

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**VINICIUS BORBA DA COSTA**

**LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA E SUA TRAJETÓRIA INSTITUCIONAL:  
UMA ANÁLISE PÓS-KEYNESIANA INSTITUCIONALISTA**

**PORTO ALEGRE**

**2020**

**VINICIUS BORBA DA COSTA**

**LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA E SUA TRAJETÓRIA INSTITUCIONAL:  
UMA ANÁLISE PÓS-KEYNESIANA INSTITUCIONALISTA**

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas, da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Economia, ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Orientador: Prof. Dr. Octávio Augusto Camargo Conceição.

**PORTO ALEGRE**

**2020**

#### CIP - Catalogação na Publicação

Costa, Vinicius Borba da  
Liberalização financeira externa e sua trajetória  
institucional : uma análise pós-keynesiana  
institucionalista / Vinicius Borba da Costa. -- 2020.  
114 f.  
Orientador: Octávio Augusto Camargo Conceição.

Tese (Doutorado) -- Universidade Federal do Rio  
Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas,  
Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre,  
BR-RS, 2020.

1. Liberalização financeira externa. 2. Controles  
de capitais. 3. Fluxos de capitais. I. Conceição,  
Octávio Augusto Camargo, orient. II. Título.

**VINICIUS BORBA DA COSTA**

**LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA E A NOVA VISÃO FMI: UMA ANÁLISE  
PÓS-KEYNESIANA INSTITUCIONALISTA**

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia, da Faculdade de Ciências Econômicas, da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Economia, ênfase em Economia do Desenvolvimento.

Aprovada em: Porto Alegre, 10 de setembro de 2020.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Octávio Augusto Camargo Conceição – Orientador  
UFRGS

---

Profª. Dra. Eliane Cristina de Araújo Sbardellati  
UEM

---

Prof. Dr. Fernando Ferrari Filho  
UFRGS

---

Prof. Dr. Luiz Augusto Estrella Faria  
UFRGS

À Rafaela e Alice, pelo apoio e razão.

## AGRADECIMENTOS

Só quem já viveu esse processo de formação, desde a graduação até o doutorado sabe como isso pode ser complexo, demorado e exaustivo. O desenvolvimento desta tese teve todas essas características e dentre todas as pessoas que participaram deste caminho uma delas teve um papel central. Rafaela, meu amor, sem você provavelmente esse trabalho não existiria. Você foi minha base, meu apoio. Foi quem permitiu que isso tudo acontecesse. Foi você que acreditou em mim quando nem eu acreditava. Mas a você eu não devo agradecer só por essa tese e sim por estar na minha vida. Por ter me ensinado o que é o amor e recentemente, por ter me ensinado que ele pode ser ainda maior. Obrigado gerar comigo essa família linda que somos.

Com a mesma grandeza, quero agradecer à minha amada filha. Quem me dá razão de viver e de buscar evoluir sempre. Alice, você é a melhor coisa que aconteceu na minha vida.

Um agradecimento especial à minha família que esteve sempre ao meu lado. Ao Meu Pai, Cesar que sempre foi um modelo de sinceridade, de bondade e de paixão por ensinar. À minha mãe Veronica, guerreira, carinhosa e que emana amor em todas as suas ações. Também às minhas irmãs Priscila e Beatriz, que sempre foram amigas e companheiras. Amo todos vocês.

Agradeço também aos orientadores que tive nesse caminho. Ao professor Conceição que me mostrou a economia institucional que me permitiu um novo olhar sobre os assuntos econômicos e que me ajudou muito no desenvolvimento deste trabalho. Mas agradeço também a Professora Eliane Araújo, que me orientou desde o início das pesquisas acadêmicas e depois na monografia e na dissertação de mestrado. Ambos foram muito importantes para minha formação. Aproveito também para agradecer à banca, Professora Eliane Araújo, Professor Luis Estrella Faria e Professor Fernando Ferrari Filho, que contribuíram muito com sugestões e correções.

Também quero agradecer aos diversos amigos que me acompanharam em todos esses anos. Em especial, agradeço o Stephano, padinho e companheiro de sempre, a Érica e ao Leandro sempre foram muito especiais em nossa vida em Porto Alegre, a Luma, uma irmã que conheci depois de muitos anos separados a quem tenho profunda amizade e admiração, dentre diversos outros que estiveram sempre na minha vida.

E finalmente agradeço a Deus, que me deu a vida, as condições para que eu sempre caminhasse para frente e que colocou todas as pessoas acima citadas em meu caminho.

## RESUMO

A liberalização financeira externa foi tida durante décadas como um objetivo a ser alcançado não só pelos países desenvolvidos, mas também para os países emergentes. No entanto, dadas as características do sistema monetário internacional, principalmente após o abandono do acordo de Bretton Woods, a busca por esse objetivo levou à diversas crises especulativas além do aumento do contágio às crises financeiras. Esses acontecimentos fizeram com que países emergentes e organismos internacionais repensassem sua trajetória de integração financeira. Essa tese analisa a trajetória institucional da liberalização financeira externa, tanto pelo Fundo Monetário Internacional, quanto pelos agentes envolvidos, através da abordagem institucional de *reconstitutive downward causation* associada à teoria pós-keynesiana. Conclui-se que o seu desenvolvimento foi bidirecional, entre as instituições e os agentes econômicos. Os agentes, através de suas crenças e hábitos, constituíram um Sistema Monetário Internacional instável, mas também, a ocorrência de crises e instabilidades geraram coalizões de países emergentes que resultaram na mudança de visão do FMI sobre o uso de restrições à movimentação dos fluxos internacionais. Além disso, realiza-se um exercício empírico, com dados em painel, que observa a relação negativa entre a estabilidade cambial, um dos objetivos dos países que impõem controles de capitais, e os índices de liberalização financeira, corroborando com a defesa pelo uso de restrições à livre movimentação de recursos, principalmente especulativos.

**Palavras-chave:** Liberalização financeira externa. Controles de capitais. Fluxos de capitais.

## **ABSTRACT**

External financial liberalization has been seen for decades as an objective to be achieved not only by developed countries, but also for emerging countries. However, given the characteristics of the international monetary system, especially after the abandonment of Bretton Woods agreement, this objective pursuit led to several speculative crises in addition to the increased contagion to financial crises. These events caused emerging countries and international organizations to rethink their trajectory of financial integration. This thesis analyzes the institutional trajectory of external financial liberalization, both by the International Monetary Fund and by the agents involved, through the institutional approach of reconstitutive downward causation associated with the post-Keynesian theory. It is concluded that its development was bidirectional, between institutions and economic agents. The agents, through their beliefs and habits, constituted an unstable International Monetary System, but also, the occurrence of crises and instabilities generated coalitions of emerging countries that resulted in the IMF changing its view on the use of restrictions on the movement of international flows. In addition, an empirical exercise is carried out, using panel data, to analyze the relationship between exchange rate stability, one of the objectives of countries that impose capital controls, and financial liberalization indexes, corroborating the defense by the use of restrictions on the free movement of resources, mainly speculative.

**Keywords:** External financial liberalization. Capital controls. Capital flows.



## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AREAER	Annual Report In Exchange Arrangements and Exchange Restrictions
AoA	Articles of Agreement
BPD	Balance of Payments Dominance
BRICS	Brasil, Russia, Índia, China e África do Sul
BW	Bretton Woods
CC5	Carta Circular n° 5
CDS	Credit Default Swaps
CFG	Crise Financeira GLobal
CFM	Capital Flow Management
CK	Controles de Capitais
DSGE	Dynamic Stochastic General Equilibrium
EUA	Estados Unidos da América
FED	Federal Reserve
FMI	Fundo Monetário Internacional
HIF	Hipótese de Instabilidade Financeira
IED	Investimento Estrangeiro Direto
IIP	International Investments Position
ISD	Integrated Surveillance Decision
LFE	Liberalização Financeira Externa
PIB	Produto Interno Bruto
PKI	Post-Keynesian Institutionalism
PSI	Programa de Substituição de Importações
RDC	Reconstitutive Downward Causation
SMI	Sistema Monetário Internacional
LSDV	Least Squares dummy Variable model

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	10
<b>2</b>	<b>LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA, O SISTEMA FINANCEIRO E AS INSTITUIÇÕES</b> .....	13
2.1	ECONOMIA INSTITUCIONAL.....	14
2.2	ECONOMIA INSTITUCIONAL, MINKSY E A HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA .....	23
2.3	LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA NO DEBATE TEÓRICO.....	30
<b>2.3.1</b>	<b>Os argumentos da liberalização financeira externa: produtividade marginal do capital e crescimento econômico</b> .....	31
<b>2.3.2</b>	<b>Liberalização financeira, instabilidades e a perda de autonomia econômica: os argumentos heterodoxos</b> .....	35
<b>2.3.3</b>	<b>A Nova Economia dos Controles de Capitais: o mainstream e o caminho ao consenso</b> .....	40
<b>2.3.4</b>	<b>Debates empíricos</b> .....	42
<b>3</b>	<b>A EVOLUÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL E O USO DE CONTROLE DE CAPITAIS</b> .....	47
3.1	O PADRÃO-OURO.....	47
3.2	BRETTON WOODS E A CRIAÇÃO DO FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL .....	52
3.3	O NOVO NÃO-SISTEMA FINANCEIRO MUNDIAL E AS FINANÇAS GLOBALIZADAS .....	59
<b>3.3.1</b>	<b>Integração Financeira Global e as Crises Especulativas nos Países Emergentes</b> ....	64
<b>3.3.2</b>	<b>Crise Econômica Global e a Emergência Política dos BRICS</b> .....	70
3.4	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	74
<b>4</b>	<b>A NOVA VISÃO DO FMI E A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA COMO INSTITUIÇÃO</b> .....	76
4.1	A NOVA VISÃO INSTITUCIONAL DO FMI SOBRE A CONTA CAPITAL .....	78

4.2	ANÁLISE INSTITUCIONAL DA LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA E DA NOVA VISÃO DO FMI .....	83
<b>5</b>	<b>LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA E ESTABILIDADE CAMBIAL: UMA ANÁLISE EMPÍRICA DE DADOS EM PAINEL .....</b>	<b>95</b>
5.1	METODOLOGIA .....	96
5.2	VARIÁVEIS DO MODELO.....	98
5.3	ESPECIFICAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS .....	100
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>108</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O Sistema Monetário Internacional é uma instituição formada através da relação entre os agentes e o ambiente econômico global através do tempo, desde os princípios da sociedade capitalista. A partir do século XVIII, ocorreram diversas alterações e reformas que cumulativamente formaram o que hoje está estabelecido.

O século se inicia com as características do padrão-ouro que, quando esgotado, deu espaço aos acordos e normas estabelecidos em Bretton Woods. Após o colapso desse, o SMI passou a ser caracterizado por um sistema sem normas e regras estabelecidas, onde o dólar, moeda-chave, é “flexível, financeiro e fiduciário” (PRATES, 2002). A dinâmica estabelecida nas últimas décadas demonstra uma lógica predominantemente financeira dos agentes econômicos em detrimento da lógica produtiva.

A fim de concretizar essa nova dinâmica e os objetivos de valorização patrimonial, fez-se necessário abrir os mercados financeiros, expandir as possibilidades de investimento. Assim, através dos esforços dos mercados financeiros, bem como de organismos internacionais, o Sistema Monetário Internacional (SMI) passou a incorporar uma busca pela liberalização financeira externa que integrasse os recursos e capitais de todo o mundo e que permitisse a diversificação e a busca por maiores rendimentos tanto em países desenvolvidos quanto em emergentes.

