento de estrangulamentos externos. Isso significa que, para continuar importando as máquinas e equipamentos e

os bens intermediários, que incorporam a tecnologia gerada pelas economias centrais, e manter ou expandir o ritmo de atividade produtiva, os países periféricos necessitam exportar uma quantidade crescente de bens primários, ou então recorrer a financiamento externo ou ao estoque de reservas cambiais. A baixa competitividade autêntica desses países no cenário internacional aumenta a sua propensão em absorver a liquidez internacional, agravando a dependência do seu processo de crescimento econômico em relação aos mercados financeiros globais e à disposição dos seus agentes em se tornarem temporariamente menos líquidos e, assim, ofertarem empréstimos em moeda estrangeira.

Em terceiro lugar, ressalta-se que a moeda e os ativos financeiros emitidos pelos países periféricos apresentam menor liquidez em comparação com os dos países centrais. Por um lado, isso significa que eles são demandados por agentes estrangeiros predominantemente para fins de especulação, ou seja, sua procura e seu preço (ou taxa de câmbio, no caso de moedas) aumentam quando há expectativa de valorização futura e perspectiva de obtenção de ganhos de capital. Por outro lado, diante de um aumento na percepção de incerteza dos agentes, os ativos e moedas emitidos pela periferia deixam de ser desejados por possuírem baixa liquidez e, conseqüentemente, por não atenderem satisfatoriamente o motivo precaução.

Em quarto lugar, é possível observar uma inserção marginal dos países periféricos nos fluxos internacionais de capital. Mais especificamente, a maior parte do volume de financiamento em direção a eles é proveniente de países centrais, porém a parcela destinada à periferia do total de recursos ofertados é pouco significativa. Devido à baixa liquidez dos ativos e moedas provenientes das economias periféricas, estas tendem a ser menos priorizadas pelos influxos de capital, com exceção dos períodos de melhora substancial do estado de expectativa dos investidores estrangeiros. Além disso, elas são os primeiros alvos de fuga de capital, diante de uma deterioração do nível de confiança e, portanto, de elevação na preferência pela liquidez.

Por fim, é importante destacar o baixo desenvolvimento do sistema financeiro dos países periféricos. Por um lado, os bancos privados que operam em âmbito doméstico ofertam créditos predominantemente de curto prazo, com elevadas taxas de juros. Por outro lado, os mercados de capitais tendem a ter baixa profundidade, disponibilizando um espectro limitado de ativos financeiros, pouco compatíveis com o

prazo e com a rentabilidade esperada do investimento produtivo e incapazes de refletir satisfatoriamente a preferência pela liquidez dos poupadores. Dessa forma, há uma elevada demanda por financiamento decorrente dos mercados externos ou de bancos públicos, cujos créditos possuem normalmente taxas de juros subsidiadas e maiores prazos.

Tendo em vista que as moedas das economias periféricas possuem baixa liquidez, não desempenhando satisfatoriamente as suas funções clássicas no cenário internacional, elas possuem capacidade reduzida, ou quase nula, de emissão de ativos denominados na unidade de conta doméstica, no mercado financeiro externo. Devido ao baixo desenvolvimento dos sistemas financeiros domésticos e à dependência tecnológica em relação ao centro, que se traduz em uma elevada demanda por importação de bens de capital e insumos processados, há uma alta disposição dos países periféricos em absorver grandes montantes de capital internacional, por meio de contratos estabelecidos em moeda estrangeira. Uma vez que a capacidade de obtenção de receitas de exportação tende a ser reduzida ou pouco sustentável, devido à baixa competitividade autêntica dessas economias, verifica-se um descasamento de unidades de conta entre os fluxos de receita e os pagamentos contratuais externos. Isso, por sua vez, aumenta a incerteza quanto à capacidade de obtenção de recursos necessários para honrar os compromissos firmados junto ao exterior. Diante de déficits crônicos em transações correntes, frequentemente os países periféricos recorrem aos mercados financeiros globais para fechar suas posições em aberto, o que permite classificá-los como unidades especulativas, ou mesmo Ponzi, caso necessite de novos empréstimos para pagar também a parcela resultante dos juros internacionais.

Dessa forma, a síntese entre as concepções teóricas pós-keynesiana e estruturalista permite classificar as economias periféricas como unidades especulativas ou Ponzi, no âmbito do sistema financeiro internacional. Essa caracterização possibilita uma análise mais precisa a respeito da vulnerabilidade do seu desempenho macroeconômico a oscilações no estado de expectativa internacional, ou seja, da restrição externa ao seu processo de crescimento econômico. Em momentos de prosperidade global, em que há redução da preferência pela liquidez, verifica-se um crescimento dos fluxos de capital em direção aos países periféricos, que resultam em valorização da taxa de câmbio, redução dos juros internacionais e aumento dos preços dos ativos. Isso, por sua vez, tende a gerar menores taxas de juros internas, redução da

percepção de incerteza em âmbito doméstico e expectativas mais otimistas, o que tem como consequência uma expansão do investimento, do nível de atividade e do emprego.

Já nos momentos de contração da liquidez internacional, resultante de deterioração no estado de expectativa dos agentes, há redução dos fluxos financeiros em direção à periferia, ou mesmo fuga de capital, com elevação da taxa de juros internacional e desvalorização cambial, que aumentam o montante dos compromissos externos em moeda nacional. O efeito sobre o desempenho macroeconômico dos países periféricos tende a ser o oposto do prevalecente no contexto de prosperidade global, resultando em contração dos investimentos e do nível de atividade, caso não seja adotada alguma medida de controle da saída de capital ou de expansão ou manutenção do emprego doméstico.

A volatilidade dos fluxos de capital resultante do aumento da frequência e da amplitude de variação no estado de expectativas internacional, agravadas pela abertura financeira e pela ascensão do comportamento especulativo, no contexto de finanças globalizadas, tende a gerar elevação do grau de instabilidade da trajetória macroeconômica dos países periféricos. Nesse sentido, passa a haver maior incerteza quanto ao desempenho futuro dessas economias, o que exerce impacto negativo sobre o investimento e o emprego. Além disso, as convenções passam a ter maior influência sobre a tomada de decisão, o que implica que o histórico recente dos pagamentos das dívidas e das variações da taxa de câmbio, dos juros e dos preços dos ativos ganham maior importância na formulação de expectativas futuras, impactando o crescimento real da periferia.

No caso específico da América Latina, observou-se, por meio dos indicadores apresentados neste trabalho, que os ciclos de crescimento econômico estão associados ao comportamento da liquidez internacional, o que evidencia a existência de restrição externa, acentuada pela abertura financeira. Verificaram-se, entre 2004 e 2007, substanciais superávits financeiros para a região, relacionados a uma melhora no nível de confiança dos investidores internacionais, à recuperação do crescimento chinês e à consequente apreciação das *commodities*. O ingresso de capitais e o aumento do saldo comercial da região proporcionou alívio temporário da restrição externa, reduzindo a pressão ascendente sobre as taxas de juros domésticas e possibilitando o acúmulo de um estoque elevado de reservas cambiais. Estas, por sua vez, permitiram o pagamento de

passivos contraídos junto ao FMI e conferiram maior margem de manobra do governo para a realização de políticas econômicas expansionistas e até mesmo anticíclicas.

A redução da pressão sobre as taxas de juros doméstica e a melhora do estado de confiança em relação ao desempenho macroeconômico da região, resultante do aumento do preço das *commodities*, do acúmulo de reservas e da realização de políticas econômicas expansionistas, forneceram um cenário favorável para a realização de investimentos e para o crescimento do ritmo de atividade. É preciso observar também o processo de valorização cambial ocorrido no período, que reduziu os custos de importação de máquinas, equipamentos e insumos processados, necessários para a condução do processo de crescimento econômico e que incorporam conhecimentos tecnológicos gerados nos países centrais.

No entanto, há dois principais efeitos colaterais advindos da melhoria dos fluxos de capital em direção à região e do aumento da integração da região aos mercados financeiros globais. Em primeiro lugar, destaca-se o elevado acúmulo de passivo externo, entre 2004 e 2007, denominado predominantemente em moeda estrangeira e em montante significativamente superior ao ativo externo, proporcionado por medidas de redução de controles de capitais. Isso acentuou o problema de restrição externa, elevando a exposição da América Latina a oscilações na preferência pela liquidez internacional, que se reflete em variações cambiais e nas taxas de juros, afetando o valor dos compromissos externos. Em segundo lugar, a falta de competitividade autêntica é agravada pela apreciação das *commodities* e pela valorização cambial, que favorecem a produção de bens primários, pouco intensivos em tecnologia e, por isso, com competitividade espúria, em detrimento de bens manufaturados, que passam a concorrer mais intensamente com produtos advindos de outras partes do mundo, com custos cada vez mais reduzidos.

Dessa forma, o período de prosperidade no cenário global, compreendido entre 2004 e 2007, e o aumento da integração financeira da América Latina aos mercados financeiros mundiais elevaram a sua vulnerabilidade externa, resultando em crescimento do seu passivo externo líquido, denominado em grande parte em moeda estrangeira, e ao agravamento da perda de competitividade autêntica. Mais precisamente, verificou-se simultaneamente um aumento da exposição da região a variações no estado de expectativas internacional e uma deterioração da capacidade de geração de receitas

sustentáveis em moeda estrangeira, necessárias para fazer face aos compromissos advindos dos investimentos externos e da importação de bens de capital e intermediários. Em outras palavras, observou-se um aumento da restrição externa no desempenho macroeconômico dos países latino-americanos.

Por meio dos dados para a América Latina, foi possível observar evidências de que o período de prosperidade e de crescimento, em âmbito externo e interno, continha as sementes para momentos posteriores de estagnação, recessão, ou mesmo crise. Entre 2008 e 2009, a partir da deflagração da crise no mercado hipotecário norte-americano e o conseqüente aumento da percepção de incerteza, houve redução dos fluxos de capital para a região ou até mesmo saída, o que afetou negativamente os investimentos, o crescimento real e o emprego. Porém, mediante a adoção de políticas fiscais e monetárias expansionistas nos Estados Unidos, a manutenção dos preços das *commodities* em patamar elevado e a implementação de medidas anticíclicas em âmbito interno, o período de contração durou pouco, sendo seguido pela recuperação dos fluxos financeiros e expansão da liquidez internacional.

Uma vez que o estoque de passivo externo da América Latina continuou em patamares elevados, entre 2008 e 2015, apresentando um pequeno crescimento nesse período, e que a região passou a apresentar déficits comerciais e em transações correntes, como decorrência da sua baixa competitividade autêntica, é possível concluir que não houve recuo na sua vulnerabilidade externa no período. Pelo contrário, os saldos negativos em conta-corrente entre 2008 e 2015, em contraposição com os superávits observados entre 2003 e 2007, reforçam ainda mais a evidência de que os países da região podem ser classificados como unidades especulativas ou Ponzi, no âmbito do sistema financeiro internacional, possuindo dificuldades para a geração de divisas em montante suficiente para honrar os compromissos externos.

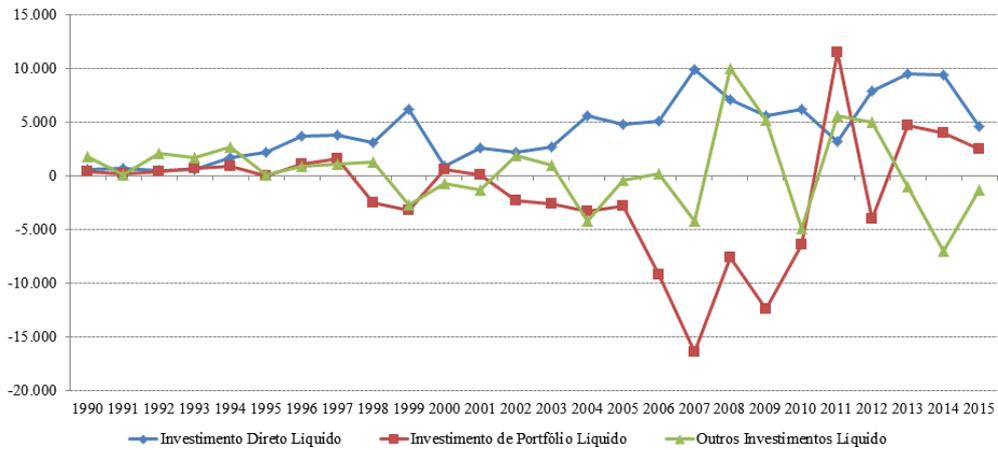
Nesse sentido, uma piora no estado de expectativas global tende a resultar em aumento na taxa de juros internacional, desvalorizações das moedas nacionais e queda nos preços dos ativos, o que agrava a restrição de liquidez da América Latina, podendo gerar problemas de solvência. Isso, além de agravar a incerteza que permeia a região, tende a pressionar as taxas de juros, resultando em contração do investimento, do nível de atividade e do emprego, se não for contrabalançado por políticas anticíclicas domésticas.

As mesmas observações feitas pela América Latina como um todo também se aplicam ao México, ao Brasil e à Argentina. No caso destes países, foi possível verificar também, para o período analisado, que os compromissos de curto prazo decorrentes dos influxos financeiros e das importações mostraram-se superiores ao estoque de reservas acumulado, mesmo que este tenha apresentado elevado crescimento ao longo da década de 2000, no México e no Brasil.

Portanto, foi possível concluir que o México, o Brasil e a Argentina possuem elevado grau de vulnerabilidade às oscilações na preferência pela liquidez internacional e, portanto, às variações nos fluxos de capital entre a sua fronteira, podendo ser classificados como unidades especulativas ou Ponzi. No entanto, esta vulnerabilidade se manifesta de forma diferente da observada ao longo da década de 1990, devido ao elevado estoque de reservas acumulado, à adoção de regime cambial de flutuação suja e ao aumento da participação de investidores estrangeiros no mercado financeiro doméstico. Nesse sentido, as perdas decorrentes de eventuais saídas de capital são compartilhadas também pelos agentes não residentes, porque resultam em queda nos preços dos ativos e desvalorização cambial. Além disso, as reservas cambiais permitem melhor acomodar as pressões decorrentes do aumento da preferência pela liquidez internacional. Em outras palavras, a vulnerabilidade externa observada entre 2003 e 2015 não tem mais como consequência um risco elevado de esgotamento de reservas ou de descontinuidade de uma âncora cambial, mas sim desvalorizações da moeda doméstica e redução do preço dos ativos domésticos, que tendem a elevar a razão entre o montante dos compromissos externos e os fluxos de receita, agravando o problema de solvência.

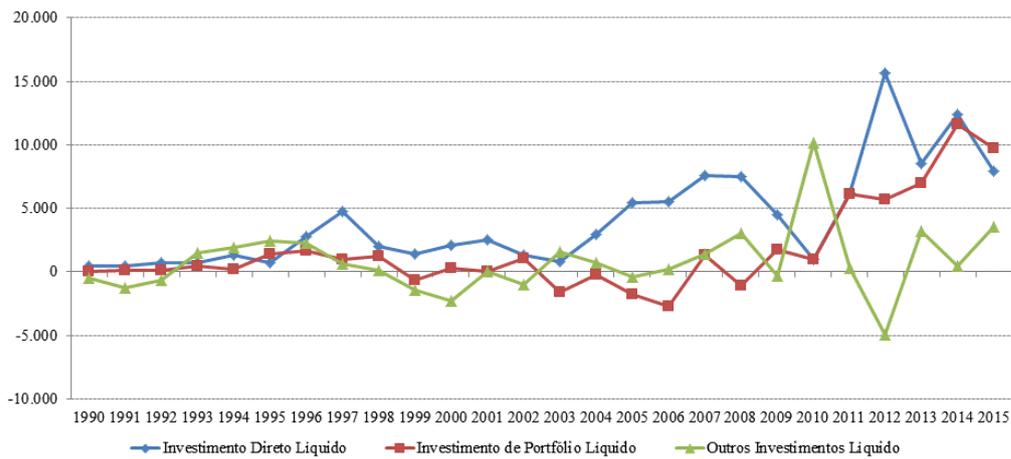
## Anexo A

Gráfico A.1 – Principais Componentes da Conta Financeira do Chile (US\$ Milhões)



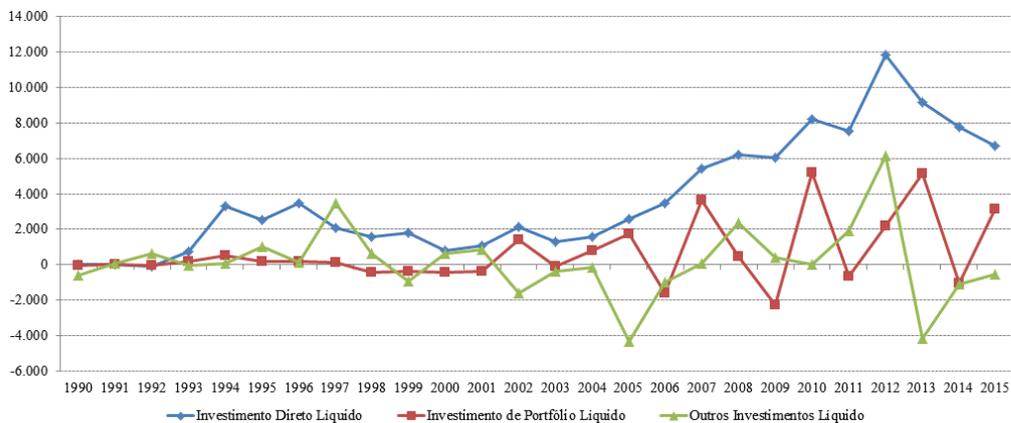
Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Gráfico A.2 – Principais Componentes da Conta Financeira da Colômbia (US\$ Milhões)



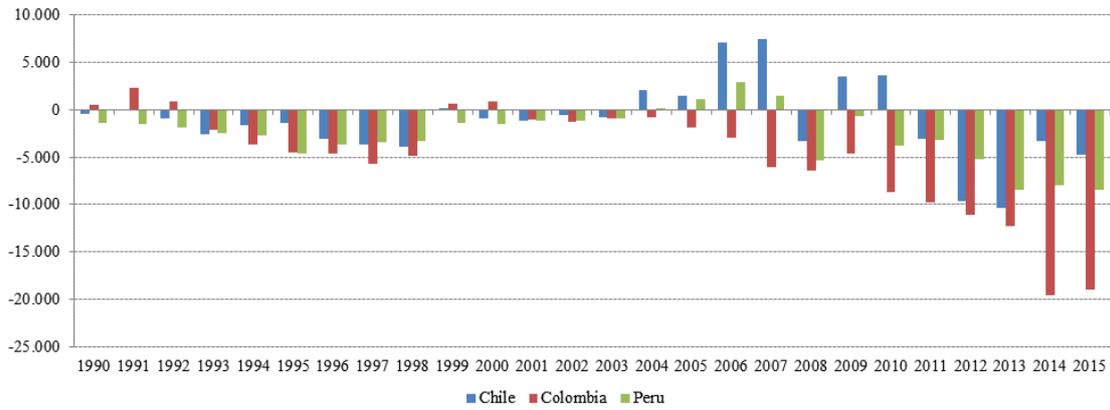
Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Gráfico A.3 – Principais Componentes da Conta Financeira do Peru (US\$ Milhões)



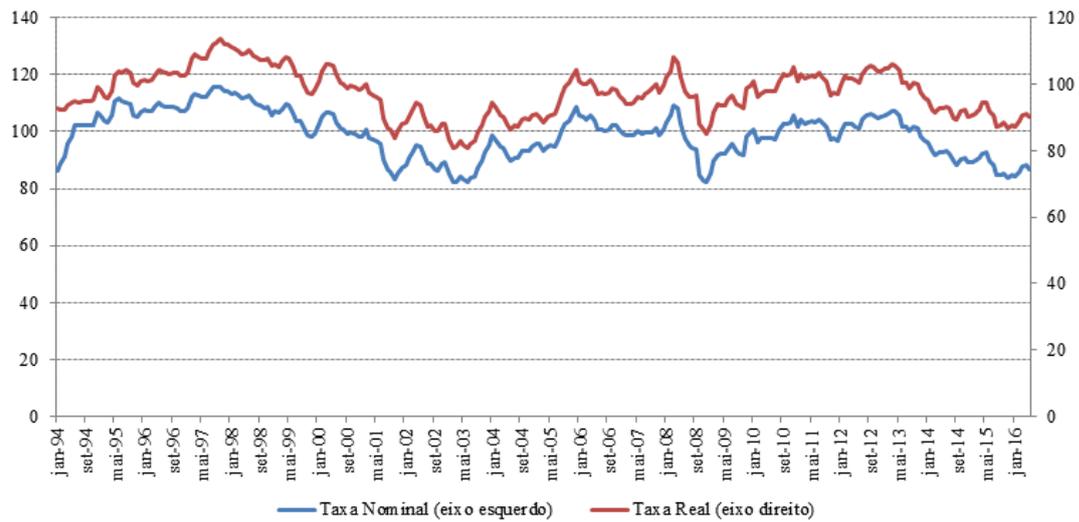
Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Gráfico A.4 – Saldo em Conta-Corrente do Balanço de Pagamentos – Chile, Colômbia e Peru (US\$ Milhões)



Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics

Gráfico A.5 – Evolução das Taxas Mensais de Câmbio Nominal Efetiva e Real, Chile.



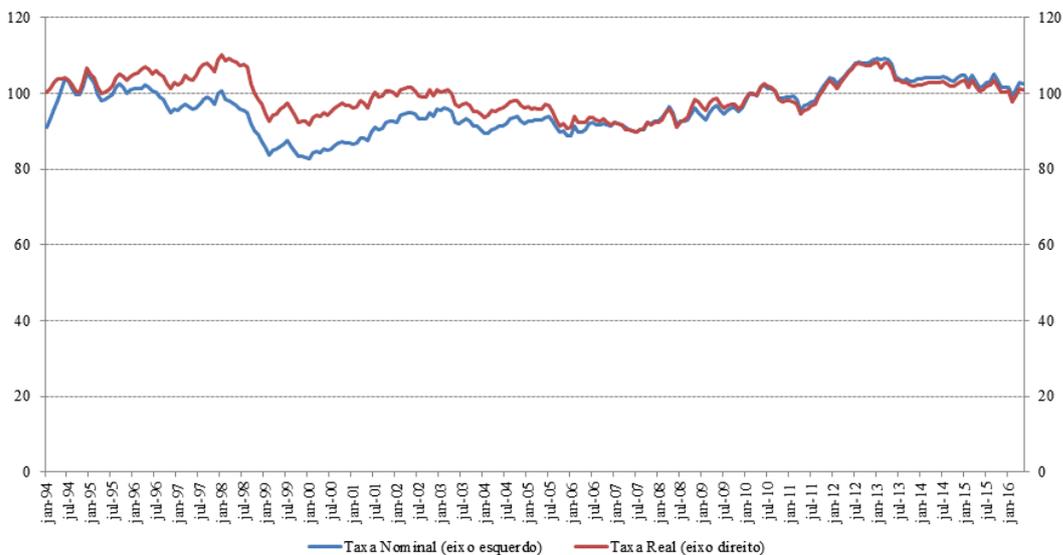
Fonte: BIS, elaboração própria.

Gráfico A.6 – Evolução das Taxas Mensais de Câmbio Nominal Efetiva e Real, Colômbia.



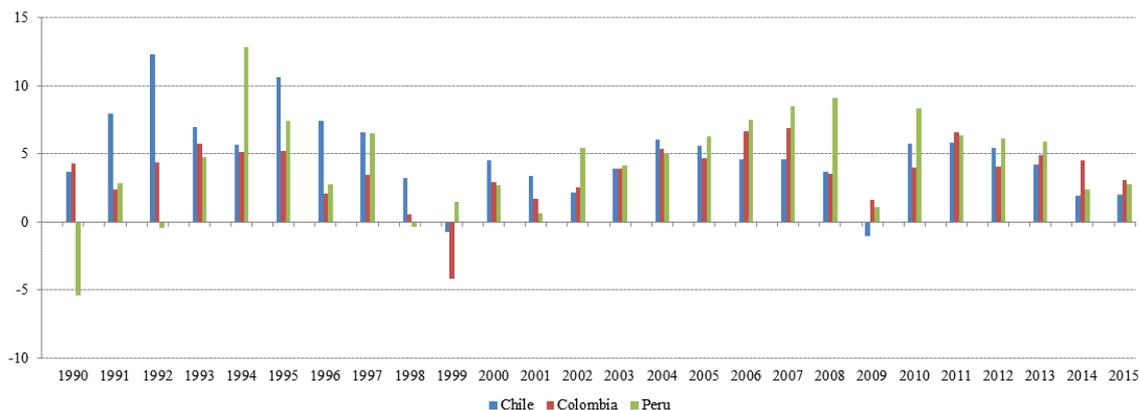
Fonte: BIS, elaboração própria.

Gráfico A.7 – Evolução das Taxas Mensais de Câmbio Nominal Efetiva e Real, Peru.



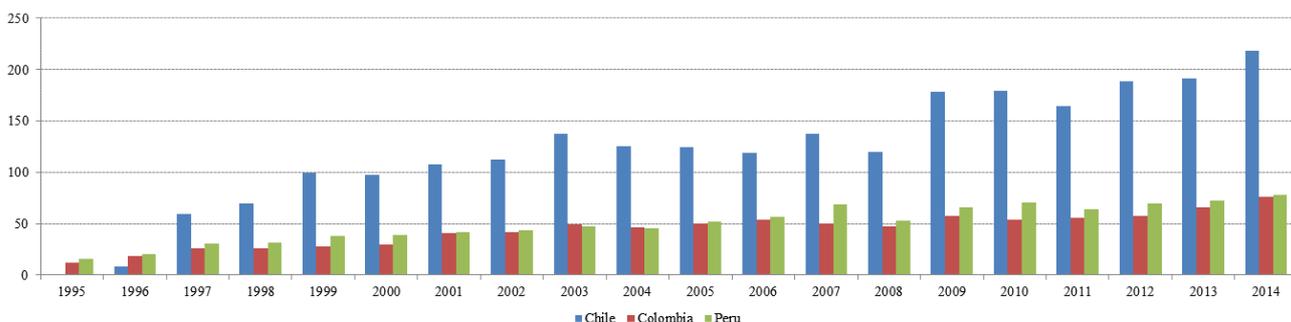
Fonte: BIS, elaboração própria.

Gráfico A.8 – Taxa de Crescimento Anual do PIB a preços constantes – Chile, Colômbia e Peru.



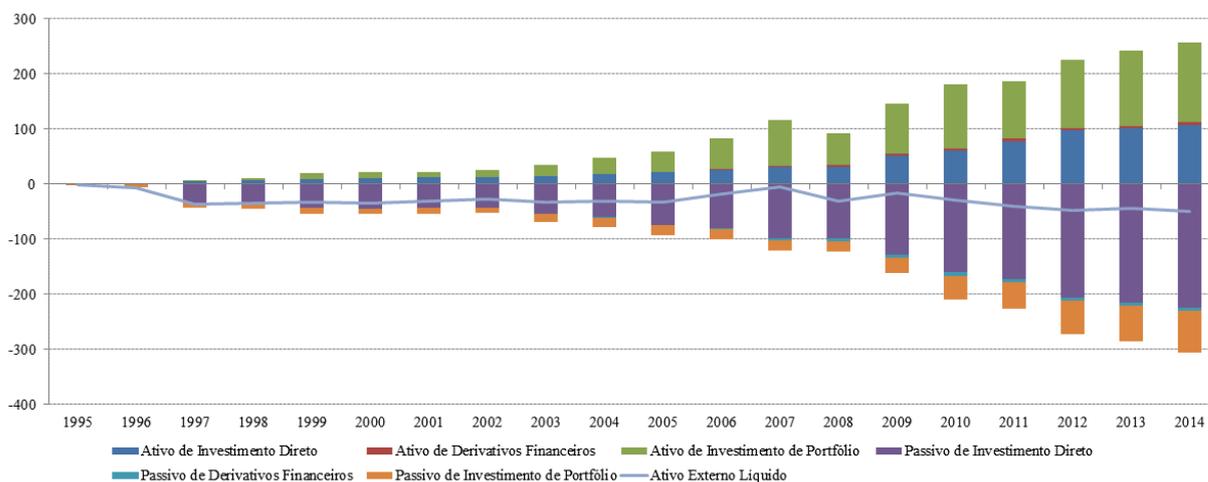
Fonte: Cepalstat, elaboração própria.

Gráfico A.9 – Índice de Integração Financeira – Chile, Colômbia e Peru



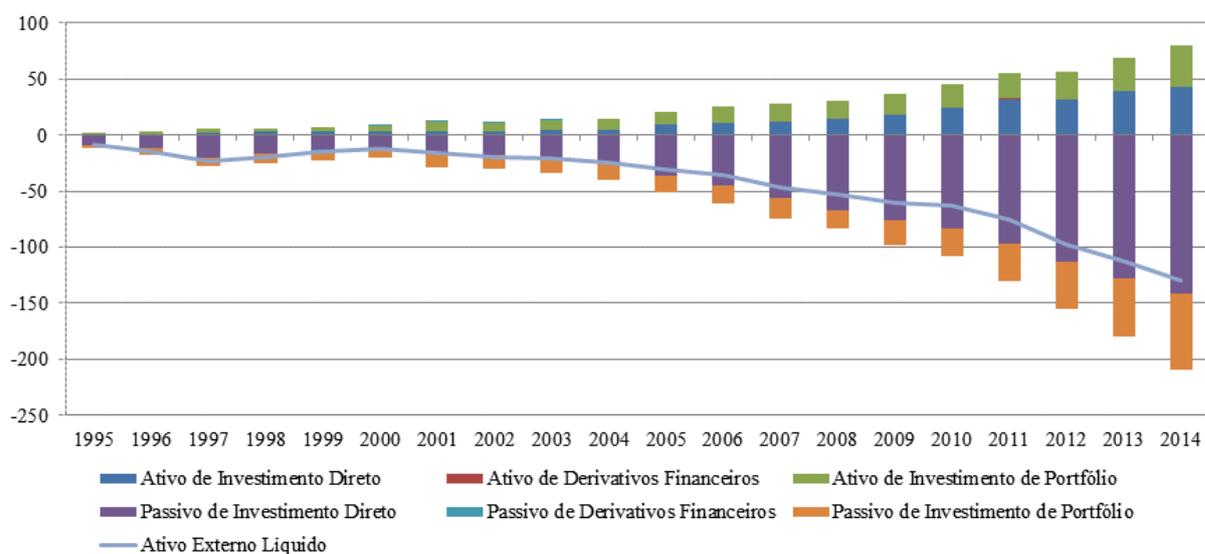
Fonte: FMI, World Economic Outlook e International Financial Statistics, elaboração própria.

Gráfico A.10 - Posições Financeiras do Chile (US\$ Bilhões)



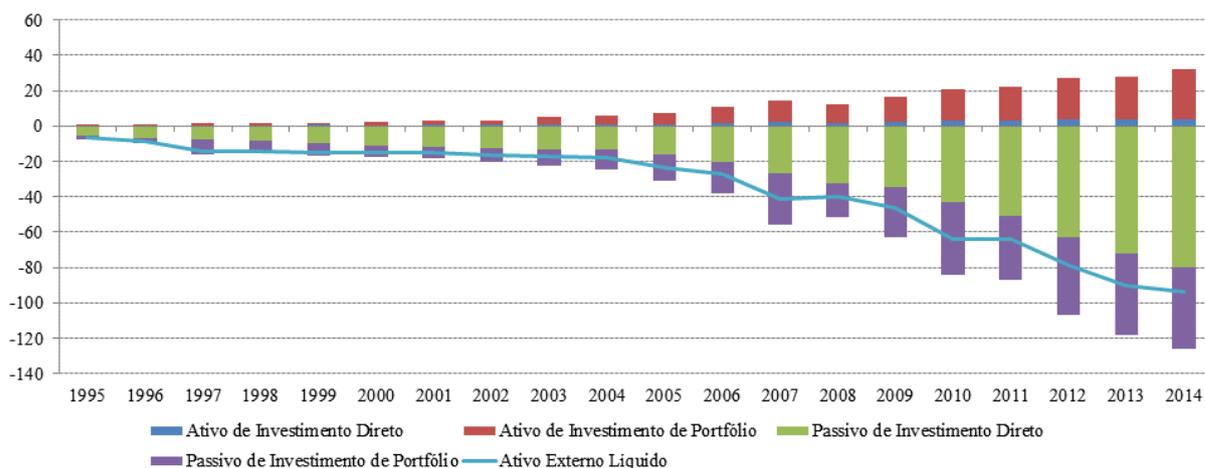
Fonte: FMI, International Financial Statistics, elaboração própria.

Gráfico A.11 - Posições Financeiras da Colômbia (US\$ Bilhões)



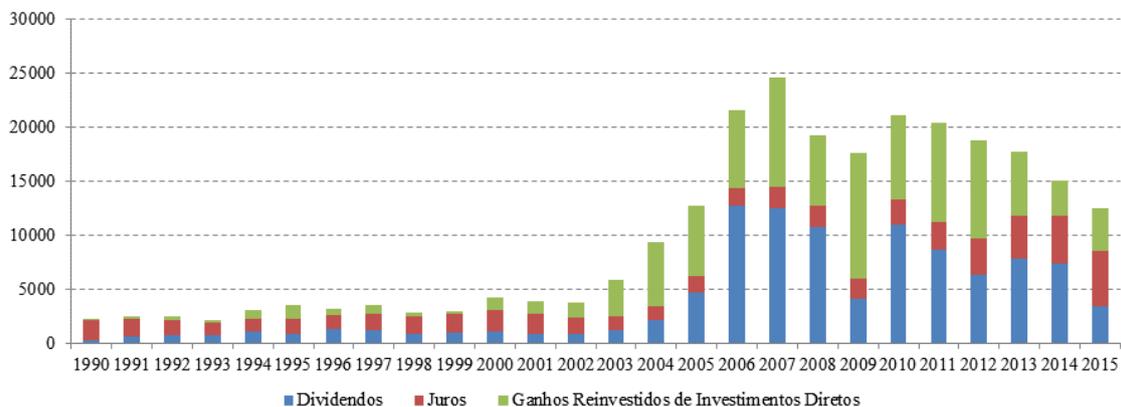
Fonte: FMI, International Financial Statistics, elaboração própria.