Esse processo de integração financeira mundial ganhou respaldo acadêmico quando a teoria neoclássica (dominante) passou a recomenda-la como instrumento para garantir crescimento econômico, transferência de tecnologia, regulação via mercado de políticas públicas, bem como desenvolvimento do sistema financeiro regional. Assim, a maioria dos países não tinha dúvidas na busca incessante pelos recursos internacionais.

O resultado dessa evolução foi observado primeiramente na ocorrência de crises financeiras nos países emergentes que, a partir de situações econômicas não favoráveis, observaram uma reversão súbita dos fluxos de capitais e toda a instabilidade decorrente de sua natureza especulativa.

Esses eventos expuseram um outro lado da livre movimentação de capitais. A instabilidade inerente aos fluxos especulativos obrigou diversas economias em desenvolvimento a abandonar regimes cambiais estabelecidos e estratégias nacionais de desenvolvimento. A autonomia de política econômica foi sequestrada pela imposição de medidas restritivas pró-

cíclicas, exigidas pelo mercado financeiro e pelas recomendações de organismos internacionais como o Fundo Monetário Internacional.

Apesar desses acontecimentos terem demonstrado a característica disruptiva do SMI integrado e financeiro, a perseguição da LFE continuou a ser um dos pontos centrais nas recomendações e discussões de países desenvolvidos e de organismos mundiais. Entre 2002 e 2007 observou-se um novo ciclo de entrada de recursos nos países emergentes, de maior magnitude, alavancagem e com caráter de curto-prazo.

Na ocorrência da crise financeira global, agora com origem nos países desenvolvidos, os fluxos de capitais novamente foram determinantes no contágio dos países emergentes e em desenvolvimento e impuseram mais uma vez a volatilidade desses recursos, resultando na instabilidade cambial e perda de autonomia de política econômica.

No entanto, com uma nova estrutura produtiva e financeira global, alguns países emergentes criaram uma coalisão para debater a situação hierarquizada do SMI e das recomendações sobre a LFE. Esse movimento levou ao desenvolvimento de novas pesquisas e conclusões sobre os benefícios dessa política, bem como atraiu alguns países desenvolvidos na defesa de um sistema mais estável.

Essa evolução teórica, política e institucional ficou evidente na criação de um documento do Fundo Monetário Internacional que apresentava uma nova visão institucional sobre a liberalização e sobre o gerenciamento dos fluxos de capitais, mas também no uso de fato de controles de capitais pelos países emergentes e desenvolvidos. Nesse sentido, o problema imposto por essa tese é: Qual a trajetória institucional da Liberalização Financeira Externa? Mas também, como a nova visão do FMI sobre o gerenciamento dos fluxos de capitais está inserido nessa trajetória?

A importância dessa discussão se apresenta na necessidade de se entender como o Sistema Monetário Internacional evoluiu a ponto de gerar tantas instabilidades aos países emergentes e como, a partir da relação entre os agentes e a estrutura institucional, novas visões e instituições foram estabelecidas. Por isso, o objetivo geral dessa tese é analisar e descrever a trajetória institucional da liberalização financeira externa, seus determinantes, debates e ocorrências.

Para atingir esse objetivo, a tese se baseia em uma abordagem pós-keynesiana institucional. Isso significa estudar a evolução das instituições através da interação dos agentes,

seus hábitos e crenças, de maneira evolutiva e cumulativa, tendo como pano de fundo as características instáveis, disruptivas e voláteis do Sistema Monetário Internacional.

Para isso a tese é dividida em cinco seções, além dessa introdução. A primeira seção se dedica a apresentar a base teórica da Economia institucional e sua metodologia de análise, da relação entre essa e a teoria pós-keynesiana e também do debate sobre a liberalização financeira externa. A seção seguinte faz uma análise histórica do SMI e dos fluxos de capitais para os países emergentes, demonstrando as principais características e acontecimentos de cada período. A terceira seção faz uma análise inédita, a partir da teoria de *reconstitutive downward causation* de Hodgson, da evolução da liberalização financeira externa como instituição e da nova visão do FMI. A seção seguinte expõe uma análise econométrica, com dois modelos de dados em painel, para entender a relação entre a estabilidade cambial e os índices de liberalização financeira externa para os países integrantes do BRICS. A quinta seção tece considerações finais sobre a tese.

## **2 LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA, O SISTEMA FINANCEIRO E AS INSTITUIÇÕES**

A ciência econômica deve ser tratada e estudada considerando suas características complexas e a singularidade de diversas situações, já que, devido a diferentes culturas, hábitos e contextos, o que cabe à um grupo de agentes, pode não ser suficiente para explicar outro. Assim, imaginar que criando pressupostos generalizados pode-se criar políticas e decisões que sejam adequadas a todos os tipos de nações, certamente é um erro. Qualquer contexto ou argumento econômico só pode ser observado em sua totalidade, em sua construção histórica.

Essa tese se propõe a estudar a evolução a liberalização financeira externa como instituição e como isso se reflete na mudança de visão institucional do Fundo Monetário Internacional (FMI), principalmente no que afeta os países emergentes, com foco central na necessidade de restrições à movimentação de recurso transfronteiriços, dado o caráter instável e disruptivo do sistema financeiro internacional.

Para isso, utiliza aspectos da economia institucional, aliados às percepções econômicas da teoria pós-keynesiana, para analisar e observar como os fluxos de capitais retiram a autonomia de política econômica e de que forma as crenças e hábitos a eles relacionados foram determinantes na construção das instituições. Para tanto, é necessário não só observar como as variáveis econômicas se relacionam hoje, mas como o ambiente de transações, fluxos e controles de capitais, foram estabelecidos durante o tempo. Como as instituições hoje vigentes foram formadas e quais disputas e atritos trouxeram a economia financeira internacional como se apresenta na atualidade.

Assim, esse capítulo, dividido em três seções, constrói a base teórica que auxiliará na construção dos argumentos. A primeira delas apresenta a economia institucional, tão importante para a leitura do desenvolvimento da economia e no estabelecimento das instituições. A segunda seção traz as aproximações da economia institucional com a leitura minskyana do sistema financeiro internacional e suas características. A terceira e última seção constrói a base teórica da discussão acerca da liberalização financeira externa (LFE), seus supostos benefícios e consequências.

## 2.1 ECONOMIA INSTITUCIONAL

As relações econômicas do sistema monetário e financeiro internacional, assim como em qualquer outra esfera da economia, são extremamente complexas e devem ser analisadas sob um espectro que entenda não só as condições estáticas e indutivas, como feito pela economia neoclássica, mas todo o contexto, intencionalidade e motivações das ações dos diversos agentes.

A economia institucional, que tem como pensador originário Thorstein Veblen, se concentra em, através de um estudo histórico-indutivo, analisar como as instituições influenciam as decisões econômicas, mas também como são influenciadas por elas. Assim, essa seção se dedica a explicar os principais pontos da economia institucional<sup>1</sup>, na visão de seus principais autores.

A economia para Veblen (1898) deve ser observada necessariamente como um processo contínuo de desenvolvimento, de evolução e mudança, nunca de maneira estática, de equilíbrio. Assim, umas das grandes contribuições de Veblen foi demonstrar que a economia deve ser vista num processo, como uma abordagem evolucionária pós-darwinista, que foque a seleção natural, hereditariedade e continuidade, da luta pela sobrevivência das instituições e das regras de comportamento. Portanto, as instituições e hábitos de pensamento, abordadas nessa seção, devem reger uma abordagem em que não há um início petrificado, assumido, sem história, e sim um contexto dependente do passado (*path dependency*), que carrega consigo diversas relações e transações materializadas por disputas, em uma sequência de causalidade cumulativa, e que também não tem finalização, nunca está acabada e pode deixar de existir se não se adaptar a possíveis mudanças.

Na economia institucional o homem, junto ao seu ambiente, constitui uma relação central. Não é simplesmente um conjunto de desejos e preferências bem definidas, como exposto pela teoria neoclássica, mas uma “estrutura coerente de propensões e hábitos na busca pela realização e expressão em uma atividade em constante mudança<sup>2</sup>” (VEBLEN, 1898, p. 390). O homem não

---

<sup>1</sup> Na literatura, a economia institucional à qual nos referimos, preconizada por Thorstein Veblen, mas que também tem como principais autores John Commons, Wesley Mitchel, por vezes é chamada de Velha Economia Institucional ou Economia Institucional Original, para diferenciar daquela que foi mais aceita pelo mainstream, conhecida como Nova Economia Institucional, a NEI. No entanto, nesta tese, diferenciaremos tratando apenas de Economia Institucional ou Nova Economia Institucional (NEI).

<sup>2</sup> Atividade em constante mudança se refere á uma tradução livre do termo *unfolding activity*, que teria como tradução literal atividade em desdobramento. A escolha pela tradução livre acima descrito é pessoal por entender que reflete melhor o pensamento Vebleniano.



é então um ser passivo em sua história e em seu desenvolvimento, mas agente atuante que através de um processo cumulativo de adaptação e seleção muda constantemente a história econômica, bem como sua própria história.

Isso está estritamente ligado ao conceito de instituição dado por Veblen (2007) caracterizada como sendo a maneira como o ser humano se habitua a lidar com sua comunidade, portanto, as normas sociais compactuadas para a convivência em conjunto. Ainda, de outra maneira, como exposto por Conceição (2002), um conjunto de normas, valores, e regras, formadas e concebidas em um processo de evolução.

Essas instituições são formadas através de um processo seletivo e coercitivo em que o homem, na interação com seu ambiente e aqueles que o compõem, pensa e age, alterando sua forma de ver as coisas ou fortalecendo algo que está estabelecido.

Veblen (1898) ainda reforça que o verdadeiro para o agente ou indivíduo é também verdadeiro para os que os circundam e convivem mutuamente, o que se traduz em uma mudança através dos hábitos de pensamento comunitário e não exclusivo ou individual. Tal como exposto pelo autor:

The activity is itself the substantial fact of the process [...]. They are the product of his hereditary traits and his past experience, cumulatively wrought out under a given body of traditions, conventionalities, and material circumstances [...]. The economic life history of the individual is a cumulative process of adaptation of means to ends that cumulatively change as the process goes on, both the agent and his environment being at any point the outcome of the past process. [...] what is true of the individual in this respect is true of the group in which he lives. All economic change of a change in the economic community, - a change in the community's methods of turning material things to account. The change is Always in the last resort a change in habits of thought. (VEBLEN, 1898, p. 390-391).

Nota-se, portanto, a importância dos hábitos de pensamento da economia institucional. Segundo Hodgson (2009) faz-se necessário não só reconhecer que as instituições podem mudar as preferências dos indivíduos, mas identificar como isso ocorre, o que, segundo o autor, pode ser observado na teoria Vebleniana na formação dos hábitos que, dadas as circunstâncias e restrições, se estabelece, muda e restringe as instituições e suas capacidades, moldando novas percepções e disposições aos indivíduos.

O hábito é, portanto, instrumento pelo qual as instituições são impostas à mente do indivíduo, em que toda a razão, deliberação e cálculo dependem. Esses hábitos são formados por

repetidos pensamentos e comportamentos dentro do contexto social, são determinados por conexões neurais, por vezes automáticas, e que carregam consigo marcas do convívio social.

Importante entender que mesmo reconhecendo que as instituições moldam os hábitos, isso não é suficiente para explicá-los. Hodgson (2009) usa o exemplo da ascensão da linguagem para facilitar o entendimento. A linguagem, para o autor, é uma instituição moldada pela convivência em sociedade, hábitos de comunicação que vão transformando o modo como nos comunicamos a todo momento. No entanto, a criação da linguagem advém de uma necessidade, um instinto, uma urgência de se comunicar tão complexa que precisou de um gatilho inicial instintivo. Assim, as instituições, apesar de moldadas pelo hábito, necessitam de um mecanismo de necessidade, de uma predisposição para que sejam desenvolvidas.

A imitação, ou mesmo o confronto de algum comportamento, espalha o hábito dos agentes. As instituições, como estão em constante evolução, adotam hábitos de comportamento, os tornam ainda mais fortes e ajudam a disseminá-los dentre novos membros de um grupo em uma comunidade. Os comportamentos são dependentes das informações recebidas, mas também de hábitos estabelecidos, que interpretam e criam um plano de ação (HODGSON, 1998).

Hodgson (2009) argumenta que os processos decisórios dependem, portanto, de uma série de informações recebidas, a todo momento, passando por um processo de seleção, priorização, interpretação e entendimento, para seu armazenamento. Esse processo cria uma infinidade de informações que só podem ser úteis, ou acessadas, através de um sistema de referências por conceitos, regras e sinais, podendo somente ser entendido dentro de um contexto social. Assim, a racionalidade é criada a partir de um aparato dado pela combinação de processos conscientes e inconscientes, socialização e educação, de maneira que a racionalidade individual depende de um mecanismo cultural e institucional, bem como do apoio e aceitação daqueles que os rodeiam.

Desta discussão, outra característica marcante da teoria institucional pode ser destacada. As instituições em Veblen (1898) são tanto restritivas e coordenadoras das ações humanas em um processo de constante evolução, quanto são moldadas por essas mesmas ações que são guiadas pelo hábito. Portanto, qualquer escolha do indivíduo não é só determinada pelo contexto em que vive, mas também determina esse ambiente, não sendo o ser humano unicamente passivo nas relações econômicas, mas também determinante.

Há nesse ponto uma discordância fundamental com Marx (2006) que via o ser humano como uma determinação materialista, um ser social, refém de seu contexto, da economia. Assim,

para a economia institucional o ser humano é, em consequência, a evolução social de um envolvimento de agentes individuais, das instituições e das estruturas.

Hodgson (2009) acrescenta que é um erro imaginar que o ser humano é um fantoche de suas condições, sejam elas históricas, sociais ou culturais. O indivíduo não é puramente moldado pelo sistema e sim há uma influência multilateral de tudo que interage na economia. Como no trecho do autor:

The notion that individual tastes and preferences are moulded by circumstances is frequently criticised as a concession to structural or cultural determinism. The mistake is to make the individual a puppet of the social or cultural context. [...] In the writings of Veblen and Commons there is both upward and downward causation; individuals create and change institutions, just as institutions mould and constrain individuals. The old institutionalism is not necessarily confined to the cultural and institutional determinism with which it is sometimes associated. (HODGSON, 2009, p. 3).

Da importante reflexão metodológica e ontológica da formação das instituições, Hodgson (2003) define teoricamente o conceito de *reconstitutive downward causation* (RDC). O autor diferencia tal efeito do método da escola neoclássica em que as preferências são pré-estabelecidas e assim, não há espaço para interação entre a instituição e o indivíduo a não ser de cima pra baixo, ou seja, as preferências e ações do indivíduo determinam as instituições, mas não o contrário. Para Hodgson (2003) essa causação, que reconstitui de baixo pra cima, assim como de cima pra baixo, significa que as instituições podem ser moldadas pelas ações dos indivíduos, mas também podem as moldar. Isso acontece principalmente “*by creating and molding habits. Habits is the crucial and hidden link in the casual chain*” (HODGSON, 2003, p. 171).

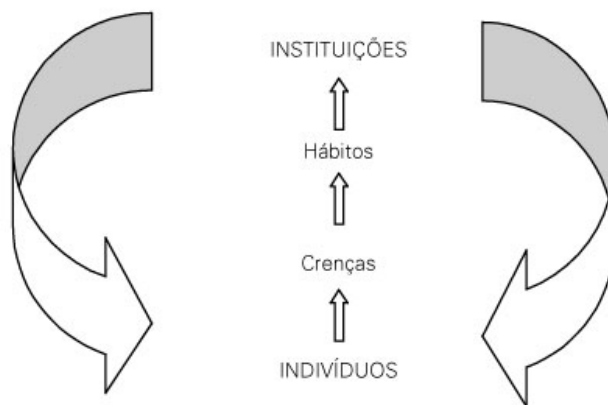
Hodgson (2003) expõe também que diferentes classes hierárquicas no ambiente institucional podem influenciar e serem influenciadas, não só através da coerção ou restrição de comportamento, mas também podem exercer poder através da influência, moldando e determinando aquilo que se deseja. Para ilustrar essa relação, o autor diz que um crime pode ser evitado através das leis coercitivas e punitivas, ou através do aprendizado do agente de que aquela ação não é correta e há outras maneiras legais de se conseguir o dinheiro:

Consider an example. If a criminal desists from crime, simply because he or she fears the risk of apprehension and punishment, then behaviour is being changed through the force of constraint and deterrence. On the other hand, if a prison education programme persuades the criminal that wrongdoing is evil, and that there are better ways of earning a living, then the released criminal will desist from crime, even if the constraints and

penalties are ineffective. The preferences and purposes of the criminal will have been changed through immersion in a culture of learning and self-improvement. New habits of thought would have emerged. (HODGSON, 2003, p. 176).

Para Conceição (2012) esse conceito advém da ontologia evolucionária de Veblen que, como exposto anteriormente, acredita no desenvolvimento das instituições num processo de causação cumulativa. A figura abaixo demonstra a relação entre indivíduos e as instituições através de crenças comuns e hábitos de conduta. A importante diferença do que se observa no *mainstream* é representada pela seta de baixo pra cima, onde as instituições também são capazes de influenciar os agentes, bem como é influenciada.

**Figura 1 - Reconstitutive downward causation**



Fonte: Conceição (2012).

Dugger (1988) vê alguns aspectos básicos no que chama de “Institucionalismo Radical”, de influência Vebleniana, como segue:

- a) processo: o sentido do processo é dado pelo pensamento e ação humana, criticando a ideia de que as necessidades e características da economia podem ser tomadas como dadas;
- b) socialização e racionalidade: a racionalidade pode ser distorcida por mitos que reforçam e mantêm a sociedade estabelecida e quem não conquistou o sucesso pode seguir “ritos autorizados” para ascensão (que mantêm a busca por riqueza mas acaba por sustentar o sistema);

- c) poder e status: onde poder é a habilidade de dirigir a vontade do outro e o status é originado da emulação., do prestígio conferido por outros. Quando se une poder e status há uma autoridade legítima o que sobrepõe as leis de mercado, mostrando que o mesmo não é fenômeno natural mas sim um conjunto de regras e relações sociais;
- d) planejamento econômico: a economia como processo implica a necessidade de planejamento econômico em nível nacional, um rompimento com o status quo do mercado que se opõe a avanços incrementais ou ajustes institucionais.

John Roger Commons é outra importante figura que definiu as bases da economia institucional e o conceito de instituições. Para Commons (1931), a instituição é uma ação coletiva em controle, liberação e expansão das ações individuais. A ação coletiva ao qual o autor engloba desde costumes desorganizados às preocupações muito bem formalizadas, ou seja, considera costumes que não são necessariamente expostos e admitidos pelos indivíduos ou ainda organizados e formalizados na sociedade, mas também aqueles que são extensamente organizados e acordados perante a sociedade, como as famílias, as corporações, os organismos internacionais, as leis e até o próprio estado.

Para Commons (1931), portanto, o controle de ação entre os indivíduos tem sempre duas partes e dois resultados, uma interação de direito e dever, perdas e ganhos, atividade e passividade e que esses resultados criam as proibições, tabus, permissões e regras de convívio que regem as ações do indivíduo através de um manual de conduta para ser aceito no ambiente e socializado no meio em que vive.

O autor expõe brilhantemente esse conceito de instituições através do que chama de “*working rules*”, podendo ser traduzido livremente como regras de bolso, liberação ou controle para as atividades cotidianas ou excepcionais, em que podem se encontrar os indivíduos de uma sociedade organizada. Essas *working rules* são expressas pelos verbos auxiliares da língua inglesa<sup>3</sup>: *Can* ou *Cannot* (poder ou não poder); *Must* ou *Must Not* (obrigatório ou proibido); *May* ou *May not* (permitido ou não).

Apesar de parecer terem um sentido muito semelhante, esses verbos auxiliarem têm, cada qual, sua força na linguagem. Representam na sociedade o que se pode ou não fazer, o que não há opção de fazer ou não ou mesmo o que se permitiria fazer em algumas situações, respectivamente, e estão presentes em nossos hábitos de pensamento diante de qualquer decisão

---

<sup>3</sup> Traduzidos livremente logo após a expressão original entre parênteses.

de comportamento já que, enquanto membros da sociedade, estamos sendo julgados pelos que nos rodeiam a cada momento e que, para fazer parte de um grupo ou ser aceito, alguns limites de comportamento têm que ser respeitados. São então, para Commons (1931, p. 651) indicações de princípios universais de causa, efeito e propósito, comum a todas as ações coletivas, que, por sua vez, são “more than control of individual action, it is [...] a liberation of individual action from coercion, duress, discrimination, or unfair competition by other individuals”.

Commons (1931) adiciona que as ações individuais são, na verdade transações, relações entre indivíduos diferentes sob um contexto institucional, e não um comportamento individual generalizado ou uma simples troca de *commodities*, como exposto pela economia clássica. Enquanto a menor unidade do clássico é a *commodity* (caracterizada pela força de trabalho), para a economia institucional é a atividade – a transação, com seus participantes.

Essas transações podem ser divididas em três diferentes aspectos:

- a) a barganha, negociação entre dois indivíduos que chegam a um acordo, como de preço justo ou injusto, razoável ou não, que cria uma competição e eventualmente estabelece um poder econômico (uma desigualdade ou igualdade na troca);
- b) transação administrativa, como na relação patrão-trabalhador, de ordem e obediência, que também podem ser afetadas pelas *working rules*, que define o que é abuso, o que é razoável ou não, e até onde a obediência tem que se estabelecer;
- c) transação racional, relação entre um indivíduo superior e outro inferior, como uma linha hierárquica, uma relação onde o coletivo superior racionaliza a riqueza e o poder de compra do indivíduo (COMMONS, 1931).

Por toda essa relação do indivíduo com a sociedade e essas regras mentais que devem ser seguidas e respeitadas a todo momento, Commons (1931) observa a importância de se observar a economia como sendo comportamental, diferente de uma ciência física, exata, onde a vontade do indivíduo cristaliza-se em suas ações e transações, onde toda escolha é um ato tridimensional, de performance, de evasão e de tolerância.