Gráfico A.12 - Posições Financeiras do Peru (US\$ Bilhões)



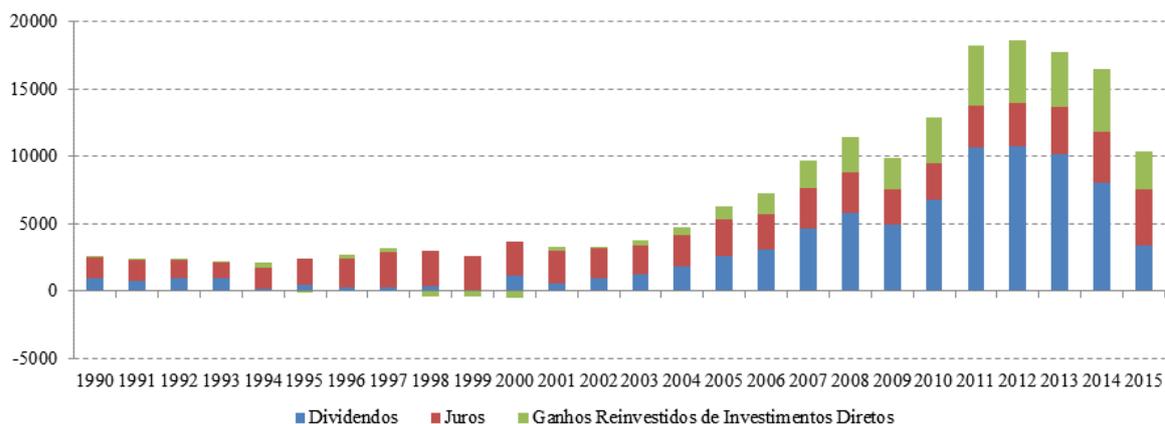
Fonte: FMI, International Financial Statistics, elaboração própria.

Gráfico A.13 – Fluxos de Pagamentos Decorrentes do Passivo Externo, Chile (US\$ Milhões)



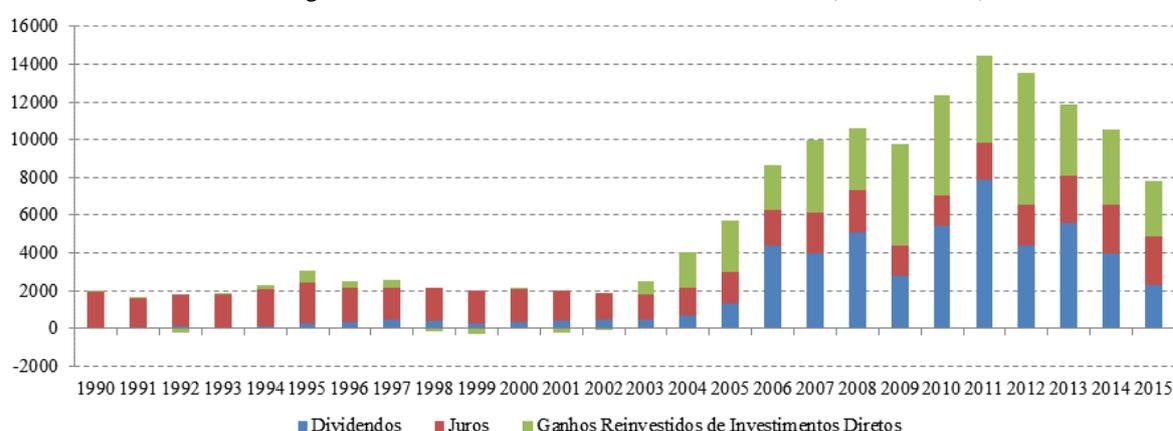
Fonte: FMI, International Financial Statistics, elaboração própria.

Gráfico A.14 – Fluxos de Pagamentos Decorrentes do Passivo Externo, Colômbia (US\$ Milhões)



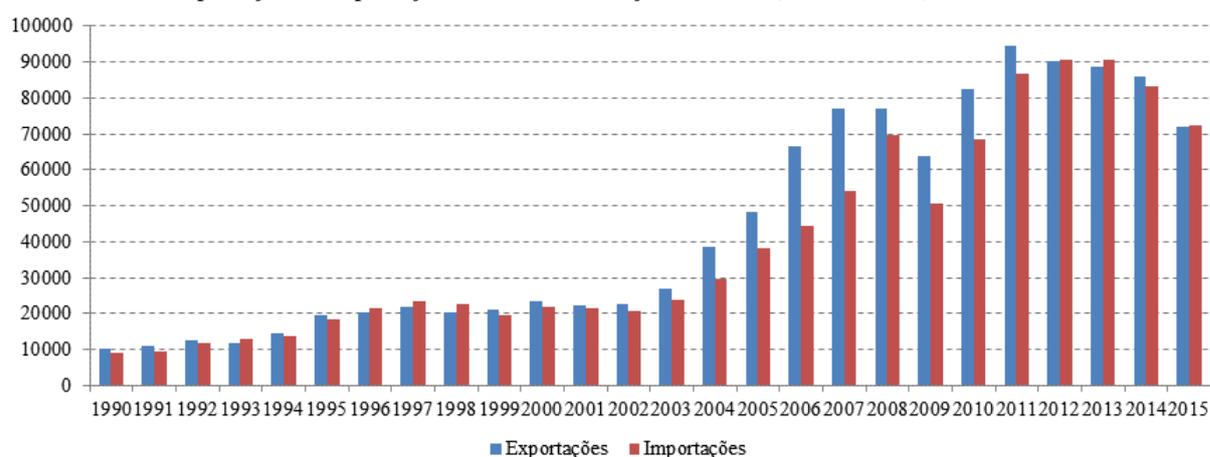
Fonte: FMI, International Financial Statistics, elaboração própria.

Gráfico A.15 – Fluxos de Pagamentos Decorrentes do Passivo Externo, Peru (US\$ Milhões)



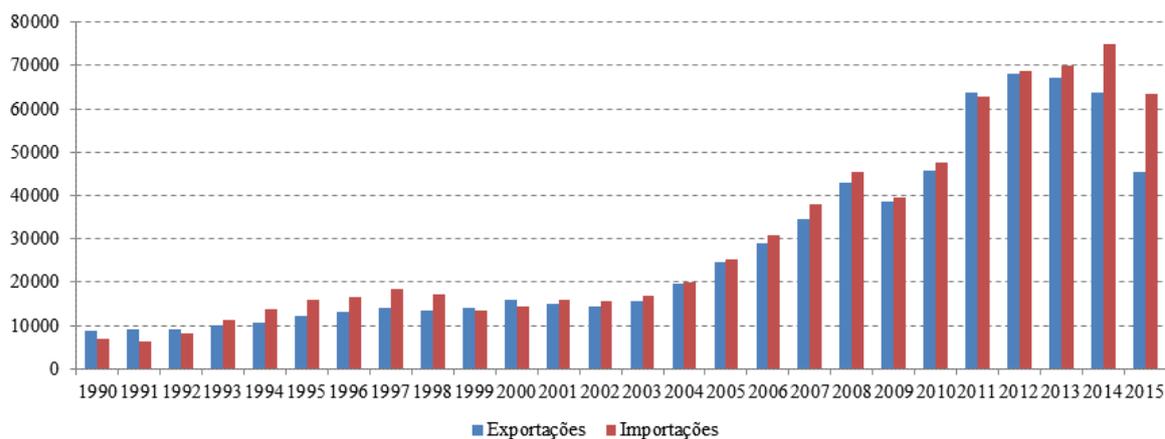
Fonte: FMI, International Financial Statistics, elaboração própria.

Gráfico A.16 – Exportações e Importações de Bens e Serviços do Chile (US\$ Milhões)



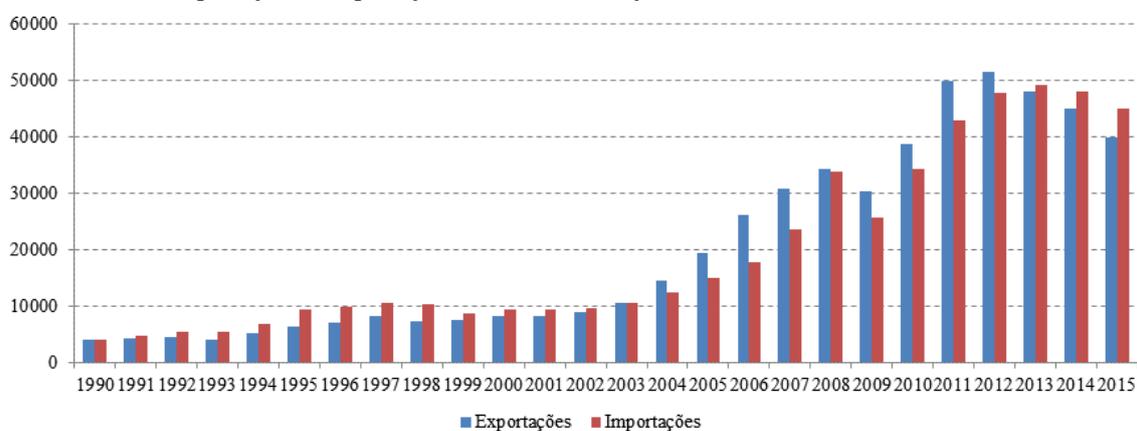
Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Gráfico A.17 – Exportações e Importações de Bens e Serviços da Colômbia (US\$ Milhões)



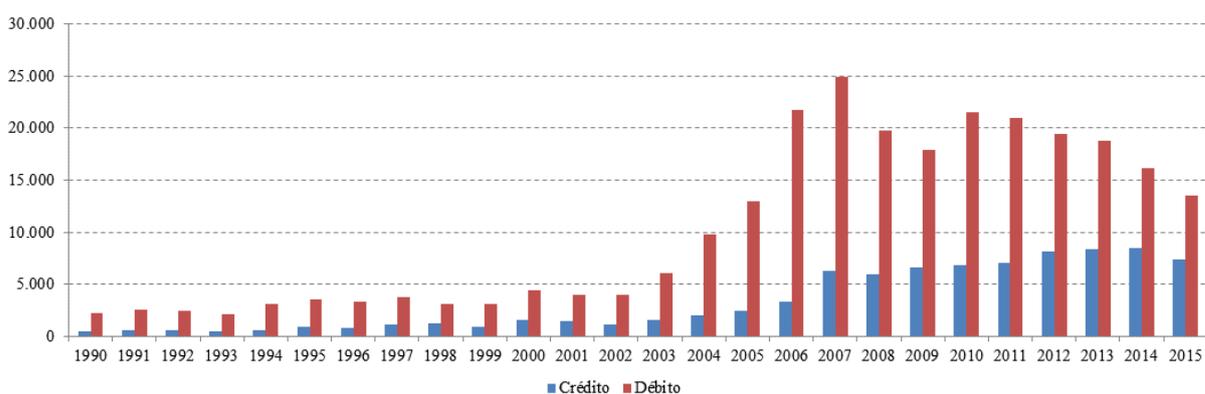
Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Gráfico A.18 – Exportações e Importações de Bens e Serviços do Peru (US\$ Milhões)



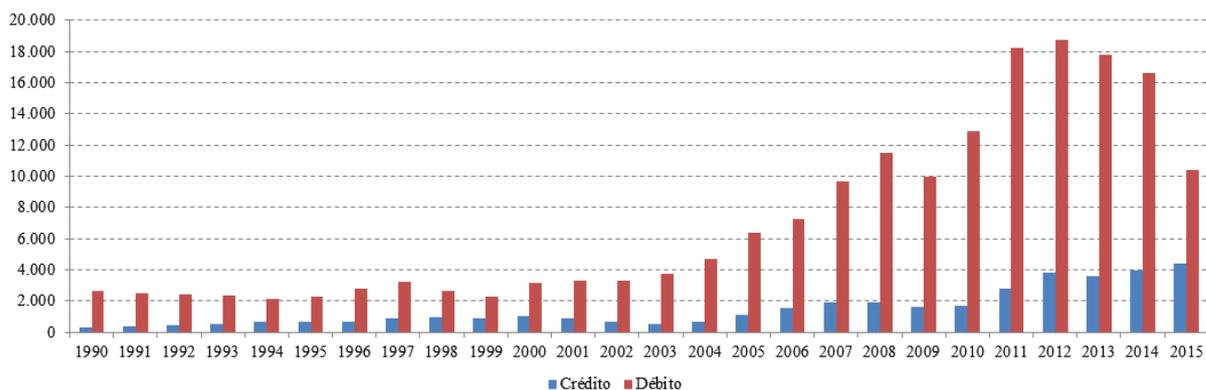
Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Gráfico A.19 – Fluxo de Renda Primária – Chile (US\$ Milhões)



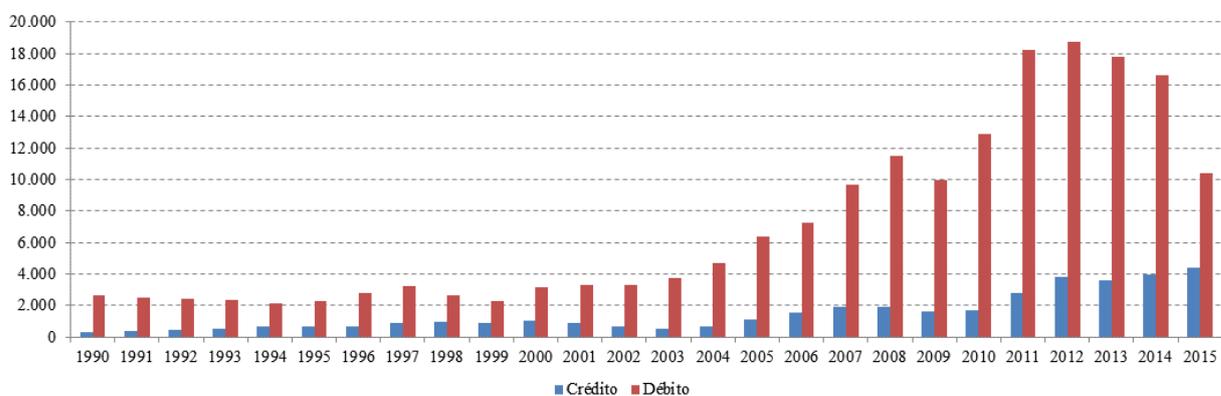
Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Gráfico A.20 – Fluxo de Renda Primária – Colômbia (US\$ Milhões)



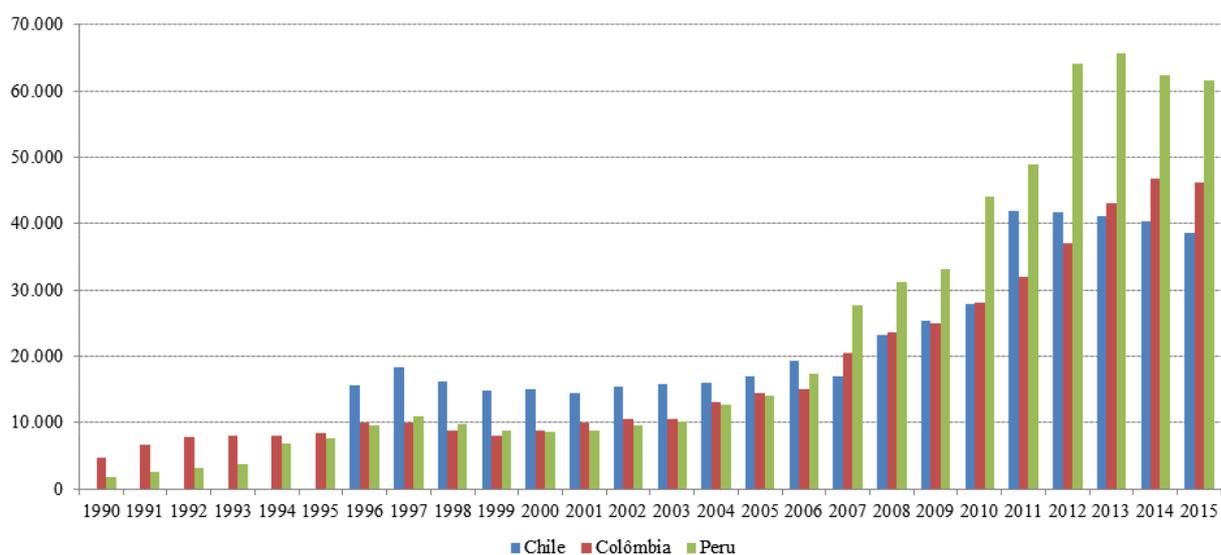
Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Gráfico A.21 – Fluxo de Renda Primária – Peru (US\$ Milhões)



Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

Gráfico A.22 – Estoque de Reservas Internacionais – Chile, Colômbia e Peru (US\$ Milhões)



Fonte: FMI, Balance of Payment Statistics, elaboração própria.