Como já observado anteriormente, Commons (1931) expunha que as instituições podem se manifestar em costumes regularizados, organizado e formais. Portanto, o indivíduo, o mercado, e também o Estado, são agentes importantes nas trocas e relações econômicas. No ambiente econômico caracterizado por disputas, o último necessita, segundo a economia institucional, ser um mediador, um regulador, que traga justiça a um sistema conflituoso de

diferentes poderes. O papel do Estado como determinante institucional é extremamente importante na discussão aqui proposta e também é debatido por outros institucionalistas.

Chang (2002) colocava o capitalismo em um espectro de três diferentes dimensões institucionais. Além das instituições informais que, semelhante a ideia de Commons, se guiava através das convenções, o autor citava o mercado, instituição de troca; as firmas, como produtoras; e o Estado, que como instituição política criava e regulava as conexões institucionais, interrelacionando todos os agentes.

O Estado, nesse sentido, regula as instituições existentes, inclusive o mercado, além de poder modificar ou criar outras instituições através de relações políticas. No entanto, a criação das instituições só pode ser entendida em um ambiente complexo de interdependência entre o agente e a própria instituição (uma causação de mão dupla). As instituições não são simplesmente escolhidas por serem mais convenientes ou por trazerem melhores resultados, mas evoluem cumulativamente e passam fazer parte da vida dos agentes conforme são aceitas e incorporadas, mas também moldam a ação dos indivíduos ou dos agentes. Dessa forma, o conceito de Hodgson de *reconstitutive downward causation*, permite analisar como o Estado pode agir para determinar instituições, mas também, as políticas econômicas podem ser moldadas pelas instituições já estabelecidas.

No que diz respeito a metodologia científica da Economia Institucional, há influência e aproximação com a escola Histórica Alemã, defensora do método empírico-indutivo, representado por Gustavo Schmoller na batalha dos métodos, *Methodestreit*<sup>4</sup>. Essa abordagem inclui questões e análises sociais do indivíduo com o seu meio, caracterizado como coletivismo metodológico, que rompe o vácuo ambiental imposto ao indivíduo pela teoria neoclássica e o estuda como agente interativo com seus pares e com a sociedade em que vive, constituindo o *homo sociologicus*, que tem suas ações restringidas pela estrutura social e movidas por uma racionalidade restrita, tradições e valores comuns.

Esses avanços da metodologia influenciaram e se aproximam muito das vertentes heterodoxas da economia deste século, mas principalmente ao método científico da Economia Institucional. (CONCEIÇÃO, 2016)

---

<sup>4</sup> No final do século XIX desencadeou-se a batalha conhecida como *Methodestreit*, a batalha dos métodos. Esse embate metodológico acontecia entre duas correntes econômicas da época, a austríaca e a escola histórica alemã, que discutiam a adequação da análise econômica nas formas abstrato-dedutiva e empírico-indutiva, respectivamente.

Segundo Atkinson e Oleson (1996), a metodologia institucional consiste na extração histórica e na análise, tendo alguns elementos de investigação essenciais para sua caracterização. Entre eles estão:

- a) a investigação deve ser iniciada com uma pergunta e não com um axioma;
- b) o comportamento deve ser analisado e entendido com intencionalidade;
- c) o presente é resultado de um processo histórico e cumulativo;
- d) a estrutura institucional tem que ser compreendida para que possamos entender as decisões resultantes dos agentes nela incorporados;
- e) a história e a análise devem ser realizadas em sua totalidade, ou seja, numa abordagem holística;
- f) evolução é um processo em que alguns fatores críticos tendem a modificar hábitos e costumes.

Essas características estão fortemente presentes nas análises de Veblen (1898) que, negando os pressupostos clássicos do *homo economicus*, maximizador e com racionalidade irrestrita, propõe uma analogia evolutiva pós-darwiniana, para estudar como se formam as instituições e como elas afetam e são afetadas pelo coletivo.

Os estudos desses pensadores originários da economia institucional não incluíam, já que isso ainda não estava em voga, a instabilidade do sistema financeiro internacional e como isso trazia, principalmente para os países emergentes, perda de autonomia de política econômica. No entanto, essa tese entende como primordial a necessidade de estudar essa temática sobre a visão vebleniana. Através do estudo de instituições e hábitos de pensamento, podemos observar que o mercado financeiro internacional tem como característica uma instabilidade inerente, carregada de costumes como comportamento de manada e extremamente dependente das decisões dos agentes que compõe esse mercado, levando à volatilidade dos fluxos de capitais.

Ainda, para melhor entender como essas instituições são estabelecidas no contexto econômico desse século, é importante complementar a análise institucional com a análise pós-keynesiana de Minsky, que traz conceitos fundamentais, como está exposto na próxima seção desse capítulo.



## 2.2 ECONOMIA INSTITUCIONAL, MINKSY E A HIPÓTESE DE INSTABILIDADE FINANCEIRA

A teoria keynesiana também se aproxima muito da teoria empírico-indutiva, porém com algumas contradições e debates acerca da indução ou dedução. Segundo Ferrari Filho e Terra (2016) diversos autores debatem metodologicamente essa questão e alguns deles sugerem que Keynes tinha certa pluralidade metodológica à medida que em duas de suas grandes obras, a *Treatise on Probability* e a *General Theory*, o autor passeia pelos dois "lados" metodológicos, sendo a indução mais presente no primeiro e a dedução mais presente no segundo. Isso permite a Keynes uma facilidade em pensar e criar modelos mais formais e informais, dependendo do objeto a ser estudado, porém sempre com base histórica e no mundo real.

Ferrari Filho e Terra (2016) mostram que os pensadores pós-keynesianos, como Joan Robinson e Davidson, também se preocupavam em aproximar as teorias econômicas do "mundo real", em que a primeira destacava que a teoria não deveria partir da ideologia e nem mesmo de uma tautologia, como a equação da teoria quantitativa da moeda, e o segundo destacava o "real world" como ponto de partida e chegada da teoria keynesiana, dada a existência de incertezas e da constante evolução histórico-institucional. A partir dessas observações, Ferrari Filho e Terra (2016, p. 74) argumentam que o método pós-keynesiano se caracterizava por ser histórico-indutivo, "cuja ideia consiste em capturar, ao longo do tempo histórico, as evidências observáveis a partir das quais se poderá generalizar alguma teoria."

Na teoria keynesiana, o agente tem o objetivo de acumulação de riquezas, mas ao contrário do que a economia clássica acreditava, não tinha informações perfeitas ou probabilidades objetivas na formação de suas expectativas. Segundo o autor, o processo de tomada de decisões em um ambiente incerto se dava a partir de convenções. Apesar disso Keynes (1996) não confere um caráter irracional ao agente já que, na escolha sobre o futuro, o indivíduo sempre escolherá a ação que entende que trará os melhores benefícios, apesar dessa decisão não ser baseada em uma equação matemática sobre o futuro, dada à impossibilidade de formação da mesma.

No ambiente de incerteza, Keynes (1996) analisa a taxa de juros e sua formação. Dessa discussão o autor desenvolve um conceito de extrema importância no contexto do sistema monetário internacional discutido nessa tese, a preferência pela liquidez. Nas palavras do autor a

preferência pela liquidez é “representada por uma escala do volume dos seus recursos medidos em termos monetários ou em unidades de salário, que deseja conservar em forma de moeda em diferentes circunstâncias”. (KEYNES, 1996, p. 174)

Dito de outra forma, a preferência pela liquidez diz respeito à necessidade e demanda por moeda ou meios de pagamentos líquidos, para o pagamento de obrigações de diferentes motivos. Segundo Keynes (1996) os motivos são:

- a) transação: moeda na sua forma líquida para honrar trocas correntes entre pessoas e comércio;
- b) precaução: aquele montante requerido para fazer frente as obrigações não antecipadas ou não calculadas como uma transação corrente e corriqueira;
- c) especulação: a busca por liquidez para aproveitar oportunidades que melhorem seu patrimônio em ativos ou então a venda desses ativos a partir do receio que alguma mudança esperada diminua tal riqueza.

O último se torna ainda mais importante no ambiente incerto já que expectativas futuras que não podem ser calculadas probabilisticamente aumentam ou retraem a demanda por moeda em cada contexto expectacional.

A economia de John Maynard Keynes e o institucionalismo podem ser vistos como "dois trens em linhas paralelas em direção a um mesmo destino (WHALEN, 2012). Ele se refere a duas abordagens facilmente compatíveis na análise econômica. Mesmo Keynes já havia mostrado essa aproximação quando trabalhou junto à de John H. Commons em algumas reflexões sobre formas de estabilizar o capitalismo. O institucionalismo caracteriza-se, portanto, como grande influenciador de Keynes, principalmente dada à importância das convenções, que era como Commons tratava as instituições.

As convenções em Keynes (1996) eram basicamente uma regra de bolso para ação individual, das empresas, que acabam se tornando coletivas. Isso porque em ambiente de incerteza, ou seja, quando não há possibilidade do cálculo correto do resultado das ações, elas se guiam pelo método convencional, pela suposição que uma situação existente continue ou que as expectativas coletivas se concretizem. Ainda, basicamente que as instituições (convenções) se confirmem. Nesse sentido, os agentes terão incentivos para seguir a convenção já que essa sabedoria coletiva levaria a resultados comuns aos agentes. Qualquer agente com resultado incomum, decorrente da ação alternativa à sabedoria convencional exposta pela convenção,

poderia ter sua reputação abalada já que segundo Keynes (1996, p.167) “A sabedoria universal indica ser melhor para a reputação fracassar junto com o mercado do que vencer contra ele.”.

Hyman Minsky é um dos mais notórios seguidores da teoria keynesiana, que revolucionou, a partir de década de 1930 o estudo da economia. A partir da crise financeira de 2008, os escritos de Minsky têm sido frequentemente citados e revisitados para explicar a instabilidade econômica global e como guia para saídas do cenário econômico negativo. Essa busca respostas protagonizada por acadêmicos e jornalistas especializados em economia nas obras de Minsky foi chamado de “momento Minsky”.

Costa (1992) vê como um dos principais pressupostos de Minsky a instabilidade da economia, que gera incerteza entre os agentes e diminui a atividade econômica, especialmente no que se refere aos investimentos de longo prazo. Minsky acreditava que as decisões dos agentes econômicos são compostas em condições de incerteza, o que não pode ser confundido, com um risco possível de ser calculado probabilisticamente, como fazem os autores da síntese neoclássica. O conceito de incerteza tem, portanto, três pilares:

- a) o futuro não é predeterminado pelo passado;
- b) o futuro depende de decisões do presente;
- c) os agentes se defendem, dadas às incertezas.

Para Keynes (1997), a instabilidade está justamente na potencialidade permanente de crises.

De fato, a teoria de Minsky é muito importante para responder as perguntas geradas em momentos de instabilidade, não só como o vivido pela crise financeira global, mas como para todo o período do sistema capitalista. Essas respostas se dão pelo núcleo da teoria minskyana que tem como principal representante, a hipótese de instabilidade financeira, mas também em outros pontos de grande importância na teoria de Minsky, como a necessidade de um governo hábil e eficiente em fazer políticas anti-cíclicas que possam estimular a economia para interromper os ciclos de crise e depressão, o que Minsky (1986) chamava de *Big Government*.

A hipótese de instabilidade financeira de Minsky (1992, p. 2) se baseia nos fundamentos econômicos de Keynes, em que o problema econômico é o “*capital development of the economy*” em detrimento da alocação eficiente dos recursos dados, da economia clássica, e tem como característica inicial a sofisticação e complexidade do sistema financeiro e de seus ativos.

Minsky (1992) faz uma relação entre valor presente e valor futuro dos investimentos, onde o primeiro é o que se investe na produção ou em um ativo e o segundo são os frutos desse investimento. Se o investimento se inicia através de um empréstimo, se configura um débito em que a empresa compromete esses fluxos de receita futura. Baseado no conceito keynesiano em que a relação de transações e investimento não são feitas diretamente entre empreendedores ou agentes finais, mas tem instituições financeiras como intermediários, Minsky (1992) expõe que as transações envolvem expectativa e negociação sobre os valores futuros, o que cria uma ligação do passado, presente e futuro não só através das variáveis reais da economia, mas também com as relações financeiras.

Toda essa estrutura de dívidas – de relações entre os agentes e o mercado financeiro – depende, em última instância, do momento em que a economia vive, em que as estruturas de dívida podem ou não ser validadas. Isso pode ser visto como uma ligação com a economia institucional já que, condições de dívidas podem ser vistas de maneiras diferentes dependendo do ambiente institucional e da conjuntura econômica. As dívidas podem ser aceitas e mais bem vistas em um cenário positivo do que negativo. A hipótese da instabilidade Financeira de Minsky (1992) especifica bem essa relação de validação. Nas palavras do autor:

In the modern world, analyses of financial relations and their implications for system behavior cannot be restricted to the liability structure of businesses and the cash flow they entail. Households (by the way of their ability to borrow on credit cards for big ticket consumer goods such as automobiles, house purchases, and to carry financial assets) governments (with their large floating and funded debts), and international units (as result of the internationalization of finance) have liability structures which the current performance of the economy either validates or invalidates.[...] The financial hypothesis, therefore, is a theory of the impact of debt on system behavior and also incorporates the manner in which debt is validated. (MINSKY, 1992, p. 4-5)

Dentro dessa perspectiva, Minsky (1992) apresenta três distintas situações, ou estruturas de financiamento, chamadas pelo autor de *financing units*. A primeira delas é a *hedge*, onde as empresas têm margens de segurança maiores que permitem com que todas as obrigações, as parcelas de dívidas e empréstimos tomadas para produção sejam pagas com o fruto das mesmas, ou seja, com os fluxos de receitas periódicas, não tornando necessário novas dívidas. A segunda é chamada de especulativa, na qual as obrigações ainda são pagas, mesmo que sem amortizar o principal da dívida, com seus fluxos de receitas. Assim, ao final do período especificado para o pagamento do no montante financiado, a unidade precisa “rolar”, prorrogar a dívida novamente e,

portanto, comprometer os fluxos de receita futuro. A última, e mais alavancada unidade de financiamento, é conhecida como Ponzi (em referência ao esquema de pirâmide financeira de Charles Ponzi), e é caracterizada por não amortizar a dívida ou nem mesmo conseguir pagar os juros periódicos com os fluxos de receitas do período. Assim, no regime ponzi, as unidades são obrigadas à escolher entre se desfazer de ativos ou então contrair nova dívida para pagar as obrigações, reduzindo consideravelmente as margens de segurança de seus débitos.

A hipótese de instabilidade financeira tem dois teoremas. O primeiro reza que o sistema tem regimes de financiamento no qual a economia está estável e regimes em que a economia está instável. O segundo diz que a medida que a economia permanece próspera por certo período, a economia tende a alterar a configuração de regimes estáveis para regimes instáveis (MINKSY, 1992).

Esse mecanismo de transmissão de uma economia estável para instável através da migração de regimes financeiros acontece, basicamente, por expectativas positivas que levam a maior alavancagem. Movimentos de instabilidade aumentam a confiança dos consumidores e investidores, que passam a dispensar a liquidez para almejar maiores taxas de rentabilidade, elevando a demanda por ativos e conseqüentemente seus preços. A elevação dos preços dos ativos aumenta automaticamente o patrimônio e a rentabilidade de seus possuidores, assim como as margens de segurança dos mesmos. Tudo isso gera um mercado onde, aqueles que se alavancaram, ou ao menos reduziram sua liquidez para aproveitar o bom momento, exacerbem mais rentabilidade do que os que mantiveram suas posições, demonstrando comparativamente maior capacidade ou *expertise* financeira, que deve ser replicada por todos os agentes, gerando uma alavancagem generalizada na economia (RAFFERTY, 2017).

Com um cenário extremamente alavancado, um evento exógeno de pequena magnitude pode reverter as expectativas e a confiança dos agentes, gerando crises sem proporções até então conhecidas, como foram as crises econômicas de 1929 e 2008.

Preços de ativos caem e os investimentos passam a não ser suficientes para pagar as contas e obrigações, gerando novas ondas de preferência por liquidez, derrubando os preços e aprofundando a recessão. Assim, na hipótese de instabilidade financeira (HIF) de Minsky, apesar de uma fagulha exógena iniciar uma crise, o evento só toma grandes proporções dada ao mecanismo de alavancagem gerado pelo mercado financeiro e sua busca por maior rentabilidade, ou seja, de maneira endógena.

Minsky (1989) ainda se aproxima muito da economia institucional quando expõe o conceito do que chama de *Money Manager Capitalism*. Para o autor, a estrutura financeira, principalmente a partir de Bretton Woods, se caracteriza por um ambiente baseado nas decisões de fundos de investimento que, através de movimentações alavancadas de recursos, definem os preços importantes na economia, como por exemplo a taxa de câmbio dos países inseridos no contexto econômico financeiro global. Esses fundos, que reúnem recursos de diversas parcelas da sociedade, estão concentrados nas mãos dos administradores ou gerentes dos fundos mútuos de investimento, dos quais dependem os ganhos dos investidores.

Para Minsky (1989), esses fundos deram origem a uma nova relação de disputa de poder na economia, que mudou o comportamento dentro do capitalismo. Minsky claramente se refere ao novo estabelecimento do mercado financeiro que, cumulativamente em um processo histórico, estabeleceu instituições para que houvesse um ambiente favorável aos lucros, valorização e engrandecimento da riqueza e acumulação.

Essa condição evolutiva e baseada em comportamento da estrutura do mercado financeiro deixa clara a aproximação entre a economia institucional e a teoria de Minsky, duas vertentes heterodoxas, que levaram ao desenvolvimento de um novo campo de análise conhecido como Pós-keynesiano institucional. Essa nova linha de pensamento une dois grupos distintos que veem fazendo perguntas e reflexões corretas sobre a economia. Whalen (2012) define alguns pontos essenciais da análise da Post-Keynesian Institutionalism (PKI):

- a) a PKI se baseia na ideia do institucionalismo de que a economia é o estudo do mundo real e de processo que ocorrem na sociedade. Admite que deve-se tomar suposições e ideias mais realistas, mesmo que isso não permita criar um modelo formal e de equilíbrio. Ainda, vê o indivíduo socialmente construído em um mundo incerto, ou seja, mesmo que tomando decisões individualmente, elas são influenciadas por instituições sociais;
- b) PKI reconhece as mudanças contínuas como uma realidade inescapável do capitalismo: a abordagem pós-keynesiana institucionalista assume que, mesmo que alguns preços tenham alguma tendência rumo ao equilíbrio, a dinâmica do mercado envolve uma causalidade cumulativa e histerese, que dificultará o caminho;
- c) PKI começa no paradigma de Wall Street: esse paradigma, explorado principalmente por Minsky, mostra que o capitalismo atual é impulsionado por ganhos de capital,

onde os agentes constantemente decidem onde devem investir seus ativos financeiros, "o resultado é um mundo dinâmico e digital de passivos financeiros [...] , dependente das expectativas feita em um plano de fundo de futuro incerto e passado irreversível" (WHALEN, 2012, p. 10);

- d) PKI aborda a macroeconomia de uma perspectiva de ciclos: O PKI transcende a ideia de que a economia é feita de ciclos de alta e de baixa. A abordagem se aproxima de Minsky quando diz que a geração endógena dos ciclos é uma característica básica do capitalismo contemporâneo, mas que cada ciclo possui uma explicação. Segundo Whalen (2012), esse pensamento é compartilhado por autores institucionais como Mitchell, que expõe que cada novo ciclo possui sua idiossincrasia. O objetivo do PKI nesse sentido é, portanto, identificar porque cada estado do ciclo é transitório, como são ultrapassados e o que poderia se fazer (se algo puder ser feito) para reduzir períodos negativos e prolongar os de prosperidade;
- e) PKI incorpora a Hipótese de instabilidade financeira de Minsky: Ao contrário da teoria neoclássica que se baseia na teoria dos mercados eficientes, que não tem por características gerar viés e confiança exacerbada, levando assim ao equilíbrio de portfólios e de taxas de juros, a PKI se baseia na Hipótese de instabilidade financeira de Minsky. A HIF acredita que crises e bolhas são inerentes a economia financeira e, portanto, as escolhas são feitas em ambientes de incerteza. Assim, decisões que levam, por exemplo, ao comportamento de manada são totalmente compatíveis com a Hipótese da instabilidade financeira;
- f) PKI é formada pela teoria de desenvolvimento capitalista de Shumpeter-Minsky. Essa teoria é fundamentada pelas instituições e dirigida pelas finanças. Ou seja, o mundo financeiro exerce influência singular no desenvolvimento capitalismo, como já explicitado por Minsky como Money Manager Capitalism;
- g) PKI entende o papel do governo como inevitável e necessário: PKI assume que o governo é necessário para resolver conflitos humanos de poder, assim como Commons quando se referia a um conflito de classes que entra no campo da política e por ela deveria ser pensada. Para os PKI o governo deveria garantir eficiência alocativa, macroeconômica e evolutiva.

Pode-se inferir então que, a aproximação entre os conceitos e concepções da economia pós-keynesiana, principalmente no que se refere a incerteza, instabilidade e ao caráter determinante dos agentes do mercado financeiro global, e da economia institucional, com a análise dos hábitos de pensamento que estabelecem e são restringidos pelas instituições, permite que se analise o contexto e ambiente financeiro global em que os países emergentes estão inseridos e, a partir daí, propor a discussão sobre a nova visão institucional do Fundo Monetário Internacional sobre a LFE, ou seja, sobre a possibilidade de uso de controles de capitais (CK). A próxima seção traz a discussão acerca do tema, que guia os argumentos, expostos nas últimas décadas e que influenciaram na agenda do FMI e suas recomendações.

### 2.3 LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA NO DEBATE TEÓRICO

O debate em torno da liberalização financeira externa, que apesar de ter ganho forma e força no final do século XX, remonta à década de 1940, principalmente por uma tentativa de assimilá-la à liberalização comercial e aos benefícios da integração mundial. Desde então, o debate não só se tornou cada vez mais presente na discussão acadêmica, mas também em importantes organizações e instituições do sistema monetário/financeiro internacional. Assim, muitos avanços podem ser observados, teórico ou empiricamente.

Apesar de todo avanço teórico e metodológico aplicado à discussão do tema não há, como demonstrado nas próximas seções, um consenso acerca do tema. Os benefícios da LFE externa, principalmente defendido pela teoria neoclássica, só podem ser observados empiricamente em condições específicas, normalmente associadas ao desenvolvimento prévio da economia e das instituições do sistema financeiro. Por outro lado, as consequências de um processo de integração financeira mundial são observadas periodicamente por crises e fugas de capitais devastadoras nas economias emergentes. Assim, essa seção se dedica a demonstrar os argumentos que defendem a liberalização financeira externa e posteriormente aqueles que são contrários à sua implementação irrestrita. A última seção aborda os avanços empíricos no debate.