## **Anexo B**

### **B.1 México: Protótipo de Adoção das Medidas Prescritas pelo Consenso de Washington**

Assim como na maior parte dos países da América Latina, o México apresentou problemas macroeconômicos durante a década de 1980, resultantes da interrupção do influxo de capital externo, dos mecanismos institucionais de indexação dos preços e contratos de trabalho e dos desequilíbrios fiscais prevalentes. Esses problemas foram refletidos em dificuldades para pagamento dos compromissos financeiros junto às instituições credoras oficiais, em dinâmica de alta inflação, e em redução do crescimento econômico e aumento do desemprego. Nesse sentido, foram adotadas, inicialmente, medidas de política fiscal e monetária contracionistas, seja como forma de obter os superávits comerciais necessários para o pagamento dos juros e do principal da dívida externa, cujo refinanciamento foi dificultado pela redução do acesso aos mercados financeiros globais, seja para buscar controlar o processo inflacionário. Diante da ineficácia dessas políticas e da implementação do Plano Brady, apresentado pelo Tesouro norte-americano, com o objetivo de reestruturar a dívida de economias emergentes utilizando os recursos do Banco Mundial e FMI como garantia, optou-se, a partir do final da década de 1980, pela adoção das medidas prescritas pelo Consenso de Washington, impostas como condicionalidades para a obtenção de empréstimos e garantias de fontes oficiais, tendo o México sido o seu principal cobaia (Guillén, 2012). Nesse sentido, iniciou-se um processo de abertura comercial e financeira, acelerou-se o processo de privatização de empresas estatais e paraestatais, incluindo instituições financeiras, e adotou-se a âncora cambial (Moreno-Brid e Paunovic, 2009).

A âncora cambial foi implementada no México ainda no final da década de 1980 como medida de controle da inflação, por meio do regime de bandas cambiais, com intervalos estreitos dentro do qual o peso poderia flutuar em relação ao dólar. A abertura financeira combinada com a retomada de fluxo de capital para o país possibilitou a manutenção da moeda doméstica em patamares valorizados, viabilizando o regime cambial e impedindo um aumento no preço dos bens comercializáveis. Por sua vez, a apreciação cambial incentivou o aumento dos gastos com importações, favorecido também pela abertura comercial realizada. Isso levou à ocorrência de déficits crescentes em conta-corrente, mas que foram, em um primeiro momento, contrabalançados pelos

superávits na conta financeira, propiciados pela melhoria no estado de expectativa dos investidores e pelo elevado diferencial entre a taxa de juros doméstica e a internacional (Guillén, 2012; Kessler, 2001).

Cumprido destacar que, em 1994, a abertura financeira foi intensificada pela entrada em vigência do *North American Free Trade Agreement* (NAFTA), que consiste em um acordo de livre comércio com duas economias pertencentes ao centro do sistema internacional: Estados Unidos e Canadá. Além de eliminar as restrições aos fluxos de bens e serviços entre os países, o acordo facilitou o investimento estrangeiro direto no México, proveniente principalmente dos Estados Unidos. Foram instaladas, no território mexicano, plantas industriais exportadoras, de propriedade estrangeira, com elevado coeficiente de importação de insumos, máquinas e equipamentos, atraídas pelo baixo custo de mão de obra local e por normas ambientais demasiadamente flexíveis (Guillén, 2012). Em outras palavras, a competitividade alcançada pelo México, a partir da década de 1990, tem natureza espúria, não resultando de um processo de assimilação e aprendizagem de novos conhecimentos tecnológicos. Nesse sentido, os principais elos para trás da cadeia manufatureira mexicana tendem a se localizar externamente, o que fragmenta a estrutura produtiva doméstica e reduz a agregação local de valor, aumentando a dependência em relação às importações de bens de alto conteúdo tecnológico.

Ainda no final de 1994, com a elevação da taxa de juros dos Estados Unidos e com os temores relacionados à instabilidade política mexicana, que influenciou negativamente o estado de expectativas dos agentes internacionais, houve fuga de capital do México, com fins especulativos. Aumentou-se, então, a demanda por moedas de maior liquidez em detrimento do peso, o que pressionou a âncora cambial. Assim como o influxo de capital, o movimento de saída foi propiciado pela abertura financeira do país, resultando na perda de reservas e dificultando a manutenção da taxa de câmbio em patamar valorizado.

Diante da pressão especulativa, o governo tentou manter o regime enquanto possível, a partir de elevações na taxa de juros doméstica. Porém, devido aos impactos negativos sobre as variáveis reais e à dificuldade de recuperação das reservas internacionais, a fuga de capitais culminou com a ampliação da banda cambial, em patamares mais desvalorizados, e posteriormente com a adoção do regime de câmbio

flexível. Isso levou a uma ampliação do valor do passivo externo mexicano, inclusive do passivo público, que tinha em sua composição títulos denominados em dólar, os *tesobonos*.

A inflação e a desvalorização cambial resultantes do movimento especulativo geraram deterioração no poder de compra da família e das firmas, levando a uma queda tanto no consumo quanto nas importações de máquinas, equipamentos e insumos, essenciais para a manutenção do nível de atividade e do emprego. Isso resultou em um processo recessivo para a economia mexicana, agravando a incerteza que permeava o país.

A deterioração do estado das expectativas, por sua vez, levou a um aumento da preferência pela liquidez dos bancos domésticos, os quais elevaram a taxa de juros associada aos seus empréstimos. A contração da renda e do emprego em conjunto com o crescimento do *spread* dos juros bancários resultou no aumento do grau de inadimplência no México, o que afetou tanto os bancos como os detentores de depósitos. Para impedir que a crise de liquidez se convertesse em crise de solvência, o governo buscou fornecer garantia aos empréstimos de liquidação duvidosa, injetando liquidez no sistema, por meio do Fundo Bancário de Proteção à Poupança, que, posteriormente, se transformou no Instituto de Proteção à Poupança Bancária (Kessler, 2001). O socorro aos bancos foi complementado pela eliminação das restrições ao controle majoritário estrangeiro de instituições financeiras domésticas, o que impulsionou o aumento da participação de grandes grupos espanhóis e norte-americanos no mercado mexicano (Freitas, 2010). Assim, aumentou-se ainda mais a integração financeira com os mercados globais. Isso se traduziu em crescimento do saldo da rubrica de investimento direto estrangeiro.

Mesmo a partir da década de 2000, não houve mudança significativa na orientação da política econômica mexicana, apenas aperfeiçoamento dela para aumentar a efetividade do controle inflacionário e para assegurar a retirada do Estado da economia. Em 2001, passou-se adotar o regime monetário de metas de inflação (Sánchez, 2016), que impõe à autoridade monetária uma regra para a determinação da taxa de juros básica da economia, levando em consideração a estimativa do hiato do produto (diferença entre produto efetivo e produto esperado) e o desvio da inflação corrente em relação à meta previamente estabelecida. Esse regime considera que a taxa

de juros tem impacto negativo apenas sobre o produto efetivo, não impactando o produto potencial, uma vez que assume que a moeda é neutra no longo prazo. Além disso, utiliza como diagnóstico de inflação apenas o excesso de demanda em relação à oferta de longo prazo<sup>81</sup>, podendo ser controlada a partir de movimentos na taxa de juros (Lopes, Mollo e Colbano, 2012). Ao desconsiderar o impacto das variáveis monetárias sobre as reais, inclusive no longo prazo, os defensores desse regime negligenciam o impacto negativo da taxa de juros sobre o que eles denominam produto potencial. Nesse sentido, assumindo que moeda não é neutra, a adoção de metas de inflação pode comprometer o processo de crescimento, possuindo elevado custo em termos de nível de emprego.

Além disso, a imposição de regras reduz a margem de manobra do banco central para injetar liquidez no sistema econômico nos momentos de aumento da preferência pela liquidez. Ora, conforme ressaltado por Minsky (1986), quando há crises de liquidez, deflagrada por algum choque em uma estrutura financeiramente fragilizada, é preciso aumentar a oferta de moeda<sup>82</sup> na economia, de maneira a garantir a solvência dos devedores e a impedir elevações adicionais na taxa de juros, que podem agravar ainda mais a capacidade de pagamento dos passivos contratuais em vencimento. Ademais, a redução da taxa de juros, nesses momentos, tende a diminuir o custo de oportunidade do investimento, facilitando a retomada do processo de crescimento. Em outras palavras, o aumento da oferta de liquidez pode ser um importante instrumento de interrupção da espiral recessiva da economia. Dessa forma, a política de metas de inflação tem custos tanto associados aos níveis de crescimento e emprego no longo prazo, quanto à margem de manobra para a autoridade monetária realizar políticas anticíclicas e amenizar a instabilidade econômica<sup>83</sup>.

É importante ressaltar que a política cambial mexicana também tem como objetivo o controle do processo inflacionário. Nesse sentido, o regime em vigência nos últimos anos pode ser caracterizado como flutuação suja, em que há intervenções no câmbio para garantir o cumprimento da meta de inflação (Moreno-Brid, 2015), impedindo que as desvalorizações impactem significativamente o nível geral de preços.

---

<sup>81</sup> A oferta determinada unicamente pelo equilíbrio no mercado de trabalho, que considera que a economia tende a funcionar em situação de pleno emprego.

<sup>82</sup> Além da utilização do poder de compras do governo para estimular a demanda e aumentar o lucro agregado corrente.

<sup>83</sup> Para um maior aprofundamento da crítica pós-keynesiana ao regime de metas de inflação, ver Lopes, Mollo e Colbano (2012)

Isso se traduz em uma trajetória cambial relativamente estável, conforme foi visto anteriormente.

No que tange à política fiscal, a *Ley Federal de Presupuesto y Responsabilidad Hacendaria*, publicada em 2006, exige que o resultado fiscal anual esteja sempre equilibrado, autorizando déficits apenas temporariamente em situações macroeconômicas excepcionais. Além disso, a carga tributária mexicana é considerada baixa, o que implica que, para seguir a lei orçamentária estabelecida, os gastos públicos são limitados, resultando em uma política fiscal predominantemente pró-cíclica. Uma vez que a arrecadação do governo depende em grande medida das receitas advindas do setor de petróleo, as quedas nos preços internacionais desta *commodity* induzem cortes adicionais nos gastos públicos (Moreno-Brid, 2015; Guillén, 2012; Moreno-Brid e Paunovic, 2009).

Dessa forma, o Estado tem pouco espaço para atuar nos momentos de contração do ciclo econômico, em que é preciso, segundo Minsky (1986), realizar políticas fiscais deficitárias para aumentar o lucro corrente e melhorar o estado da expectativa dos investidores. Ademais, a imposição de limites ao governo para a realização de gastos tem resultado em um reduzido montante de investimentos públicos (Guillén, 2012), o que, por sua vez, afeta negativamente ainda mais os lucros do setor privado e compromete o processo de desenvolvimento econômico.

Por sua vez, a política industrial foi praticamente abandonada no México, abrindo-se mão de subsídios, permissões, licenças e condições de desempenho atrelados ao requisito de conteúdo nacional mínimo. Os benefícios tributários vigentes concentram-se predominantemente na importação de insumos com vistas a sua reexportação por parte das indústrias *maquiladoras* (Moreno-Brid e Paunovi, 2009). A ausência de restrições a instalação de plantas de propriedade dos Estados Unidos e Canadá, que são atraídas pelo baixo custo de mão de obra mexicana e pela legislação ambiental demasiadamente flexível, no contexto do NAFTA, juntamente com a inexistência de uma política industrial expressiva tem resultado em uma deterioração da estrutura produtiva mexicana, reduzindo ainda mais o incentivo para a realização de investimentos privados e comprometendo o encadeamento entre os setores e a obtenção de uma competitividade autêntica no cenário internacional.

Além disso, é importante chamar atenção para o câmbio valorizado que prevaleceu no México, entre 2003 e 2008, favorecido pelo estado das expectativas dos agentes internacionais e pelo conseqüente aumento do influxo de capital externo. Nesse cenário, os custos para importação de insumos e bens de capital eram baixos, o que elevou ainda mais o direcionamento para os Estados Unidos do elo de ligação para trás das indústrias exportadoras mexicanas e canalizou o investimento privado para os setores de bens e serviços não comercializáveis, afetando negativamente a agregação local de valor e a obtenção de uma competitividade autêntica.

Um fator relevante que compromete simultaneamente a estrutura produtiva do México, a sua competitividade e a robustez da sua estrutura financeira diz respeito ao predomínio de bancos comerciais privados, em grande parte estrangeiros, e à ausência de bancos de desenvolvimento (Guillén, 2012). Nesse sentido, a oferta de financiamento tende a ser insuficiente, possuindo juros normalmente elevados e prazo de amortização curto, o que tende a contrair o investimento privado. Além disso, a insuficiência de crédito de longo prazo e o reduzido grau de profundidade do mercado de capitais resultam em dificuldades para a obtenção do *funding* necessário para consolidar o investimento financiado. Para conseguir amortizar as dívidas de curto prazo, contraídas junto aos bancos comerciais, e/ou pagar os seus juros, as firmas precisam refinarçar seu passivo, estando, assim, sujeitas às mudanças nas preferências pela liquidez, o que tende a fragilizar a estrutura financeira doméstica (Chick, 1998; Studart, 1992).

Diante da orientação da política econômica adotada pelo México desde a década de 1990, não houve o espaço necessário para a realização de medidas anticíclicas, que pudessem mitigar os efeitos da crise internacional, deflagrada no mercado hipotecário norte-americano. Os impactos dela foram transmitidos, em primeiro lugar, pela queda da demanda dos Estados Unidos por exportações mexicanas, o que comprometeu as receitas em moeda estrangeira. Em segundo lugar, o financiamento externo, refletido principalmente nas rubricas de investimentos de portfólio e outros investimentos, na conta financeira do balanço de pagamentos, sofreram redução, devido ao abalo na confiança dos agentes internacionais. Em terceiro lugar, tendo em vista que os bancos que operam no mercado doméstico são predominantemente filiais de grupos estrangeiros, a concessão de crédito foi afetada em grande medida pelo estado da expectativa prevalecente no cenário internacional. Por fim, os investimentos

estrangeiros direto sofreram contração também, devido ao aumento da incerteza global (Moreno-Brid e Paunovic, 2009).

Por impactar negativamente o influxo de capital financeiro para o México e reduzir seu resultado comercial, a crise deflagrada no mercado hipotecário norte-americano levou a desvalorização cambial. Esta, por sua, agravou a restrição externa ao crescimento ao tornar mais elevados os preços dos insumos, das máquinas e dos equipamentos importados, necessários para o investimento. Além disso, a própria incerteza, refletida na instabilidade dos fluxos financeiros e no câmbio, foi transmitida para a economia doméstica, afetando a confiança e as expectativas quanto ao retorno dos projetos.

Essa situação foi amenizada, nos anos seguintes à deflagração da crise, por medidas de afrouxamento monetário nos Estados Unidos, na União Europeia e no Japão, que resultou na redução das suas respectivas taxas de juros e no aumento da oferta de liquidez internacional. Diante disso, houve uma breve recuperação dos influxos de capital financeiro para o México.

No entanto, a partir de 2013, a situação se reverteu novamente. A perspectiva de normalização na política monetária dos Estados Unidos abalou o estado de expectativa dos investidores internacionais, diante da possibilidade de desvalorização cambial do México, decorrente da elevação na taxa de juros norte-americana. Além disso, os Estados Unidos não recuperaram o ritmo de crescimento econômico de forma significativa (Banxico, 2016), o que exerce impacto negativo sobre as receitas de exportação mexicana, necessárias para o pagamento dos compromissos externos. Isso, por sua vez, foi agravado pela queda nos preços internacionais do petróleo, que também compromete as receitas governamentais e leva a cortes nos gastos públicos.

Dessa forma, verifica-se que a adoção de políticas econômicas liberais pelo México ampliou sua vulnerabilidade a mudanças no estado de expectativa dos agentes internacionais. Em primeiro lugar, a eliminação das restrições a investimentos diretos norte-americanos, a ausência de políticas industriais expressivas, o reduzido investimento público e privado deterioraram a estrutura produtiva do país, resultando em perda de competitividade autêntica, o que compromete sua capacidade de obtenção de receitas em moeda estrangeira, necessárias para honrar os compromissos financeiros com o exterior e para fechar o ciclo financiamento-investimento-poupança-*funding* em

economia aberta. Além disso, esses mesmos fatores ampliaram a dependência do processo produtivo em relação a insumos e bens de capital importados, agravando o problema de restrição externa. Em segundo lugar, a inserção passiva, no sistema financeiro internacional, sem um devido mecanismo de controle de capital, tornaram-no sujeito às variações na preferência pela liquidez prevalecentes no exterior, refletidas nos fluxos financeiros entre as fronteiras nacionais. Entre 2003 e 2007 e a partir de 2010, a melhoria no estado de expectativa dos agentes internacionais, concomitante às quedas nas taxas de juros das economias centrais, resultou numa ampliação do estoque de passivo externo mexicano, predominantemente de curto prazo e denominado em moeda estrangeira. Por fim, a implementação de regras que restringem a política fiscal e a monetária gera obstáculos para a adoção de medidas anticíclicas, a fim de amenizar o impacto da crise originada no exterior.