### **2.3.1 Os argumentos da liberalização financeira externa: produtividade marginal do capital e crescimento econômico**

A liberalização da conta capital e financeira, ou seja, a permissão para a livre entrada e saída de recursos externos, independentemente de sua natureza e carência dos ativos adquiridos é defendida pela corrente neoclássica na economia. O argumento central, que será desenvolvido nessa subseção, é o de que com a livre circulação de recursos internacionais, há uma melhor alocação e, portanto, ganhos de produtividade do capital e da produção mundial, aumentando o bem-estar global.

Jacob Viner foi o precursor do argumento a favor da liberalização financeira externa. Ao utilizar uma linha teórica já bastante comum à escola clássica, Viner (1947) defendia que o movimento internacional de capitais era resultado de um processo natural de busca por produtividade. O capital se deslocaria, portanto, de um país com baixa produtividade marginal do capital para aquele que obtinha maior produtividade marginal do capital. A partir da teoria de rendimentos marginais decrescentes, essa lógica faria com que em um país que já estivesse desenvolvido no sistema produtivo, ou seja, onde a introdução do fator de produção capital já contribuía pouco em relação à sua contribuição no início desse processo, um novo investimento de capital geraria menos renda do que em um país com pouco desenvolvimento. Ou ainda, que, se aplicado num país menos desenvolvido o capital seria mais produtivo, aumentando a produção não só do país, mas gerando um ganho produtivo mundial, bem como do bem-estar global. Assim, num caráter utilitário, todo o mundo estaria em melhores condições. Nas palavras de Jacob Viner:

The basic argument for international investment of capital is that under normal conditions it results in the movement of capital from countries in which its marginal value productivity is low to countries in which its marginal value productivity is high and that it thus tend toward an equalization of marginal value productivity of capital throughout the world and consequently toward a maximum contribution of world's capital resources to world production and income. The competent economist knows that this reasoning, at best, establishes only a strong presumption that international investment is a desirable phenomenon [...]. (VINER, 1947, p. 98).

Qualquer tipo de restrição à essa movimentação, segundo essa lógica, levaria a distorção de uma força econômica natural, prejudicando não só os proprietários do capital, que teriam o

pagamento desse fator, o lucro, reduzidos, mas também toda a sociedade, que deixaria de ganhar com a maior produção e renda mundial.

Kregel (2008) explica que, para sustentar teoricamente esses benefícios alguns pressupostos são assumidos por Viner. O primeiro é o de que há uma relação negativa entre a intensidade de capital e a taxa de retorno do fator de produção, premissa baseada na lei dos retornos decrescentes, amplamente defendida pelos clássicos.<sup>5</sup> O autor ainda assumiria que o capital entrante deveria ser utilizado para produção e que, caso o recurso seja utilizado no mercado de ativos financeiros, esses tenham uma alta elasticidade em relação aos ativos reais, ou seja, a variação positiva no mercado financeiro seja acompanhada de um aumento na produção de bens reais.

Paula *et al.* (2012) expõem que essa linha argumentativa se assemelha de maneira muito próxima à da liberalização comercial que geraria ganhos de comércio, especialização, melhores produtos e menores preços. Os autores argumentam também que a teoria se baseia no fato de que o principal fator que limita o desenvolvimento dos países em desenvolvimento é o baixo nível de poupança interna, sendo, os mesmos, beneficiados com a entrada de recursos externos.

Fischer (1998, p. 2), expoente da teoria neoclássica, reforça a defesa da LFE. Segundo o autor a abertura da conta capital para recursos estrangeiros é um “inevitable step on the path of development, which cannot be avoided and should be embraced”. O autor defende que, como todos os países desenvolvidos protagonizaram um movimento de integração financeira mundial, isso deveria ser perseguido, “abraçado”, pelos países em desenvolvimento. Esse seria o primeiro de dois “*chief arguments*” na defesa do tema.

O segundo argumento seria que os benefícios de liberalizar são maiores do que os custos de fazê-lo. Esses benefícios se dariam principalmente na forma de crescimento da produção e bem-estar. Os riscos, por sua vez, seriam relacionados principalmente à sensibilidade dos fluxos de capital à política macroeconômica, ao sistema bancário e aos cenários econômicos e políticos.

Fisher (1998) destaca que mesmo assim esse cenário pode não ser o pior para a nação, já que as forças de mercado podem exercer uma influência disciplinar aos *policymakers*, uma forma

---

<sup>5</sup> A lei dos retornos decrescentes foi debatida antes mesmo da ascensão do pensamento clássico. Turgot, um fisiocrata e bucrata francês, que a chamava de lei de redução de retornos e à explicava através de uma analogia com molas, já discutia essa relação em 1767. No entanto, essa lei se tornou mais conhecida a partir das discussões de David Ricardo, Malthus e Edward West. (BRUE, 2006).

de regulação de mercado onde políticas econômicas “corretas” sejam recompensadas com fluxos de capitais positivos, enquanto políticas “ruins” sejam penalizadas com fluxos negativos.

No entanto, Fischer (1998) assume que, eventualmente, quando os mercados estiverem errados, os fluxos podem ser excessivos. Isso pode provocar uma ação abrupta no sistema financeiro de modo que, quando aumentar a percepção de que as expectativas e as previsões não correspondem à realidade, os mercados poderiam reagir na forma de crises de contágio e transbordamento com relação a diferentes países, ou seja, um erro de previsão pode acarretar não só uma “penalização” indevida à uma nação mas também a outros países receptores de fluxos.

Cooper (1998) apresenta quatro razões que explicam porque a conversibilidade da conta capital pode ser vantajosa. A primeira, já abordado, se refere à maximização na alocação dos recursos. Esses deveriam se dirigir para o local onde podem ser melhores aproveitados, ou seja, onde são mais eficientes e geram maior lucro. A segunda se baseia no respeito à propriedade privada, argumento caro aos autores clássicos e um dos seus principais dogmas. A propriedade privada deveria ser assegurada para que o investidor tivesse a segurança institucional necessária antes de aplicar seus recursos. Assim, segundo esse argumento, não deveria haver qualquer restrição sob o uso dos ativos de qualquer agente.

A terceira razão exposta por Cooper (1998) se apresenta na impossibilidade de controlar os fluxos de capitais eficientemente. A tentativa de controle seria, segundo ele, eventualmente burlada pelo mecanismo dos agentes financeiros, o que faz com que aqueles que consigam burlar as regras e controles tenham vantagem em relação àqueles que respeitam a regulação.<sup>6</sup> Além disso, a última razão exposta pelo autor se refere à possibilidade de favoritismo e corrupção que políticas discricionárias em relação aos controles podem favorecer, ou seja, governantes poderiam beneficiar algum segmento através dessas regulações.

Em um relatório do Fundo Monetário Internacional (FMI), Ariyoshi *et al.* (2000) defendem que a tentativa de controlar os fluxos de capitais pode ser uma maneira de preencher o *gap* entre a taxa de juros entre diferentes países, uma maneira de manter a taxa de juros de um país em desenvolvimento, por exemplo, com uma diferença considerável dos juros praticados

---

<sup>6</sup> Modenesi e Modenesi (2006) explica que esse argumento se baseia no fato de que, a medida que o mercado fica mais estruturado e complexo, qualquer medida de controle pode ser evitada, como por exemplo ao mascarar fluxos de capitais de curto prazo (especulativos) como sendo investimento de longo prazo (produtivos), permitidos e até incentivados pelos *policymakers*.

internacionalmente. Mas, segundo o autor, além de conter a entrada de recursos no país, essa medida também geraria fuga de capitais, tendo como consequência instabilidades econômicas.

Prasad *et al.* (2003) resumem eficientemente os argumentos dividindo-os em benefícios diretos e indiretos da LFE. Segundo os autores os fatores diretos são:

- a) alocação mais eficiente de recursos através do aumento da poupança doméstica, como argumentado pelos autores acima;
- b) diluição do risco e conseqüente redução do custo do capital devido à diversificação da carteira de ativos dos agentes internacionais;
- c) transferência de conhecimento administrativo e de *know-how* através do investimento direto de grandes multinacionais;
- d) e o desenvolvimento do sistema financeiro nacional, impulsionado pelo aumento da liquidez, entrada de fluxos de capital e bancos estrangeiros.

Os benefícios indiretos sumarizados por Prasad *et al.* (2003) são:

- a) promoção pela especialização dado o melhor gerenciamento de risco proporcionado pela maior produtividade;
- b) estímulo à políticas econômicas melhores, argumentando, como Fischer, que a integração financeira tem papel disciplinador que pune políticas econômicas ineficientes que prejudiquem a estabilidade nacional; recompensar boas políticas e punir políticas ineficientes;
- c) e maiores entradas de recursos como recompensa de melhores políticas, como a própria liberalização financeira externa.

Ainda cabe notar que o debate foi trazido ao contexto político econômico brasileiro, tendo como principal defensor da conversibilidade plena Pérsio Arida. Para Arida (2003) a integração financeira externa poderia tornar possível a redução das altas taxas de juros brasileiras, ou seja, reduzir alto diferencial de juros que o Brasil comumente mantém em relação aos juros internacionais. Segundo o autor, a implementação de controles de capitais gera depreciações na taxa de câmbio e impõe a necessidade de manter os diferenciais de juros acima citados como forma de atrair fluxos de capitais para a nação. Esse tipo de conversibilidade restrita geraria um prêmio de risco administrativo ou de racionamento de divisas, o que gera essa necessidade de maiores taxas de juros. Assim, se os empecilhos à livre movimentação de capitais fossem retirados, a taxa de juros teria espaço para se reduzir.

A partir dos pontos apresentados acima podemos concluir que a base argumentativa da defesa pela LFE é a melhor alocação dos recursos internacionais, que gerariam maior crescimento e, conseqüentemente, maior bem-estar global. Isso se daria principalmente como resultado de melhores instituições financeiras, mais desenvolvidas, mas também por condições de mercado, como custos de capital mais baixo e transferências de know-how. Importante notar, no entanto, que um dos argumentos se fundamenta em um tipo de vigilância dos agentes do mercado com foco nas políticas econômicas, numa potencial reação às políticas consideradas ruins para o sistema político-econômico.

Os defensores de integração financeira mundial veem, no entanto, esse caráter vigilante e possivelmente punitivo como sendo uma característica positiva, mas para outras linhas de pensamento, simboliza claramente uma falta de autonomia de política econômica para as nações. Esses argumentos serão mostrados na próxima subseção, que se dedica aos argumentos heterodoxos no debate.

### **2.3.2 Liberalização financeira, instabilidades e a perda de autonomia econômica: os argumentos heterodoxos**

Enquanto o *mainstream* econômico, representado em sua maioria por autores neoclássicos, defendem a inevitável e desejável liberalização financeira externa, autores mais heterodoxos argumentam que fluxos de capitais restritos podem ser extremamente prejudiciais às economias nacionais, principalmente emergentes ou em desenvolvimento. Essa defesa acontece dada ao caráter instabilizador e disruptivo do capital internacional, em especial àqueles especulativos. Essa subseção apresenta os argumentos dessa linha de pensamento, representada por autores keynesianos.

O argumento central na defesa de uma restrição à mobilidade de capitais, ou ainda, na defesa pelos chamados controles de capitais, se constrói no fato de que a livre mobilidade de recursos não permite com que o governo tenha autonomia suficiente para implementar as medidas econômicas necessárias.

Como observado na subseção anterior o mercado financeiro tem como característica um dinamismo ímpar. Isso faz com que qualquer política econômica que não seja percebida pelos agentes componentes desse setor como boas, seja severamente punida com fugas de capitais. Isso

faz com que um país que, por exemplo, tenha em seu sistema político democrático estabelecido o desejo por políticas sociais ou de estabelecimento de longo prazo, tenha eventualmente desistir de tais objetivos para impedir uma fuga de capitais que gere consequências possivelmente catastróficas ao bem-estar da população.

Davidson (1999) destacava esse fenômeno explicando que a liberalização financeira não permite a implementação de medidas econômicas necessárias para combater o desemprego em massa, um dos problemas nacionais enfrentados na contemporaneidade do autor. Ainda em sua visão, se não houvessem meios de controlar esses fluxos de capitais especulativos, os mesmos poderiam se tornar tão volumosos e disruptivos que os países baseados em sistemas de trocas empresariais acabariam empobrecendo.

Carvalho *et al.* (2007) explicam que mesmo em um modelo grandemente aceito, como o de *Mundel-Fleming*, isso pode ser observado. Segundo o modelo, não há como conciliar a mobilidade plena de capitais, o câmbio fixo e a autonomia de política econômica, problema conhecido como “trindade impossível”. Isso porque com uma política econômica autônoma, como por exemplo, a escolha pelo estabelecimento de juros básicos superiores aos internacionais, ou seja, a manutenção de um diferencial de juros, uma mobilidade perfeita de capitais permitiria a entrada abundante de recursos financeiros, atraídos justamente pela rentabilidade superior, alterando o nível da taxa de câmbio.

Se as autoridades nacionais desejassem manter a taxa de câmbio em um patamar fixo deveriam, nesse contexto, esterilizar a entrada do capital especulativo o que, segundo Carvalho *et al.* (2007) seria como pretender esvaziar o oceano com um copo d’água. Assim, para manter a mobilidade plena os *policymakers* teriam sempre que escolher entre a manutenção do câmbio fixo ou a política econômica autônoma.

Mas segundo Nassif (2011), o dilema das autoridades nacionais na trindade impossível não se encerra ao adotar um regime de câmbio flutuante. Para ele, se o câmbio estiver livre para flutuar e para entrar ou sair do país – mobilidade plena de capitais – os fluxos de capitais especulativos inundam os países em desenvolvimento em operações de *carry-trade* – operações de arbitragem entre o diferencial de juros já citado – apreciando a moeda, desequilibrando o balanço de pagamentos. Esse cenário não é desejável para o crescimento econômico, portanto, para tentar evitar essa apreciação constante, seria necessário esterilizar o câmbio ou então acumular reservas.

Esterilizar o câmbio com operações financeiras, como em *swaps* cambiais ou através do acúmulo de reservas pode ser extremamente oneroso. O primeiro instrumento necessita de uma cobertura do Banco Central em que a instituição emite contratos de remuneração que asseguram o nível de câmbio para os agentes financeiros normalmente gerando passivos ao caixa de instituição. Enquanto isso, o acúmulo de reservas, apesar de desejável para redução da vulnerabilidade externa e para impedir crises de falta de divisas, se feito excessivamente pode criar bolhas de preços de ativos e de crédito, principalmente se feito com poupança externa. Além disso, gera um passivo contínuo ao tesouro nacional, já que as reservas são remuneradas por um título livre de risco (em sua maioria do tesouro estadunidense) de baixa rentabilidade, enquanto o governo paga juros superiores em sua dívida interna. Assim, Nassif (2011, p. 917) explica que “consequentemente, as autoridades enfrentam um *trade-off* entre adquirir reservas internacionais para evitar uma sobreapreciação cambial e [...] absorver um peso extra na dívida pública bruta.”

Tobin (1978) já destacava essa perda de autonomia como consequência dos fluxos de capitais de curto prazo e do câmbio flutuante. Para ele, a flutuação do câmbio sem qualquer restrição poderia causar efeitos pouco desejáveis à economia nacional, inibindo a autonomia do governo. O autor mostra que, em uma economia de câmbio livre, uma política monetária expansionista, que aumente a demanda, o produto e o emprego, incorre em uma depreciação cambial. No entanto, as alterações cambiais podem, em um primeiro momento reduzir as transações correntes, como explicados pela teoria da curva J, ou seja, no curto-prazo, essa política tende a gerar uma redução nas exportações líquidas, em um primeiro momento, reduzindo o produto.

Isso pode fazer com que os agentes econômicos tenham a expectativa de que a política não teve magnitude suficiente para cumprir seus objetivos e que outras medidas econômicas podem ser implementadas. Com esse cenário incerto pode haver uma demanda de moeda para especulação, manifestada por uma demanda por divisas e, consequentemente, gerando ainda mais depreciação. O governo sabendo que isso pode acontecer altera os juros, o que acaba por trazer consequências desastrosas ao produto e, portanto, ao emprego. Tobin também discute que os países devem interferir nas variações do câmbio em virtude das consequências que isso traz em nível macro (emprego) e micro (competitividade da indústria) (TOBIN, 1978).

Sitglitz *et al.* (2006), como esses autores, também destacam a perda de autonomia econômica. No entanto, o fazem a partir da impossibilidade de reagir mediante à crises na

economia, global ou interna. Segundo eles, o receituário padrão utilizado pelas autoridades nacionais para tentar sair de uma crise recessiva é reduzir os juros e aumentar os gastos para estimular a economia através do aumento dos investimentos e demanda agregada – política monetária e fiscal expansionista. No entanto, em um contexto de LFE os países podem não conseguir implementar essas ações. Já no início da crise os capitais, por característica, saem do país prejudicando a balança de pagamentos e a taxa de câmbio.

Isso faz com que o governo não tenha outra saída senão aumentar os juros para tentar atrair capitais ou ao menos impedir a fuga massiva. Essa política tem resultado oposto àquele do receituário padrão, já que reduz o investimento produtivo e a demanda agregada, tendo ainda efeitos devastadores na política fiscal e na dívida pública bruta.

A perda de autonomia econômica para Ocampo (2013) é observada em sua teoria de “*Balance of Payments Dominance*” (BPD). Segundo o autor esse termo se refere a um regime em que operam os países integrados com os mercados de capitais globais. Em um país com BPD, os choques externos, sejam eles positivos ou negativos, são determinados pela dinâmica macroeconômica de curto-prazo o que faz com que, através do balanço de pagamentos, fortes choques atinjam a economia. Isso pode acontecer tanto via *trade account*, pelo comércio, ou por *capital account*, financiamento externo, enquanto o segundo pode ainda ser afetado pela variação dos riscos e *spreads* que podem gerar variações pró-cíclicas nos juros domésticos.

A dinâmica do processo descrito por Ocampo (2013) acontece a partir de pressões na taxa de câmbio, apreciada em momentos de *boom* e depreciada em momentos de crise, o que faz com que seja muito difícil a implementação de qualquer política anticíclica, marcando, como em outros autores, uma possível perda de autonomia da política econômica. Nas palavras do autor:

Nas últimas décadas, a economia mundial está repleta de exemplos de fortes pressões pró-cíclicas que os ciclos de expansão e recessão nos mercados de capitais globais exercem sobre as políticas monetária e cambial em desenvolvimento e, em particular, as economias emergentes. Isto é particularmente verdadeiro com a política monetária em economias que abriram suas contas de capital, e que enfrentam fortes pressões para reduzir as taxas de juros durante os booms e aumentá-los durante as crises, seguindo as tendências dos mercados de capitais internacionais. Se as autoridades tentarem contrariar essas pressões e gerir a política monetária de forma anticíclica, eles simplesmente deslocam o efeito para o mercado de câmbio – por exemplo, eles aceleram pressões de apreciação durante booms e pressões de depreciação durante as crises. O que isto significa é que as autoridades de fato não têm autonomia política e só podem escolher os efeitos pró-cíclicos, a partir de mercados de capitais mundiais que eles preferem. Esta declaração deve ser lida de uma maneira sutil, mas captura um grau de verdade significativo (OCAMPO, 2013, p. 14, tradução nossa).



Para além do argumento da autonomia da política econômica, diversos autores ainda explicam que a LFE irrestrita não é benéfica à todas as economias como os autores neoclássicos acreditam, justamente porque os argumentos que baseiam essa tese não são totalmente verificados na economia real.

Rodrik (1998) expõe que um dos pontos usualmente utilizados para defesa da integração financeira mundial é que o mercado financeiro quase sempre faz o diagnóstico econômico de maneira correta de maneira que os fundamentos econômicos explicam as crises financeiras advindas dos movimentos de capitais. No entanto, para o autor isso é extremamente controverso já que em países que sofreram com crises financeiras, geradoras de fugas de capitais, uma grande soma de capitais havia acabado de ingressar no país. Como os fundamentos não são alterados tão repentinamente, não podem ser considerados variável explicativa de tais fenômenos.

Outro argumento central para a defesa da LFE que pode ser questionado é o que se refere a melhor alocação dos recursos, similarmente à integração do comércio mundial, como já observado na subseção anterior. Com a existência de informações assimétricas essa hipótese pode não ser válida. No mercado de bens e serviços há um grau maior de eficiência e previsibilidade. Nos mercados financeiros, por outro lado, as falhas de mercados decorrentes da “assimetria de informação, incompletude dos mercados contingentes e racionalidade limitada (para não mencionar irracionalidade)” são endêmicas (RODRIK, 1998, p. 57, tradução nossa).

Kregel (2008) reforça a mesma ideia quando afirma que a comparação da alocação eficiente, proveniente da LFE com a do comércio, não pode ser feita porque as premissas apresentadas pelos clássicos não são verdadeiras. Segundo o autor, não se pode verificar completamente o maior retorno do capital associados à intensidade do capital nos países, ou seja, um país com menor poupança não trará necessariamente um rendimento maior ao capital financeiro. Ainda, os capitais estrangeiros tendem a ter um impacto pequeno nas taxas de investimento doméstico, o que evidencia que não geram crescimento produtivo.

Em suma, a defesa pela restrição a movimentação de capitais, principalmente em países em desenvolvimento, é centrada pelo fato de que, a autonomia de política econômica tão importante para as autoridades nacionais, pode ser completamente perdida. A volatilidade e o caráter disruptivos dos fluxos irrestritos levam instabilidade à países com sistema financeiro e produtivo ainda imaturo, impossibilitando-os de se desenvolver e crescer. Mas ainda, os autores

expostos nessa subseção argumentam que os benefícios defendidos pela corrente neoclássica não são observáveis na economia real. Uma conclusão similar é observada no debate empírico sobre o tema, o que será demonstrado na próxima subseção.

### 2.3.3 A Nova Economia dos Controles de Capitais: o mainstream e o caminho ao consenso

Por muito tempo a discussão sobre a liberalização financeira externa não trazia qualquer possibilidade de um consenso entre a economia heterodoxa e ortodoxa. No entanto, esse caminho se iniciou quando economistas passaram a estudar o tema com uma abordagem mais próxima à do *mainstream*. Através da consideração de que os mercados são imperfeitos, trabalhos de economia do bem-estar, passaram a considerar que a moeda estrangeira pode trazer externalidades às economias nacionais, como as externalidades pecuniárias.