## **B.2 O Isolamento Financeiro Argentino**

O crescimento do influxo de capital para a Argentina, no início da década de 1990, viabilizou que se adotasse o regime de câmbio fixo como instrumento para controle do processo inflacionário apresentado pelo país durante a década anterior, agravado por dois episódios de hiperinflação em 1989 e 1990. Mais especificamente, foi implementada uma regra de conversibilidade, em março de 1991, que estabelecia a paridade fixa entre o peso e o dólar de 1 para 1 e o lastreamento total entre a base monetária e as reservas estrangeiras. A emissão de moeda doméstica só era permitida se houvesse uma compra equivalente de dólar, o que permite caracterizar o regime cambial adotado como *currency board* (Frenkel e Rapetti, 2010). Nesse sentido, foi imposta uma regra para a autoridade monetária argentina, condicionando a política monetária à variação de reservas em dólar, ou seja, ao balanço de pagamento, e, assim, impedindo a realização de política discricionária.

Cumpram-se também que, conjuntamente à implantação da regra de conversibilidade, o governo da Argentina passou a permitir que os contratos, os depósitos bancários e os créditos fossem denominados em dólar, caracterizando um alto grau de abertura e integração financeira aos mercados globais. Ao dolarizar a sua economia, o governo argentino possibilitou que o dólar possuísse, também em âmbito doméstico, atributo máximo de liquidez, maior inclusive que o peso argentino.

Durante a vigência do regime de conversibilidade, houve dois períodos de influxos substanciais de capital para o país: (i) entre o início de sua adoção e 1995, ano de contágio da crise mexicana; e (ii) entre 1996 e 1998, ano de contágio das crises ocorrida no Leste Asiático e na Rússia. O saldo do balanço de pagamentos nesses dois períodos, influenciado pelo aumento na confiança das expectativas dos agentes internacionais, foi favorável à melhoria do desempenho macroeconômico argentino. No entanto, a partir de 1998, com a deterioração das expectativas no cenário internacional, que se refletiu em aumento da preferência pela liquidez, o influxo de capital passou a apresentar tendência de contração. Isso, por sua vez, se refletiu em redução da base monetária e, portanto, aumento da taxa de juros doméstica, com impacto recessivo sobre a economia. Além disso, a redução da oferta de moeda foi combinada com uma política fiscal<sup>84</sup> contracionista, que agravou ainda mais o desempenho macroeconômico da Argentina, culminando com o abandono da paridade fixa entre peso e dólar.

É importante ressaltar que, durante todos os anos de vigência da regra de conversibilidade, o saldo em conta-corrente registrado pela Argentina foi deficitário, influenciado em grande medida pelo déficit comercial, resultante da manutenção do peso em patamar valorizado. Nesse sentido, observa-se que os influxos de capital levaram a um aumento do passivo externo argentino, sem contrapartida de aumento da geração de divisas, ampliando a sua vulnerabilidade a oscilações na preferência pela liquidez internacional. Além disso, o próprio processo de concessão de empréstimos em dólar resultou em ampliação do passivo denominado em moeda estrangeira, devido ao efeito do multiplicador bancário (Prates, 2002). Assim, houve aumento do descasamento monetário entre os fluxos de receita e os compromissos contratuais.

Com o abandono do regime de conversibilidade em 2002, a Argentina passou a adotar o regime de flutuação administrada, combinado com controles de capital. Nesse sentido, passou a haver maiores intervenções no mercado cambial, com o intuito de perseguir um câmbio real competitivo, com trajetória relativamente estável. Portanto, o objetivo principal da política cambial passou a ser a competitividade da indústria doméstica em detrimento do controle inflacionário (Damill e Frenkel, 2013; Frenkel e Rapetti, 2010).

---

<sup>84</sup> Segundo Frenkel e Rapetti (2010), o diagnóstico do governo da Argentina era de que a crise de conversibilidade tinha sido causada por irresponsabilidade fiscal. Daí, a adoção de uma política fiscal de caráter mais contracionista, como forma de recuperar a confiança dos investidores internacionais e, assim, conseguir melhoria nos saldos do balanço de pagamentos.

Entre as medidas de controle cambial adotadas, cumpre destacar a exigência de que as divisas resultantes de exportações superiores a US\$ 1 milhão fossem vendidas diretamente ao Banco Central, o que resultou em aumento das reservas cambiais e, portanto, em maior margem de manobra para a intervenção no mercado de câmbio. Ademais, passou a ser exigido também que 30% dos influxos de capital fossem mantidos na forma de encaixes não remunerados, por no mínimo 365 dias, excluindo-se os que implicavam na emissão de nova dívida privada ou pública, financiamento comercial ou investimento direto estrangeiro (Damill e Frenkel, 2013).

A exposição cambial, por sua vez, foi amenizada a partir de medidas de desvinculação de preços e tarifas domésticas à taxa de câmbio nominal. Ademais, procurou-se elevar a atratividade dos títulos públicos e dos depósitos a prazo, a partir do aumento das suas respectivas taxas de juros, o que, em conjunto com as restrições de saques de depósitos à vista (“*corralito*”) e à prazo (“*corralón*”), ajudou a conter o movimento de fuga de capital iniciado no final da década de 1990.

Para “desdolarizar” a economia, os contratos e os depósitos bancários foram convertidos para peso. Com o objetivo de amenizar uma elevação vultosa do passivo dos devedores, as obrigações foram convertidas para um câmbio favorável de um para um, evitando assim *defaults* generalizados. Cumpre destacar, no entanto, que os depósitos foram convertidos a uma taxa de 1,4 pesos por dólar e que o Estado se comprometeu a compensar as perdas dos bancos (Damill e Frenkel, 2013).

Em complementação a essas medidas, foi realizado um esforço para solucionar a crise de liquidez apresentada, desenvolvendo-se uma estratégia progressiva de saneamento do sistema financeiro. Foram utilizados instrumentos de redesconto, para fornecimento de liquidez aos bancos. Além disso, foram tolerados temporariamente os descumprimentos de parte das exigências regulatórias, tais como o requerimento de capital mínimo para a concessão de empréstimos. Desse modo, foram contornados os problemas de liquidez e solvência que se apresentavam no início da década de 2000.

Por sua vez, a restrição fiscal foi aliviada mediante a implantação de imposto de exportação de *commodities* agrícolas e a reestruturação da dívida pública<sup>85</sup>. Esta envolveu a realização de operações de *swap* que levaram a uma redução do valor do passivo governamental, a um alongamento do seu prazo de vencimento e ao não

---

<sup>85</sup> Para maiores detalhes sobre a reestruturação da dívida pública argentina, ver Frenkel (2013).

reconhecimento dos juros vencidos. Cumpre ressaltar que também houve pesificação dos contratos públicos. Assim, a exposição cambial da dívida pública foi reduzida.

No que tange à política monetária, cumpre destacar a adoção de metas quantitativas de emissão de meio de pagamento, diferente das metas de inflação implementadas por uma quantidade considerável de países da América Latina. Nesse sentido, a autoridade monetária anunciava metas monetárias quantitativas, no início de cada ano, a partir de 2003, as quais deviam ser observadas, dentro de um determinado intervalo.

Com a melhoria progressiva dos saldos em conta-corrente e na conta financeira do balanço de pagamentos, entre 2003 e 2007, o Banco Central argentino passou a intervir no mercado de câmbio para impedir uma valorização do peso, que comprometesse a competitividade da economia. Comprava-se moeda estrangeira para manter o câmbio em patamar considerado competitivo, o que gerava, como contrapartida, um aumento da oferta de peso, acima das metas quantitativas estabelecidas pela autoridade monetária. Para garantir o cumprimento dessas metas, recorria-se a operações de esterilização da expansão da base monetária, a partir da emissão de títulos públicos, o que, por sua vez tendia a pressionar a taxa básica de juros. Deve-se destacar, no entanto, que o patamar dos juros não era suficientemente elevado, a ponto de que essas operações gerassem custos fiscais significativos (Damill e Frenkel, 2013; Frenkel e Rapetti, 2010). Dessa forma, o governo argentino conseguiu conciliar a política monetária de metas quantitativas com a política de câmbio competitivo e controles de capital.

A partir de 2007, as expectativas dos agentes em relação à Argentina passaram a apresentar maior desconfiança. Sendo esse um ano eleitoral e diante do aumento da inflação, que passou a atingir níveis de 2 dígitos, influenciado pela política fiscal expansionista, o governo efetuou ajustes no indicador oficial de inflação publicado pelo Instituto Nacional de Estatística e Censos da Argentina (INEC), para maquiagem a situação econômica do país (Damill e Frenkel, 2013). Houve perda de credibilidade então no uso do índice oficial de preços ao consumidor, o que comprometeu, por exemplo, os cálculos de salário real, dificultando as negociações salariais.

Uma vez que o índice de preços oficial também é utilizado para efetuar ajustes nas dívidas denominadas em pesos, por meio do coeficiente de estabilização de

reservas, o valor das obrigações contratuais foi afetado. Diante disso, os credores passaram a apresentar desconfiança em relação aos devedores argentinos, o que, por sua vez, levou a um aumento do risco-país. Essa perda de confiança, por sua vez, afetou a emissão de novos títulos, levando a um isolamento da Argentina em relação aos mercados financeiros globais. Ademais, foi desencadeado um movimento em direção à liquidação dos ativos financeiros argentinos, o que gerou um processo de deflação da dívida.

A incerteza gerada por fatores internos foi acentuada pela crise deflagrada no mercado hipotecário dos Estados Unidos, que culminou com a falência do banco Lehman Brothers, em 2008. Assim, foi intensificado o movimento de fuga de capital doméstico da Argentina, o que levou a uma pressão para depreciação da taxa de câmbio nominal e agravou a espiral de deflação dos ativos domésticos.

No entanto, cumpre destacar que o isolamento da Argentina em relação aos mercados financeiros globais, devido à moratória declarada em 2002 e à intervenção nos principais indicadores econômicos oficiais, amenizou o contágio da crise externa pelos canais financeiros. Nesse sentido, Damill e Frenkel (2013) observam que a maior parte das reservas acumuladas até então foram decorrentes de superávits comerciais e não financeiro, como o verificado ao longo da década de 1990. Além disso, a “desdolarização” da economia e a adoção de controles de capital reduziram a sua exposição a choques externos, diminuindo sua vulnerabilidade externa.

Nos anos após a deflagração da crise internacional, observa-se uma mudança na orientação da política cambial, que passou a focar no objetivo de estabilização do nível geral de preços em detrimento da competitividade no cenário internacional. Diante da percepção de que o câmbio estaria apreciado em relação ao seu nível de equilíbrio, houve novas fugas de capital em 2010, que se acentuaram em 2011, nas vésperas da eleição presidencial de 2011. Além disso, Damill, Frenkel e Rapetti (2015) ressaltam que os juros resultantes da política monetária expansionista da Argentina situavam-se em reduzidos patamares, entre 2009 e 2014, sendo insuficientes para contrabalançar a expectativa de desvalorização cambial. Isso reforçou a fuga de capitais, resultando em uma diminuição do estoque de reservas cambiais.

No que tange à balança comercial, a política de congelamento de preços e tarifas domésticos, conduzida pelo governo da Cristina Kirchner, reduziu os incentivos para

produção e investimento no setor energético, o que, juntamente com a apreciação cambial, levou a uma piora no saldo em conta-corrente do balanço de pagamentos. Ainda assim, verifica-se a ocorrência de superávits comerciais, porém em níveis gradativamente menores.

Cumprе enfatizar que a incerteza que permeava a economia argentina, desde 2002, com a declaração da moratória da dívida externa, não se dissipou. Pelo contrário, ela se agravou com a crise norte-americana. Assim, observa-se uma deterioração no balanço de pagamentos e no desempenho macroeconômico argentino em comparação ao período entre 2003 e 2007.

### **B.3 A Inserção Passiva do Brasil no Cenário Internacional**

No final da década de 1980 e início da seguinte, houve uma retomada do processo de liberalização financeira pela economia brasileira, com a adoção de três medidas radicais favoráveis à livre conversibilidade da conta de capitais: (i) a criação de um segmento do mercado cambial caracterizado pela livre flutuação; (ii) a abertura de mercados de ativos financeiros para a participação de investidores estrangeiros; e (iii) a facilitação para a saída de capital da economia doméstica, por meio de mudanças na conta CC5<sup>86</sup>, que permitiram que as instituições financeiras que operavam no mercado doméstico alocassem para o exterior tanto seus próprios recursos quanto os depósitos em geral, sem necessidade de demonstrar que eles haviam sido previamente aplicados no Brasil (Souza e Carvalho, 2011).

A implementação dessas medidas propiciou um ingresso substancial de capital estrangeiro na economia brasileira até 1994, favorecendo a adoção da âncora cambial, com a finalidade de controlar o processo inflacionário, no âmbito do Plano Real. O regime cambial consistia na adoção de bandas assimétricas, ou seja, o real podia sofrer apreciações, mas não podia depreciar além da paridade 1:1 com o dólar. O seu êxito foi garantido provisoriamente pelo crescimento do influxo externo de capitais, influenciado pela melhoria no estado de confiança dos investidores internacionais em relação ao desempenho macroeconômico brasileiro (Paula e Alves Jr., 1999; Jayme Jr. e Crocco,

---

<sup>86</sup> As contas CC5 se referem às contas de depósitos em moeda nacional, mantidas no Brasil por residentes, domiciliados ou com sede no exterior. Elas eram sujeitas às normas estabelecidas pela Carta Circular nº 5, publicada pelo Banco Central do Brasil em 1969. Essas regras foram revogadas em 1996, a partir de quando deixou de se utilizar o termo “conta CC5”.

2005; Souza e Carvalho, 2011; Souza, 1999) e pelo início do processo de privatização de empresas estatais.

Ainda no início dos anos 1990, previamente à implementação do Plano Real, reduziram-se as restrições também aos fluxos comerciais entre as fronteiras do país, o que, em conjunto com a âncora cambial implementada a partir de 1994, levou a um aumento das importações líquidas, em face da perda de competitividade da indústria brasileira. Esse déficit, no entanto, foi ofuscado pela melhoria do desempenho econômico do país, relacionado à compra de bens de capital e insumos importados, e pela redução das taxas de inflação.

No final de 1994 e primeiro trimestre de 1995, houve um período mais crítico de reversão de expectativas das instituições financeiras acerca da capacidade da economia brasileira em gerar as divisas necessárias para honrar o passivo externo, devido ao *efeito Tequila* resultante da crise do México. Mas, o governo brasileiro conseguiu reverter isso, a partir da adoção de medidas mais contracionistas no segundo trimestre de 1995, associadas à elevação nas taxas de juros e limitação no crédito. Assim, obteve-se uma balança comercial mais equilibrada e uma estabilização das importações (Paula e Alves Jr., 1999). Nesse sentido, Souza (1999) observa que, apesar do uso da âncora cambial, o governo brasileiro seguiu utilizando a taxa de juros como instrumento de estabilização econômica e de atração de capital estrangeiro, sendo essa uma particularidade da âncora cambial brasileira<sup>87</sup>.

Cabe mencionar também que, após a crise do México, o governo brasileiro lançou mão temporariamente de instrumentos de política econômica para aumentar as restrições ao movimento de capitais externos, tais como o aumento da alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre o ingresso de capitais (Souza, 1999). Assim, apesar das medidas institucionais para integrar a economia brasileira aos mercados financeiros internacionais, o governo, durante um breve período de tempo, buscou reduzir a exposição do Brasil às oscilações no estado de expectativas dos

---

<sup>87</sup> A partir da equação de paridade dos juros  $i^* = i - \hat{E}^f - \rho - \tau$ , onde  $i^*$  representa a taxa de juros externa,  $i$  representa a taxa de juros doméstica,  $\hat{E}^f$  representa a expectativa de variação cambial,  $\rho$  representa a diferença entre risco-país e o risco externo e  $\tau$  representa restrições de todas as espécies aos fluxos de capital, observa-se que a âncora cambial deveria aproximar a taxa de juros doméstica à externa, em virtude da expectativa de desvalorização cambial ser próxima a zero. Entretanto, verifica-se que as taxas de juros no Brasil continuaram altas no período de adoção da âncora cambial, o que evidencia o uso de uma política monetária anti-inflacionária. Nos demais países que utilizaram apenas a taxa de câmbio como instrumento de estabilização de preços, observou-se uma queda nos juros (Souza, 1999).

agentes internacionais, reduzindo os incentivos para o influxo de capitais de curto prazo. No entanto, esses mecanismos foram abandonados mediante a elevação da entrada de capitais nos anos subsequentes.

A partir do final de 1995, houve uma deterioração ainda maior do resultado comercial brasileiro, decorrente de uma melhoria do crescimento econômico brasileiro e da política de valorização cambial adotada, bem como da redução dos preços de algumas *commodities* contidas na pauta de exportação brasileira, o que contribuiu para a ocorrência de déficits substanciais em transações correntes. O elevado peso dos capitais de curto prazo na conta financeira e a dificuldade de geração de divisas estrangeiras, por meio de operações comerciais, aumentaram a necessidade de se recorrer frequentemente ao mercado financeiro global para possibilitar o pagamento dos compromissos externos em vencimento. Além disso, a própria manutenção da âncora cambial dependia dos refinanciamentos do passivo de curto prazo junto ao exterior, o que agravava a vulnerabilidade brasileira às oscilações na preferência pela liquidez em âmbito internacional.

No final de 1998, houve reversão dos fluxos de capital internacional em direção ao Brasil, influenciada negativamente pelas crises asiática e russa, que abalaram a confiança dos investidores em relação à capacidade de o país obter as divisas estrangeiras necessárias para manter a taxa de câmbio valorizada e saldar os compromissos externos. Por sua vez, o movimento de fuga de capitais provocou uma diminuição das reservas, inviabilizando a âncora cambial. O saldo negativo na conta de capitais e o déficit em transações correntes implicaram em desequilíbrios no balanço de pagamentos e na negociação de empréstimos adicionais junto ao FMI.

As respostas dadas pelo governo brasileiro a essa crise buscaram recuperar a atratividade da economia brasileira para os investidores internacionais, por meio da estabilização e fortalecimento dos fundamentos macroeconômicos, destacados pelos modelos ortodoxos de crises cambiais. Nesse sentido, foram adotadas as seguintes medidas: (i) elevação significativa da taxa de juros, como forma de atrair o capital estrangeiro; (ii) utilização posterior dos juros como instrumento de controle inflacionário, no âmbito de um regime de metas de inflação; (iii) abandono da âncora cambial e adoção do regime de câmbio flutuante; (iv) estabelecimento de metas de

superávits fiscais; (v) intensificação do programa de privatizações; e (vi) aprofundamento das liberalizações comercial e financeira (Cruz e Walters, 2010).

O ataque especulativo sofrido pelo Brasil, no final de 1998 e início de 1999, gerou uma desvalorização cambial excessiva, havendo uma ameaça de elevação acentuada no nível geral de preços. Para conter a depreciação e impedir o retorno do processo inflacionário, o governo elevou taxa de juros a níveis considerados bastante altos. Assim, em março de 1999, a taxa básica de juros da economia atingiu o patamar de 45%. No entanto, esse problema foi contornado ao longo de 1999 e 2000, diante de um significativo retorno do capital externo, principalmente por meio de empréstimos bancários, emissão de bônus, notas e *commercial papers* (Souza, 2005). Isso permitiu uma maior estabilização do câmbio, bem como a redução da taxa de juros.

Já em 2001, houve outro período de turbulência, associado a três principais eventos: (i) a crise energética; (ii) o aprofundamento da crise argentina; e (iii) a breve recessão norte-americana, deflagrada no mercado de ativos financeiros associados às empresas de tecnologia da informação e comunicação. Com isso, reduziu-se o ingresso dos fluxos de capital para o país, levando à desvalorização cambial. Esse cenário foi agravado em 2002, mediante a ocorrência de eleições presidenciais e a expectativa de vitória do Partido dos Trabalhadores, o que aumentou a incerteza dos investidores estrangeiros acerca do desempenho futuro da economia brasileira e da capacidade em honrar os compromissos externos contraídos.

Com a queda e até mesmo interrupção dos fluxos de capital estrangeiro para o Brasil e a consequente depreciação cambial, recorreu-se novamente à elevação da taxa de juros. Além disso, observa-se a ocorrência de intervenções no mercado cambial, por meio do aumento da venda de divisas, visando impedir uma desvalorização maior do real e, conseqüentemente, um aumento do nível dos preços de bens comercializáveis, o que comprometeria a perseguição das metas inflacionárias e ameaçaria a credibilidade da política monetária (Souza, 2005). Nesse sentido, a política cambial passou a ser subordinada ao objetivo de controle da inflação, por meio do regime de metas, não sendo um instrumento de promoção da competitividade dos bens e serviços domésticos.

É importante ressaltar que as depreciações cambiais entre 1999 e 2002 tiveram um peso maior sobre o setor público em relação ao privado, uma vez que ele passou a ofertar instrumentos de *hedge* cambial, por meio da emissão de títulos indexados ao

dólar. Dessa forma, o setor privado obteve proteção contra a depreciação cambial, o que reduziu os desequilíbrios entre os seus ativos e os seus passivos, ao contrário do setor público, cujos compromissos em dólar cresceram em detrimento do seu ativo. Assim, durante as épocas de crises, houve uma deterioração da situação fiscal do Brasil, havendo uma elevação da relação dívida pública/PIB (Souza e Carvalho, 2011; Souza, 2005). Com isso, as expectativas dos investidores externos a respeito da capacidade de o governo brasileiro honrar suas dívidas e gerar as divisas necessárias para isso sofreram abalos, nesses períodos, ampliando a fuga de capitais ou reduzindo ainda mais a entrada e, conseqüentemente, agravando os desequilíbrios do balanço de pagamentos.

O período que se seguiu a partir de 2003 apresentou uma menor instabilidade, no que diz respeito à volatilidade dos fluxos de capital externo e da taxa de câmbio. Entre 2003 e 2007, em um cenário de abundância de liquidez internacional, o governo Lula deu um passo adiante em direção à liberalização da conta de capitais. Entre as medidas adotadas, destacam-se: (i) a unificação do mercado cambial, concomitante à autorização para que os residentes transferissem recursos financeiros para o exterior; (ii) o fim das restrições para posições em dólar, por parte dos bancos domésticos; e (iii) a eliminação gradual da obrigatoriedade de internalização das receitas de exportação denominadas em dólar (Souza e Carvalho, 2011).

A abundância de liquidez internacional, o aumento do grau de abertura financeira, os juros altos, o câmbio flutuante e a melhoria dos indicadores de crescimento econômico brasileiro proporcionaram um aumento do ingresso de capitais, no período entre 2003 e 2007. No entanto, Prates, Cunha e Lélis (2011) observam que o influxo líquido positivo não foi imediato, havendo movimentos de saída de capitais associados ao pagamento dos compromissos junto ao Fundo Monetário Internacional (FMI) e fluxos negativos de capitais voluntários. Tendo quitado os empréstimos junto ao FMI, o setor público conseguiu alterar sua situação de devedor para credor, no cenário internacional.

Nos anos de 2006 e 2007, observa-se o ingresso substancial tanto de investimentos de portfólio e outros investimentos, com caráter de curto prazo, quanto de investimento direto estrangeiro. Este último estava associado às estratégias das empresas transnacionais, com expectativas otimistas a respeito do desempenho

econômico brasileiro, devido aos indicadores de crescimento e à alta dos preços das *commodities* (Prates, Cunha e Lélis, 2011).

Por sua vez, o elevado influxo de capital nesse período resultou em valorização da taxa de câmbio, conforme foi destacado anteriormente. Diante da abertura financeira e da importância atribuída pelo governo brasileiro ao objetivo de controle da inflação, por meio das políticas monetária e cambial, a apreciação do real era vista como desejável, tanto por manter a economia atrativa aos fluxos internacionais de capital como por conter a elevação do preço dos bens comercializáveis. Nesse sentido, foram realizadas poucas intervenções pelo Banco Central no mercado de câmbio (Cagnin e Freitas, 2015). O resultado foi a perda de competitividade da indústria nacional, que passou a concorrer com bens provenientes de outros países, com menor preço. Isso, em conjunto com os incentivos decorrentes do aumento da cotação internacional das *commodities*, levou a uma redução da diversificação da pauta de exportação brasileira, tornando o resultado comercial do país vulnerável a variações nos termos de troca dos bens primários (Souza e Carvalho, 2011).

Já, em 2008, a economia brasileira começou a sentir os efeitos da crise global iniciada no mercado hipotecário norte-americano em 2007. Além da queda dos níveis de crescimento econômico, resultante do abalo na confiança dos agentes, o saldo em transações correntes assumiu valores negativos, devido ao caráter deficitário da balança comercial, associado à contração da demanda externa, e ao aumento das remessas de lucros e dividendos, relacionados ao investimento direto estrangeiro realizado nos anos anteriores.

Apesar desses valores negativos do saldo em transações correntes, verifica-se que o saldo do balanço de pagamentos apresentou valores positivos, devido aos ingressos de capital observados na conta financeira, porém em patamar menor do que o verificado nos anos anteriores. De acordo com Prates, Cunha e Lélis (2011), a queda nos fluxos de curto prazo, em 2008, representados pelas contas “investimentos de portfólio” e “empréstimos e financiamentos – curto prazo” foi compensada por um ingresso de investimento direto estrangeiro e pelas aplicações em títulos públicos de renda fixa. O aumento do investimento direto estrangeiro em relação ao ano anterior foi decorrente tanto da expansão da demanda interna quanto da alta dos preços das

*commodities*, associada à demanda chinesa por esses bens, havendo perspectivas favoráveis acerca da lucratividade (Prates, Cunha e Lélis, 2011).

A redução do saldo na conta financeira juntamente com o déficit em conta-corrente resultou em desvalorização cambial. O aumento do preço das máquinas, equipamentos e insumos importados e a instabilidade verificada no mercado internacional, refletida em oscilações no fluxo de capital e na taxa de câmbio e no aumento da incerteza quanto à trajetória macroeconômica futura, levaram a uma piora no estado de expectativa em âmbito doméstico. O resultado foi uma breve contração do crédito e do investimento privados.

Em relação ao mercado interno, é preciso enfatizar o papel das medidas governamentais anticíclicas como resposta à crise global, dentre as quais destacam-se: (i) a redução das exigências de reservas e compulsórios na aquisição de portfólio de créditos de bancos por outras instituições financeiras; (ii) expansão do crédito e da liquidez por meio do Banco do Brasil, da Caixa Econômica Federal e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; (iii) redução da taxa básica de juros; (iv) expansão dos investimentos públicos em infraestrutura, por meio do Programa de Aceleração do Crescimento; (v) aumento dos incentivos governamentais direcionados para a habitação de famílias de baixa renda, por meio do Programa Minha Casa, Minha Vida; (vi) aumento dos gastos na área de assistência social, na forma do Programa Bolsa Família; e (vii) desoneração tributária para bens duráveis, como automóveis e eletrodomésticos, e para insumos da construção civil (Cunha, Prates e Ferrari-Filho, 2011). Nesse sentido, o governo injetou liquidez na economia, garantindo a liquidação dos compromissos em moeda doméstica; utilizou política fiscal expansionista, de forma a estimular a demanda agregada; reduziu o custo do investimento, ao diminuir a taxa de juros básica da economia e expandir crédito por meio de bancos públicos; e incentivou a realização de investimentos habitacionais, ao desonerar os insumos de construção civil e conceder incentivos para aquisições de moradias.

É importante mencionar que a adoção de políticas anticíclicas pelo governo brasileiro foi viabilizada pelo elevado estoque de reservas acumulado até 2008 e pelo pagamento dos seus compromissos financeiros junto ao FMI, o que lhe garantiu autonomia para abandonar o receituário de políticas prócíclicas normalmente proposto por esse organismo, na forma de contrapartida aos empréstimos. Além disso, o fato de a

crise global ter se iniciado em economias desenvolvidas, as quais, por sua vez, adotaram políticas anticíclicas, favoreceu a adoção dessas medidas por parte do governo brasileiro (Cunha, Prates e Ferrari-Filho, 2011).

Cumprido destacar que, apesar da redução da taxa de juros básica da economia, em 2009 e 2010, ela ainda permaneceu em patamar considerado elevado, em comparações internacionais. Diante da adoção de políticas monetárias expansionistas, nas economias centrais, que manteve alto o diferencial entre os juros domésticos e os externos, os ativos financeiros brasileiros continuaram atrativos para o exterior. Dessa forma, houve novo crescimento da entrada de capitais no Brasil, entre 2009 e 2011. No entanto, a partir de 2012, com a perspectiva de desaceleração do crescimento chinês, que impacta negativamente o preço das *commodities*, e com a ameaça de normalização da política monetária dos Estados Unidos, que conduz a desvalorizações cambiais, o estado de expectativa dos investidores internacionais apresentou deterioração, resultando em redução do saldo financeiro do balanço de pagamentos.

Conforme foi verificado anteriormente, ao longo da década de 2000, o estoque de passivo externo brasileiro apresentou um notável crescimento, com predominância de empréstimos bancários e investimentos em títulos e ações, inclusive de não residentes no mercado local. Isso foi propiciado pelo aumento da integração do país aos mercados financeiros mundiais, favorecida pela progressiva eliminação das restrições às transações financeiras entre as fronteiras. Dessa forma, a economia brasileira aumentou sua exposição às oscilações no estado de expectativa dos agentes internacionais, refletidas potencialmente na volatilidade dos fluxos de capital. Essa vulnerabilidade foi verificada no período imediatamente posterior à deflagração da crise no mercado hipotecário dos Estados Unidos, cujos efeitos sobre o Brasil foram amenizados por políticas anticíclicas domésticas e por políticas monetárias expansionistas nas economias centrais. Assim, apesar de o país não ter impedido o ingresso substancial de capital externo entre 2003 e 2008, o que fragilizou sua economia, o governo implementou medidas com a finalidade de impedir uma contração no nível de atividade e de emprego doméstico, no momento de reversão do ciclo de liquidez internacional.

É importante destacar que, a partir de 2009, o governo brasileiro passou a utilizar o IOF para fins de controle de capitais. Ele foi concebido originalmente, em 1966, como instrumento de políticas monetária e cambial, possuindo natureza

predominantemente regulatória. Porém diante do elevado influxo de capital externo para o país, ao longo da década de 2000, e da excessiva apreciação cambial, o IOF passou a constituir também uma modalidade de controle de capitais. A partir de 2009, suas alíquotas sofreram várias alterações conforme a percepção do governo quanto ao grau de exposição da economia doméstica a choques externos. Além disso, com o intuito de reduzir as brechas para escapar ao controle, a sua base de incidência foi progressivamente ampliada, passando a abranger inclusive investimentos estrangeiros de portfólio, captações externas de empresas e bancos brasileiros, operações envolvendo *American depositary receipts* (ADR)<sup>88</sup>, gastos com cartão crédito no exterior e posições vendidas em derivativos financeiros (Cagnin e Freitas, 2015).

No entanto, o IOF não tem se mostrado efetivo como instrumento de controle de capital e de política cambial. A intervenção insuficiente no mercado doméstico de moeda estrangeira, restrita, nos últimos anos, à oferta de *swaps* cambiais<sup>89</sup> para conter desvalorizações que comprometam a observância das metas de inflação, tem comprometido os resultados das alterações nas alíquotas e na base de incidência do IOF. Além disso, o Brasil já apresenta um elevado estoque de passivo externo, como herança do período anterior a 2009, o que aumenta a sua vulnerabilidade a mudanças no estado de expectativa dos agentes internacionais.

A vulnerabilidade é agravada ainda pela baixa competitividade da estrutura produtiva brasileira. Em primeiro lugar, conforme já destacado, a valorização cambial ocorrida ao longo da década de 2000 reduziu os preços dos bens e serviços importados de países detentores de conhecimentos técnicos mais avançados, os quais conferem maior qualidade e funcionalidade aos produtos, resultando em maior demanda por eles em detrimento dos nacionais. Em segundo lugar, o aumento do preço das *commodities* tornou sua produção e exportação mais lucrativa, tendo em vista a abundância de recursos naturais no Brasil, principalmente de minério de ferro e de soja. Assim, houve uma concentração da pauta exportadora em bens primários, o que diminuiu a sua diversificação e ampliou a sujeição do país à tendência de deterioração de longo prazo dos termos de troca. Finalmente, em terceiro lugar, verifica-se, ao longo da década de

---

<sup>88</sup> Ações negociadas no exterior, a partir de certificados emitidos no sistema financeiro norte-americano.

<sup>89</sup> Nos contratos de *swaps* cambiais, o Banco Central do Brasil mantém uma posição futura vendida em dólares, à taxa de câmbio corrente, pagando, na data de encerramento, o montante em moeda doméstica equivalente à diferença entre a taxa de câmbio futura e a acordada no contrato, quando há desvalorização cambial. Em troca, recebe um pagamento de juros do comprador.

2000, um predomínio dos investimentos, na indústria de transformação brasileira, em modernização das instalações em detrimento de investimentos em expansão e diversificação da estrutura produtiva (Bielschowsky, Squeff e Vasconcelos, 2014). Por não proporcionarem uma substituição de importação adequada nem ampliarem a inserção brasileira em novos segmentos no âmbito do comércio internacional, esses investimentos não conseguiram frear o impulso importador. Nesse sentido, a expansão ocorrida nesse período não foi acompanhada por uma redução do coeficiente de importação. Pelo contrário, entre 2003 e 2008, o aumento das importações respondeu por parcela significativa do crescimento do consumo aparente brasileiro<sup>90</sup>, principalmente nos setores de bens intermediários e de capital, o que ressalta a necessidade de se recorrer a máquinas, equipamentos e insumos produzidos no exterior para a continuidade e expansão do processo produtivo.

Além disso, é importante destacar que o segmento em que houve maior expansão do investimento, ao longo dos anos 2000, diz respeito à infraestrutura pública, principalmente transporte, armazenagem e correio, no âmbito do PAC, favorecido pela redução da restrição fiscal a partir de 2006. Em segundo lugar, está o segmento de recursos naturais, abrangendo as atividades agropecuárias, a agroindústria e a indústria extrativa, impulsionado pelo aumento do preço internacional das *commodities*, o que fornece mais evidências acerca da concentração da estrutura produtiva brasileira em setores intensivos em matérias-primas. O segmento em que tem havido menor crescimento do investimento consiste nos produtores de insumos e bens de capital (Bielschowsky, Squeff e Vasconcelos, 2014), o que reforça a dependência de importações e, portanto, de financiamento em moeda estrangeira para a realização do investimento.

Cumprе ressaltar também que, segundo Amitrano, Cintra, Squeff e Vasconcelos (2014), a mudança estrutural ocorrida entre os anos 2004 e 2006 foi menos intensa que a verificada entre 1995 e 2003. Na década de 1990, o processo de abertura comercial e financeira, as privatizações, o controle do processo inflacionário, a adoção do regime de câmbio flutuante concomitante às metas de inflação funcionaram como catalizador da alteração na composição estrutural brasileira. Já na década de 2000, ainda que tenha

---

<sup>90</sup> Bielschowsky, Squeff e Vasconcelos (2014) apresentam os números correspondentes ao coeficiente de importação e à contribuição do aumento das importações para a variação do consumo aparente, desagregados para os setores de bens de consumo duráveis e não duráveis, bens intermediários e bens de capital.

havido forte expansão do investimento, do valor agregado e do emprego, as políticas redistributivas e de estímulo à geração de emprego e renda, a implementação do PAC e a elevação das cotações internacionais das *commodities* não provocaram uma mudança estrutural significativa (Amitrano, Cintra, Squeff e Vasconcelos, 2014).

Dessa forma, verifica-se uma inserção passiva por parte do Brasil tanto no mercado financeiro quanto no mercado de bens e serviços mundiais. A eliminação de restrições às transações financeiras com o exterior, ao longo da década de 2000, a subordinação da política cambial ao regime de metas de inflação e a baixa efetividade dos controles de capital via IOF resultaram no acúmulo de passivo externo, nos últimos anos. Isso amplia a suscetibilidade da trajetória macroeconômica do país a mudanças no estado de expectativa dos agentes internacionais. Por sua vez, a baixa diversidade da pauta exportadora brasileira, concentrada principalmente em bens primários, de baixo conteúdo tecnológico, e o elevado coeficiente de importação nos setores de bens de capital e bens intermediários reduzem a capacidade de geração de divisas estrangeiras de forma sustentável, além de ampliar a dependência de financiamento externo para a importação de máquinas, equipamentos e insumos, necessários para manter ou ampliar o nível de atividade e de emprego. Assim, a natureza passiva da inserção brasileira no cenário internacional tem resultado em um aumento da sua vulnerabilidade externa.

Apesar de continuar adotando o tripé macroeconômico de metas de inflação, regime de câmbio flutuante e superávit fiscal, houve, no primeiro mandato do governo Dilma Rousseff (2011-2014), tentativas de expansão da demanda agregada, por meio de redução do superávit primário, e de fortalecimento da indústria brasileira, a partir de medidas de desoneração e concessões de crédito para aquisições de máquinas, equipamentos, insumos e bens de consumo duráveis. Nesse sentido, houve continuidade das políticas adotadas para contrabalançar os efeitos da crise internacional, em 2009, como realização de investimentos públicos, em uma segunda etapa do PAC, e utilização dos bancos públicos, como BNDES e Caixa Econômica Federal, para fornecer empréstimos, a taxa de juros subsidiadas e prazos de amortizações alongados, para a aquisição de bens de capital, bens de consumo duráveis e habitações. A novidade, em termos de medida econômica, diz respeito ao uso do instrumento de compras governamentais para expansão da demanda agregada.

Porém, observa-se que as medidas expansionistas não surtiram o mesmo efeito que em 2009. Diante do abalo da confiança dos agentes, influenciado pela perspectiva de normalização da política monetária dos Estados Unidos e de desaceleração do crescimento econômico chinês, e do elevado endividamento dos consumidores domésticos, as famílias e as firmas mostraram-se reticentes em contrair novos empréstimos. Além disso, a demanda por bens duráveis mostrou sinais de esgotamento (Prates, Cagnin, Freitas e Novais, 2014).

Cumprе mencionar também que as medidas adotadas não resultaram em investimentos expressivos na indústria de transformação, nem aumentaram sua participação na estrutura produtiva nacional, devido à valorização cambial, que resultou em elevada concorrência com os similares estrangeiros. A própria taxa de juros, em patamares historicamente elevados<sup>91</sup>, mesmo em comparação com outros países latino-americanos, tem sido um obstáculo recorrente para a expansão da atividade industrial brasileira. Além disso, as taxas de juros de curto prazo, incidentes sobre os financiamentos destinados à aquisição de capital de giro, têm sido bastante altas (Bielschowsky, Squeff e Vasconcelos, 2014), o que dificulta a própria manutenção do ritmo da atividade produtiva.

A partir do final de 2014, com a reeleição da presidenta Dilma Rousseff, surgiram novas fontes de incerteza em relação à economia doméstica. O surgimento de escândalos de corrupção envolvendo a Petrobras, empresa petroleira de grande porte em que o governo brasileiro é acionista majoritário, a adoção de procedimentos contábeis pouco convencionais para superestimar o resultado fiscal, a falta de apoio da presidenta no Congresso Nacional, a mudança de orientação da política econômica do governo eleito, contrariando a campanha eleitoral previamente realizada, e o início de um processo de *impeachment* presidencial agravaram a instabilidade política interna. Ademais, o desempenho macroeconômico sofreu considerável deterioração, devido principalmente à piora nos indicadores fiscais, afetados pelas renúncias fiscais, à elevação da taxa de juros e ao aumento da inflação, resultante de problemas na oferta agregada de serviços, do processo de ajustamento das tarifas públicas, da desvalorização cambial e de mecanismos inerciais (Carvalho, 2016). Nesse sentido, o estado de

---

<sup>91</sup> A taxa de juros básica da economia brasileira chegou ao patamar mínimo de 7,25 pontos percentuais no final de 2012 e início de 2013. Porém, devido a pressões inflacionárias posteriores, foi novamente elevada, chegando a 14,25 pontos percentuais em 2015.

expectativas dos agentes em relação à trajetória futura da economia brasileira foi negativamente influenciado tanto por questões externas, como a perspectiva de normalização da política monetária dos Estados Unidos e a desaceleração do crescimento chinês, quanto por questões internas de natureza política e econômica.

O resultado foi o aumento da instabilidade dos fluxos de capital internacionais em relação ao Brasil, o que acentuou a volatilidade cambial, reforçando a trajetória de desvalorização do real, conforme visto anteriormente. Tendo em vista o elevado coeficiente de importação de bens intermediários e de capital (Bielschowsky, Squeff e Vasconcelos, 2014), o comportamento da taxa de câmbio pressionou os custos do investimento, exercendo impacto negativo sobre o nível de atividade e de emprego. O resultado das desvalorizações foi redução das importações, em 2015, o que melhorou o saldo comercial brasileiro. Além disso, as trajetórias oscilantes do fluxo de capital e do câmbio têm abalado ainda mais o estado de expectativa dos investidores.

Em relação aos investimentos domésticos, é preciso ressaltar também a elevação da taxa de juros, como forma de perseguição da meta inflacionária e de recuperação do saldo financeiro do balanço de pagamentos, e a redução na concessão de créditos por parte dos bancos públicos, afetada pelos resultados fiscais. Dessa forma, aumentou-se o custo de oportunidade do investimento, concomitante à redução da confiança quanto a sua rentabilidade futura, o que compromete o desempenho macroeconômico brasileiro e, portanto, o nível de emprego.

## Referências Bibliográficas

ABELES, M. e VALDECANTOS, S. Vulnerabilidad Externa en America Latina y el Caribe – Um Análisis Estructural. **Serie Estudios y Perspectivas**, nº 49, Cepal, Buenos Aires, 2016.

AGHION, P. e HOWITT, P. **The Economics of Growth**. The MIT Press, 2009.

AKYÜZ, Y. Internationalization of Finance and Changing Vulnerabilities in Emerging and Developing Economies. **South Centre Research Paper**, nº 60, Janeiro, 2015.

AMADO, A.M., Limites Monetários Ao Crescimento: Keynes e A Não-Neutralidade da Moeda, **Ensaio FEE**, Porto Alegre, Volume 21, n.1, p. 44-81, 2000.

AMADO, A.M., Preferência pela Liquidez: o Novo Contexto Financeiro Internacional Inviabiliza a Teoria? **Revista de Economia Política**, vol. 24, n. 4 (96), 2004.

AMITRANO, C.R., CINTRA, M.A.M., SQUEFF, G.C. e VASCONCELOS, L.F. Produção, Emprego e Investimento: Crescimento e Mudança Estrutural no Brasil. In Monasterio, L., Neri, M.C. e Soares, S.S.D. **Brasil em Desenvolvimento 2014 – Estado, Planejamento e Políticas Públicas**. Ipea, Brasília, 2014.

ANDRADE, R. e PRATES, D.M. Dinâmica da Taxa de Câmbio em uma Economia Monetária Periférica: uma Abordagem Keynesiana. **Nova Economia**, vol. 22, n. 2, 2012.

ARESTIS, P. e GLICKMAN, M. Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion The Minskyan Way. **Cambridge Journal of Economics**, Vol. 26, No 2, 2002.

BANXICO. **Compilacion de Informes Trimestales de Inflacion Correspondientes al Año 2015**, Banco de México, México, 2016.

BELLUZZO, L.G. **O Tempo de Keynes nos Tempos do Capitalismo**. Editora Contracorrente, São Paulo, 2016.

BERNANKE, B.S. e GERTLER, M. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. **Journal of Economic Perspectives**, v. 9, nº 4, 1995.

BIANCARELI, A. **International Liquidity Cycles to Developing Countries in the Financial Globalization Era.** Artigo apresentado na XI Reunión de Economía Mundial, 2009.

BIANCARELI, A. **O Setor Externo da Economia Brasileira, Depois da Bonança e da Tempestade.** Artigo disponível em <http://brasildebate.com.br/o-setor-externo-da-economia-brasileira-depois-da-bonanca-e-da-tempestade/>, Dezembro, 2015.

BIELSCHOWSKY, R. Cinquenta Anos de Pensamento na Cepal – Uma Resenha. In Bielschowsky, R. (org.) **Cinquenta Anos de Pensamento na Cepal.** Rio de Janeiro: Record, 2000.

BIELSCHOWSKY, R. Sessenta Años de la Cepal: Estructuralismo y Neoestructuralismo. **Revista de la Cepal**, n. 97, abril, 2009.

BIELSCHOWSKY, R., SQUEFF, G. C. e VASCONCELOS, L.F. Evolução dos Investimentos nas Três Frentes de Expansão da Economia Brasileira na Década de 2000. In Calixtre, A.B., Biancareli, A.M. e Cintra, M.A.M. **Presente e Futuro do Desenvolvimento Brasileiro.** Ipea, Brasília, 2014.

BRESSER-PEREIRA, L.C. e GALA, P. Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, vol. 30, nº 4 (120), 2010.

CAGNIN, R.F. e FREITAS, M.C.P. **Tributação das Transações Financeiras: a Experiência Brasileira com o IOF e a CPMF.** Análise Econômica, ano 33, nº 63, 2015.

CARNEIRO, R. Globalização e Inconvertibilidade Monetária. **Revista de Economia Política**, vol. 28, n. 4 (112), 2008.

CARVALHO, F.C. Keynes on Probability, Uncertainty and Decision Making. **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. XI, nº 1, 1988.

CARVALHO, F.C. **Mr Keynes and The Post Keynesians. Principles of Macroeconomics For A Monetary Production Economy.** Ed. Edward Elgar, 1992.

CARVALHO, F.C. On Banks Liquidity Preference. In Davidson, P. e Kregel. J., **Full Employment and Price Stability in a Global Economy**, Cheltenham: Edward Elgar, 1999.

CARVALHO, F.C. **Looking Into the Abyss? Brazil at the Mid-2010s**. Working Paper nº 860, Levy Economics Institute of Bard College, February, 2016.

CARVALHO, F.C., SOUZA, F.E.P, SICSÚ, J., DE PAULA, L.F. e STUDART, R. **Economia Monetária e Financeira – Teoria e Política**. 1a edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2001.

CEPAL Estudo Econômico da América Latina, 1949. In Bielschowsky, R. (org.) **Cinquenta Anos de Pensamento na Cepal**. Rio de Janeiro: Record, 2000.

CEPAL, **Crescer com Estabilidade – O Financiamento do Desenvolvimento no Novo Contexto Internacional**. Editora Campus, 2001

CHANG, R. e VELASCO, A. Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model. **NBER Working Papers Series**. Working Paper nº 6606, 1998.

CHESNAIS, F. O Capital Portador de Juros: Acumulação, Internacionalização, Efeitos Econômicos e Políticos. In Chesnais, F. **A Finança Mundializada**, Ed. Boitempo, 1995.

CHICK, V. A Evolução do Sistema Bancário e a Teoria da Poupança, do Investimento e dos Juros, **Ensaio FEE**, Porto Alegre, Vol. 15, nº 1, 1994.

CHICK, V. Finance and Investment in the Context of Development: a Post Keynesian Perspective. Halevi, J., Fontaine, J.M., **Restoring Demand in The World Economy: Trade, Finance and Technology**, Hardcover, 1998.

CINTRA, M.A.M. O Financiamento das Contas Externas Brasileiras: 1995 – 2000. In Squeff, G.C. **Dinâmica Macrossetorial Brasileira**, Ipea, Brasília, 2015.

CORSETTI, G., PESENTI, P. e ROUBINI, N. Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis. **NBER Working Papers Series**. Working Paper nº 6783, 1998.

CUNHA, A.M., PRATES, D.M. E FERRARI-FILHO, F.F. Brazil's Response to The International Financial Crisis: A Successful Example of Keynesian Policies? **Panaeconomicus**, 5, Special Issue, p.p. 693-714, 2011 .

DAMILL, M. e FRENKEL, R. **La Economía Argentina Bajo los Kirchner: una Historia de los Lustros**. Mimeo, 2013.

DAMILL, M., FRENKEL, R. e RAPETTI, M. Macroeconomic Policy in Argentina During 2002-2013. **Comparative Economic Studies**, 2015.

DAVIDSON, P. A Technical Definition of Uncertainty and The Long-Run Non-Neutrality of Money. **Cambridge Journal of Economics**, v. 12, pp. 329-337.

DAVIDSON, P. **John Maynard Keynes**, São Paulo: Actual Editora, 2011.

DE CONTI, B.M., PRATES, D.M. e PLIHON, D. O Sistema Monetário Internacional e seu Caráter Hierarquizado. In CINTRA, M.A.M. e MARTINS, A.R.A. (Org.) **As Transformações do Sistema Monetário Internacional**, Brasília: Ipea, 2013.

DE CONTI, B.M., PRATES, D.M. e PLIHON, D. A Hierarquia Monetária e Suas Implicações para as Taxas de Câmbio e de Juros e a Política Econômica dos Países Periféricos. **Economia e Sociedade**, vol. 23, nº 2 (51), 2014.

DE PAULA, L.F. Dinâmica da Firma Bancária: uma Abordagem Não Convencional. **Revista Brasileira de Economia**, vol. 53, nº 3, 1999.

DE PAULA, L.F. Comportamento dos Bancos, Percepção de Risco e Margem de Segurança no Ciclo Minskiano. **Análise Econômica**, vol. 21, nº 39, 2003.

DE PAULA, L.F. Financiamento, Crescimento Econômico e Funcionalidade do Sistema Financeiro. **Estudos Econômicos**, vol. 43, nº 2, 2013.

DE PAULA, L.F. e ALVES JR. A.J.A, Fragilidade Financeira Externa e os Limites da Política Cambial no Real. **Revista de Economia Política**, vol. 19, nº 1, 1999.

DEQUECH, D. Asset Choice, Liquidity Preference, and Rationality, under Uncertainty. **Journal of Economic Issues**, vol. 34, no. 1, 2000.

DIDIER, T., MORETTI, M. e SCHMUKLER **The Changing Patterns of Financial Integration in Latin America**. Policy Research Working Paper, 7190, World Bank Group, 2015.

DORNBUSCH, R. Capital Controls: an Idea Whose Time is Past. In: Fischer, S. et al **Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?** Essays in International Finance, nº 207, 1998.

DOW, S.C. **Macroeconomic Thought: A Methodological Approach**. Blackwell, Oxford, 1985.

DOW, S.C. International Liquidity Preference and Endogenous Credit Creation. In Deprez, J. e Harvey, J. **Foundations of International Economics: Post Keynesian Perspectives**, Routledge, 1999.

DYMSKI, G. A Keynesian Theory of Bank Behavior. **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 10, nº 4, 1988.

DYMSKI, G. “Economia de bolha” e Crise Financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma Perspectiva Especializada de Minsky. **Economia e Sociedade**, vol. 11, 1998.

EICHENGREEN, B. **A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário e Financeiro Internacional**, Editora 34, 2000.

FAJNZYLBER, F. Industrialização da América Latina: da “Caixa Preta” ao “Conjunto Vazio”. In Bielschowsky, R. (org.) **Cinquenta Anos de Pensamento na Cepal**. Rio de Janeiro: Record, 2000.

FAMA, E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. **The Journal of Finance**, Vol. 25, nº 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eight Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969.

FFRENCH-DAVIS, R. Neoestructuralismo y Macroeconomía para el Desarrollo. **Serie de Documentos de Trabajo**, 391, Facultad Economía y Negocios, Departamento de Economía, Universidad de Chile. Santiago, Septiembre, 2014

FFRENCH-DAVIS, R. e OCAMPO, J.A. The Globalization of Financial Volatility: Challenges for Emerging Economies. In FFRENCH-DAVIS, R. **Financial Crises in “Successful” Emerging Economies**. Cepal, Brooking Institution Press, 2001.

FLOOD, R.P. e GARBER, P. Collapsing Exchange Rate Regimes: some linear examples. **Journal of International Economics**, nº17, 1984

FLOOD, R.P. e MARION, N. Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature. **NBER Working Papers Series**. Working Paper nº 6380, 1998.

FONTANA, G. Keynesian uncertainty and money. In Arestis, P. & Sawyer, M. (Eds.) **A Handbook of Alternative Monetary Economics**, Cheltenham – UK /Northampton – USA: Edward Elgar, 2006.

FREITAS, M.C.P. **Internacionalização do Sistema Bancário: os Casos do Brasil, México e Coréia**. Artigo aceito no III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira, 11 a 13 de agosto, 2010.

FRENKEL, R. Lições de uma Análise Comparativa das Crises Financeiras. In Cintra, M.A.M. e Martins, A.R.A. **As Transformações no Sistema Monetário Internacional**. IPEA, Brasília, 2013.

FRENKEL, R. e RAPETTI, M. **A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America**. Working Paper 2010-01, University of Massachusetts Amherst, Department of Economics, 2010.

FRIEDMAN, M. The Case for Flexible Exchange Rate. In Friedman, M. **Essays in Positive Economics**. University Chicago Press, 1953

FRIEDMAN, M. The Quantity Theory of Money – A Restatement. **Studies in the Quantity Theory of Money**. University Chicago Press, 1956.

FRIEDMAN, M. The Role of Monetary Policy. **The American Economic Review**, Volume LVIII, nº 1, 1968.

FURTADO, C. **Teoria e Política do Desenvolvimento Econômico**. São Paulo: Abril Cultural, 1983.

FURTADO, C. **Formação Econômica do Brasil**. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 32ª edição, 2005.

GOUVÊA, R.R. e LIMA, G.T. Mudança Estrutural e Crescimento sob Restrição Externa na Economia Brasileira: uma Análise Empírica do Período 1962-2006 com Considerações sobre o II PND. **Economia e Sociedade**, n. 1 (47), p. 107-139, 2013.

GUILLÉN, A. Méjico, Ejemplo de las Politicas Anti-Desarrollo del Consenso de Washington. **Estudios Avanzados** 26 (75), 2012.

GUTTMANN, R. Chronic Macro-Economic and Financial Imbalances in the World Economy: a Meta-Economic View. **Revista de Economia Política**, 35 (2), 2015.

HARVEY, J.T. Exchange Rates: Volatility and Misalignment in the Post-Bretton Woods Era. In Deprez, J. e Harvey, J. **Foundations of International Economics: Post Keynesian Perspectives**, Routledge, 1999.

HARVEY, J.T. Teaching Post Keynesian Exchange Rate Theory. **Working Paper n° 06-01**, Texas Christian University, 2006.

HERMANN, J. O Modelo de Liberalização Financeira dos Anos 1990: “restatement” ou auto-crítica? **Nova Economia**, Belo Horizonte, n° 13 (2), pp. 137-172, Julho-Dezembro, 2003.

HERMANN, J. Financial Constraints on Economic Development: Theory and Policy for Developing Countries. **Cepal Review**, n. 114, December, 2014.

HOOVER, K.P. **The New Classical Macroeconomics: A Sceptical Inquiry**, Blackwell, Oxford, 1988.

IMF Adjusting to Lower Commodity Prices. **World Economic Outlook**, Washington: IMF, 2015a.

IMF Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges: Risks Rotating to Emerging Markets. **Global Financial Stability Report**, Washington: IMF, 2015b.

KESSLER, T. A Quebra do Peso Mexicano: Causas, Consequências e Recuperação. **Revista de Economia Política**, vol. 21, n° 3 (83), 2001.

KEYNES, J.M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**, São Paulo: Atlas (1982), 1936.

KEYNES, J.M., The General Theory of Employment, **The Quarterly Journal of Economics**, February, 1937a.

KEYNES, J.M. Alternatives Theories of the Rate of Interest, **The Economic Journal**, vol. 47, nº 186, pp. 241-252, June, 1937b.

KEYNES, J.M. The “Ex-Ante” Theory of The Rate of Interest, **The Economic Journal**, vol. 47, nº188, pp. 663-669, December, 1937c.

KLAU, M. e FANG, S. The New BIS Effective Exchange Rate Indices. **BIS Quartely Review**, March 2006.

KOSE, M., PRASAD, E., ROGOFF, K. e WEI, S. Financial Globalization: A Reappraisal. **NBER Working Papers Series**. Working Paper nº 12484, 2006.

KREGEL, J. A. Economic Methodology in the Face of Uncertainty: The Modelling Methods of Keynes and the Post-Keynesians, **The Economic Journal**, Vol. 86, No. 342, pp. 209-225, 1976.

KREGEL, J. A. Margins of Safety and Weight of the Argument in Generating Financial Instability. **Journal of Economic Issues**, vol. XXXI, nº 2, 1997.

KREGEL. J.A. **Yes, “It” Did Happen Again – A Minsky Crisis Happened in Asia**. Working Paper nº 234. Presented at the Eighth Annual Hyman P. Minsky Conference on Financial Structure, April 23-24, 1998.

KREGEL, J.A. Riscos e Implicações da Globalização Financeira para a Autonomia de Políticas Nacionais. Ferrari Filho, F., Paula, L.F. **Globalização Financeira – Ensaios de Macroeconomia Aberta**, Editora Vozes, Petrópolis, 2004.

KREGEL, J. A. Keynes’s Influence on Modern Economics: Some Overlooked Contributions of Keynes’s Theory of Finance and Economic Policy. **Theories of Money and Banking**, Volume 1, Cheltenham-UK/Northampton, MA-USA : Edward Elgar, 2012.

KRUGMAN, P. A Model of Balance-of-Payment Crises. **Journal of Money, Credit and Banking**, vol. 11, n° 3, 1979.

KRUGMAN, P. **What Happened to Asia?** mimeo, MIT, January, 1998.

KRUGMAN, P. **Crises: The Price of Globalization**. In: 2000 Symposium on Global Economic Integration, Federal Reserve of Kansas City, 2000.

KYDLAND, F. E. e PRESCOTT, E. C. Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. **Journal of Political Economy**, University of Chicago Press, vol. 85(3), pages 473-91, June, 1977.

JAYME JR, F.G. e CROCCO, M. Vulnerabilidade Externa e Saldos Comerciais no Brasil. Sicsu, J., Paula, L.F.R. e Michel, R. **Novo-Desenvolvimentismo – Um projeto nacional de crescimento com equidade social**, Editora Manole, 2005.

LAWSON, T. Probability and Uncertainty in Economic Analysis. **Journal of Post Keynesian Economics**, Vol. XI, n°1, 1988.

LOPES, M.L.M., MOLLO, M.L.R. e COLBANO, F. Metas de Inflação, Regra de Taylor e Neutralidade da Moeda: uma Crítica Pós-Keynesiana. **Revista de Economia Política**, vol. 32, n° 2 (127), 2012.

LUCAS, R.E. Asset Prices in an Exchange Economy. **Econometrica**, Vol. 46, n° 6, 1978.

LUCAS, R.E. e SARGENT, T.J. After Keynesian Macroeconomics. **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Spring, 1979.

MANKIW, N.G. A Quick Refresher Course on Macroeconomics. **NBER Working Papers Series**. Working Paper n° 3256, 1990.

MANKIW, N.G., ROMER, D. e WEIL, D.N. A Contribution to the Empirics of Growth. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 107, No. 2, 1992

MCKINNON R.I. **Money and Capital in Economic Development**, The Brookings Institution, Washington, 1973.

MCMILLAN, M. e RODRIK, D. Globalization, Structural Change and Productivity Growth. **NBER Working Paper Series**, n. 17143, 2011.

MEDEIROS, C.A. Globalização e a Inserção Internacional Diferenciada da Ásia e América Latina. Tavares, M.C. e Fiori, J.L. (org.) **Poder e Dinheiro**. Ed. Vozes, Petrópolis, 1997.

MEDEIROS, C.A. Recursos Naturais, Nacionalismo e Estratégias de Desenvolvimento. **OIKOS**, v. 12, nº 2, 2013.

MINSKY, H. P. **John Maynard Keynes**, Editora da Unicamp, 1975.

MINSKY, H.P. Financial Interrelations, the Balance of Payment and the Dollar Crisis. In Aronson, J.D. **Debt and the Less Developed Countries**. Westview Press/Boulder, Colorado, 1979.

MINSKY, H.P. **Conflict and Interdependence in a Multipolar World**. Paper Prepared for a Conference on Adjusting to Shocks – A North-South Perspective, Milan, Italy, November 21-24, 1984.

MINSKY, H.P. **Stabilizing an Unstable Economy**. Yale University Press, 1986.

MINSKY, H.P. The Capital Development of the Economy and The Structure of Financial Institutions, Working Paper nº 72, **The Jerome Levy Economics Institute of Bard College**, January, 1992.

MISSIO, F., JAYME JR., F. e OREIRO, J.L. The Structuralist Tradition in Economics: Methodological and Macroeconomics Aspects. **Revista de Economia Política**, vol. 35, n. 2 (139), abril-junho, 2015.

MOLLO, M.L.R., Instabilidade do Capitalismo, Incerteza e Papel das Autoridades Monetárias: uma Leitura de Minsky, **Revista de Economia Política**, Vol. 8, nº 1, Janeiro-Março, 1988.

MOLLO, M.L.R. Por uma Dinâmica Monetária e Financeira Menos Excludente, Sicsu, J., De Paula, L.F.R. e Michel, R. **Novo-Desenvolvimentismo – Um projeto nacional de crescimento com equidade social**, Editora Manole, 2005.

MOLLO, M.L.R. Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a Questão da Neutralidade da Moeda. **Revista de Economia Política**, vol. 24, nº 3(95), julho-setembro, 2004.

MOLLO, M.L.R., SILVA, M.L.F. E TORRANCE, T. Money and Exchange Rate Theoretical Controversies. **Revista de Economia Contemporânea**, vol. 5, nº 1, janeiro-junho, 2001.

MORENO-BRID, J.C. Desarrollo y Macroeconomía: Reflexiones a Partir del Caso Mexicano. In Bárcena, A. e Prado, A. **Neostructuralismo y Corrientes Heterodoxas em América Latina y el Caribe a Inicios del Siglo XXI**. Cepal, Santiago, 2015.

MORENO-BRID, J.C. e PAUNOVIC, I. Crisis Financiera Internacional y sus Efectos en la Economía Mexicana. **Economía: Teoría y Práctica**. Nueva Época, Número Especial, vol. 1, 2009.

OCAMPO, J.A. International Asymmetries and the Design of the International Financial System. **Serie Temas de Coyuntura n. 15**. Santiago: Cepal, 2001.

PAGANO, M. Financial Markets and Growth – An Overview. **European Economic Review**, 37, pp. 613 – 622, 1993.

PLIHON, D. A Ascensão das Finanças Especulativas. **Economia e Sociedade**, vol. 5, 1995.

POLLIN, R. Two Theories of Money Supply Endogeneity: Some Empirical Evidence. **Journal of Post Keynesian Economics**, vol. 13, nº 3, 1991.

PRATES, D.M. **Crise Financeira nos Países “Emergentes”:** uma Interpretação **Heterodoxa**. Tese de Doutorado, Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, 2002.

PRATES, D.M., CAGNIN, R.F., FREITAS, M.C.P. e NOVAIS, L.F. Balanço do Regime de Política Macroeconômica do Governo Dilma. In Novais, F., Cagnim, R.F. e Biasoto Junior, G. **A Economia Brasileira no Contexto de Crise Global**. FUNDAP, São Paulo, 2014.

PRATES, D.M., CUNHA, A.M. e LÉLIS, M.T.C. O Brasil e a Crise Financeira Global: Avaliando os Canais de Transmissão nas Contas Externas. **Revista de Economia Contemporânea**, vol. 15, nº 1, janeiro a abril, 2011.

PREBISCH, R. O Desenvolvimento Econômico da América Latina e Alguns de Seus Problemas Principais. In Bielschowsky, R. (org.) **Cinquenta Anos de Pensamento na Cepal**. Rio de Janeiro: Record, 2000a.

PREBISCH, R. Problemas Teóricos e Práticos do Crescimento Econômico. In Bielschowsky, R. (org.) **Cinquenta Anos de Pensamento na Cepal**. Rio de Janeiro: Record, 2000b.

RANGVID, J. Second Generation Models of Currency Crises. **Journal of Economic Surveys**, Vol. 15, No. 5, 2001.

RAMOS, R.A. **The Fragility of Exchange Rates in Emerging Countries in the 2000s: a Minskyan Analysis**. Artigo apresentado no VIII Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, 2015.

RESENDE, M.F.C. O Circuito *Finance*-Investimento-Poupança em Economias Abertas. **Revista de Economia Política**, vol. 28, nº 1 (109), 2007.

RESENDE, M.F.C. e AMADO, A.M., Liquidez Internacional e Ciclo Reflexo: Algumas Observações para a América Latina. **Revista de Economia Política**, vol. 27, nº 1 (105), janeiro-março, 2007.

RODRIGUEZ, O. **O Estruturalismo Latino-Americano**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2009.

SACHS J., TORNELL, A. e VELASCO, A. The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold? **NBER Working Papers Series**. Working Paper nº 5563, 1996.

SÁNCHEZ, M. **Is Mexico Different From Other Emerging Economies?** BIS Central Bankers' Speech, April, 2009.

SCHNEIDER, M. e TORNELL, A. Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises. **NBER Working Papers Series**. Working Paper nº 8060, 2000.

SHAW, E.S. **Financial Deepening in Economic Development**, Oxford University, New York, 1973.

SNOWDON, B. e VANE, H.R. **Modern Macroeconomics - Its Origins, Development and Current State**. Ed. Edgar Elgar, 2005.

SOLOW, R.M. A Contribution to the Theory of Economic Growth. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 70, n. 1, pp. 65-94, 1956.

SOUZA, F.E.P. Sem Medo de Flutuar? O Regime Cambial Brasileiro Pós-1998. **Estudos Econômicos**, vol. 35, n° 3, p. 519-545, Julho-Setembro, 1999.

SOUZA, F.E.P. e CARVALHO, F.J.C. Exchange Rate Regulation, The Behavior of Exchange Rates, and Macroeconomic Stability in Brazil. **Revista de Economia Política**, vol. 31, n° 4 (124), outubro-dezembro, 2011.

STIGLITZ, J.E. Alternative Approaches to Macroeconomics: Methodological Issues and The New Keynesian Economics. **NBER Working Papers Series**. Working Paper n° 3580, 1991.

STIGLITZ, J.E. Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability. **World Development**, Vol. 28, n° 6, 2000.

STUDART, R. **Investment Finance, Saving and Funding and Financial Systems in Economic Development: Theory and Lessons from Brazil**. Thesis submitted for the degree of Doctor of Philosophy. University College London, Department of Economics, December, 1992.

STUDART, R. O Sistema Financeiro e o Financiamento do Crescimento: uma Alternativa Pós-Keynesiana à Visão Convencional. **Revista de Economia Política**, vol. 13, n. 1 (49), 1993.

STUDART, R., **Integrating Uneven Partners: the Destabilizing Effects of Financial Liberalization and Internationalization of Latin American Economies**. In Encontro Nacional da Anpec, 2001.

TAVARES, M.C. **Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro**. 5ª edição. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1976.

TAVARES, M.C. **Acumulação de Capital e Industrialização no Brasil**. 3ª edição. Campinas: Editora da Unicamp, 1998.

TORRES FILHO, E. T. A Crise do Sistema Globalizado Contemporâneo. **Revista de Economia Política**, 34 (3), 2014.

UNCTAD, **Trade and Development Report**. United Nations, New York and Geneva, 2002.

VERA, C. e PÉREZ-CALDENTEY, E. El Financiamiento para el Desarrollo em América Latina y el Caribe. **Serie Financiamiento para el Desarrollo**, nº 257, Cepal, 2015.

VERA, C. e TITELMAN, D. El Sistema Financiero em América Latina y el Caribe – Una Caracterización. **Serie Financiamiento para el Desarrollo**, nº 248, Cepal, 2013.

VERCELLI, A. Minsky, Keynes and the Structural Instability of a Sophisticated Monetary Economy. **Discussion Paper nº 248**, University of Siena, 1999.

VERCELLI, A. Structural Financial Instability and Cyclical Fluctuations. **Structural Change and Economic Dynamics**, nº 11, 2000.

ZYSMAN, J. **Governments, Markets and Growth – Financial Systems and the Politics of Industrial Change**, Cornell University Press, 1983.