Gallagher (2015) se refere a essa nova abordagem teórica dos fluxos de capitais como um trabalho *path-breaking*, que muda o paradigma de debate sobre esse tema. O autor lembra que outros autores, como no modelo Arrow-Debreu, já consideraram esse tipo de externalidades pecuniárias na década de 1950, mas sem grandes preocupações na influência destas sobre os mercados perfeitos.

Korinek (2011)<sup>7</sup>, no entanto, ressalta a importância desse fenômeno para as economias nacionais. O autor revela que as externalidades pecuniárias nascem do fato de que os agentes não internalizam os reais riscos sociais de negociarem empréstimos em moeda estrangeiras. Isso acontece quando os tomadores desses empréstimos estão somente preocupados com o menor custo (em relação aos empréstimos domésticos) e consideram dada a taxa de câmbio. No entanto esses mesmos agentes negligenciam as dimensões financeiras que esses empréstimos impõem à nação quando da ocorrência de crises financeiras.

Os riscos financeiros são, em Korinek (2011), baseadas em modelos de terceira geração de crises financeiras. Primeiramente os agentes domésticos tomam os empréstimos do mercado internacional. Como os emprestadores internacionais são avessos às mudanças na taxa de câmbio, os mesmos impõem um prêmio de risco aos valores emprestados. No evento de um choque negativo na demanda agregada, o preço relativo dos bens *non-tradables* cai, levando à uma

---

<sup>7</sup> O artigo seminal de Anton Korinek foi originalmente publicado em 2007, como resultado de sua tese de doutorado, orientada por Joseph E. Stiglitz, na Columbia University, e atualizado em 2011.

depreciação cambial. Esse novo patamar de câmbio faz automaticamente com que as margens de garantia das empresas tomadoras de empréstimo caiam, aumentando a restrição para novos empréstimos, forçando-as a reduzir os gastos e levando à uma nova redução da demanda agregada. Faz-se assim uma espiral recessiva nos gastos e portanto, no produto da economia nacional.

O modelo de Korinek (2011) faz uma análise de equilíbrio geral e bem-estar em que uma taxa imposta pelas autoridades monetárias sob os empréstimos em moeda estrangeira (equivalente ao prêmio de risco da moeda local) faz com que os agentes privados passem a tomar mais empréstimos locais (em moeda doméstica). Essa mudança faz com que a economia nacional fique menos vulnerável à choques externos e reduza a volatilidade cambial. Os instrumentos, notadamente os controles de capitais, se revelam como um tipo de taxa pigouviana para reduzir a quantidade privada ótima de empréstimos estrangeiros em direção a quantidade social ótima, aumentando o bem-estar geral.

Jeanne, Subramanian e Williamson (2012), com base no trabalho de Korinek explicam que, principalmente após a crise de 2008, as economias passaram a desconfiar do auto ajuste de Mercado, o *laissez-faire*, e de sua capacidade de buscar resultados socialmente ótimos. E defendem que, nesse sentido, “the main point is that optimal prudential controls correct distortions that lead economic agents to take too much risk when there is a boom in capital inflows” (JEANNE; SUBRAMANIAN; WILLIAMSON, 2012, p. 66).

Importante notar, no entanto, uma ressalva dada pelos autores. Segundo os mesmos, faz-se necessário distinguir os “*corrective controls*” e os “*distortive controls*”, em que o primeiro está ligado a resposta prudencial à crises e grandes ondas de fluxos, e o segundo ligado à tentativa de manter o câmbio altamente depreciado para ter vantagens comerciais, exemplificando a China.

We find that capital controls can be part of the menu of options to be deployed in the last resort against incipient asset price bubbles, as position that the International Monetary Fund (IMF), long an opponent of the use of such controls has recently endorsed. However, our findings go further: Properly designed capital controls may even be effective as a regular instrument of economic policy and may be warranted in other situations that are not strictly related to capital booms and busts.[...] The challenge in designing international rules in capital controls is to design a system that permits the use of controls that are welfare-improving but prevents or restricts the use of those that are not. (JEANNE; SUBRAMANIAN; WILLIAMSON, 2012, p. 177-178).

Em suma, o advento de argumentos contra a liberalização total e irrestrita da conta capital para os países ligados às correntes teóricas mais dominantes (*mainstream*), foram muito importantes para o debate. Mas além disso, foram também essenciais para a construção da nova visão institucional do Fundo Monetário Internacional, como demonstrado no quarto capítulo dessa tese. A próxima seção expõe o debate empírico sobre o tema.

#### 2.3.4 Debates empíricos

O debate teórico no campo da integração financeira, como mostrado acima, tem dois lados muito bem definidos em que um deles apoia a mobilidade pelos seus benefícios potenciais enquanto outro, além de não acreditar piamente em tais benefícios, reforçam a perda de autonomia política como consequência negativa do processo. No que diz respeito ao debate empírico, não há um consenso que permita resolver o debate geral. Grande parte das investigações leva o pesquisador à conclusão de que não há evidências suficientes para comprovar os benefícios teóricos expostos pelos defensores da liberalização financeira externa. Quando as evidências são encontradas, estão relacionadas à algumas condições específicas no ambiente institucional.

O trabalho empírico de Grilli e Milesi-Ferreti (1995) foi um dos primeiros notórios nesse tema. Através de uma regressão com análise *cross-section*, em 61 países (1960-1989), o objetivo da investigação era identificar as principais características dos países que restringiam sua conta capital e que efeitos essa ação poderia ter sobre a economia nacional. Assim como em outros trabalhos, os autores utilizaram um indicador de integração financeira *de jure*, ou seja, a normatização nacional sobre as permissões acerca da entrada e saída de fluxos de capitais, elaborado a partir do Relatório Anual sobre arranjos cambiais e restrições de câmbio (Annual Report in Exchange Arrangements and Exchange Restrictions – AREAER, FMI). O resultado final não permite a correlação robusta entre restrições da conta capital e crescimento econômico, bem como caracteriza os países restritivos como sendo frequentemente países de baixa renda, estado grande, sem independência do Banco Central e associado à inflação e juros baixos.

Quinn (1997) também ganha espaço no destaque acadêmico por utilizar, em uma pesquisa semelhante, um índice de liberalização financeira próprio, se tornando referência para trabalhos posteriores. O índice de liberalização *de jure* é construído através da atribuição de valores de 0 a

14, separando-os por transações da conta capital (0 a 4), transações da conta corrente (0 a 8) e acordos legais internacionais (0 a 2). As conclusões desse estudo que foi realizado para 64 países, entre 1950 e 1995, foi a de que existe uma correlação positiva entre a LFE e o crescimento econômico, mas também está associado com crescimento da desigualdade de renda e com gastos do governo, apesar de não obter robustez nos últimos.

Edison *et al.* (2002) investiga a relação entre liberalização economia e crescimento econômico. Influenciado pelo avanço nos estudos econométricos, os autores utilizam o método GMM, método generalizado de momentos, em um painel dinâmico de 57 países entre 1976 e 2000. Os resultados, segundo a interpretação de seus autores, revelam que apesar de a liberalização financeira externa estar associada com o sucesso econômico, ou seja, países que possuem maior produção e instituições desenvolvidas não impõem restrições severas aos fluxos de capitais, não é possível demonstrar que a LFE estimula essas características.

O resultado de Edison *et al.* (2002) abre espaço para uma discussão mais aprofundada acerca do tema. A partir de então, as investigações passam a focar nas diferenças institucionais presentes nos países considerados. O trabalho de Klein (2005), por exemplo, com o objetivo de reduzir a ambiguidade das evidências empíricas no debate, se propõe a investigar a relação entre LFE, crescimento e qualidade institucional dos países. Para isso, inclui na análises diversas variáveis *proxy* para as instituições como: burocracia, corrupção, reputação do governo, risco de expropriação e estado de direito, além de indicadores de liberalização financeira *de jure*. E como esperado, verificou-se que as os benefícios dependem fortemente da qualidade institucional presente na economia, onde somente 18 entre 71 países demonstraram relação forte entre LFE e crescimento econômico.

Nesse contexto, Eichengreen, Gullapalli e Panizza (2009) obteve resultados que se tornam referência no debate. O autor determinou que existem *thresholds*, limiares, que estão associados aos efeitos positivos da liberalização financeira externa. Para chegar à essa conclusão o autor fez uma estimação em dados em painel para três períodos distintos (1980 – 1989; 1990 – 1999; 2000 – 2004), relacionando o valor adicionado da indústria, a dependência externa, os índices de desenvolvimento financeiro aos índices de liberalização financeira *de facto* e *de jure*, além de incluir *dummies* para as crises do período. A importante conclusão:

Em um exame mais profundo, descobrimos que os efeitos positivos da abertura da conta de capital são limitados a países com sistemas relativamente bem desenvolvidos,

financeiramente, com padrões de contabilidade bons, fortes direitos dos credores e Estado de Direito e seu desaparecimento [efeitos positivos] em períodos de crise é igualmente limitado ao mundo de alta renda [...] sugerindo a existência de efeitos de limiar, que os países devem chegar a um certo patamar, em termos de desenvolvimento econômico e institucional antes que eles podem esperar para se beneficiar de liberalização da conta capital. E é um lembrete da importância do cuidado com a sequência da liberalização da conta de capital com outras políticas associadas a este processo mais amplo de desenvolvimento econômico e institucional. (EICHENGREEN; GULLAPALLI; PANIZZA, 2009, p. 24, tradução nossa).

Edwards (2008), no entanto, encontra resultados favoráveis à conversibilidade da conta capital. Ao investigar se a mobilidade de capitais afeta de maneira considerável a natureza e duração das crises de câmbio, o autor não encontra evidências suficientes para provar que economias com mobilidade restrita de capitais têm desempenho superior às com a conta-capital liberalizada durante as crises financeiras. Ou seja, na direção contrária das investigações até então realizadas, o autor tentou demonstrar que impor controles de capitais, mesmo que não possa se observar os benefícios de liberalizar, também podem não ser suficientes para reduzir os malefícios da volatilidade desses capitais em tempos de crises.

No debate brasileiro no que diz respeito à LFE estão alguns trabalhos que tratam não só do país, mas que também não encontraram evidências que relacionam crescimento econômico e liberalização financeira externa, como em Damasceno (2012) e Costa (2015). Especificamente voltados aos dados brasileiros, a investigação de Paula *et al.* (2012) procura analisar o impacto da liberalização nas variáveis macroeconômicas brasileiras. Segundo os resultados do autor, não é possível validar a hipótese de Pérsio Arida de que a taxa de juros poderia ser reduzida através da conversibilidade plena do real. O trabalho mostra também que não há evidências de que a liberalização tenha gerado efeitos positivos sobre as variáveis macroeconômicas no Brasil. Resultado semelhante ao trabalho de Van der Lann (2007), também direcionado ao caso brasileiro, que mostra que o índice de controle de capitais não é suficiente para explicar a taxa de juros e que não há relação positiva forte entre liberalização e crescimento.

Prasad *et al.* (2003) diz que a dificuldade em encontrar as relações positivas associadas à LFE podem ser explicadas pelo fato de que esses benefícios atuam de maneira indireta, ou seja, com a abertura da conta capital, abre-se caminho para entrada de capital estrangeiro e permite mudanças graduais na economia, no entanto, este, por si só, não melhora a performance econômica. Especificamente para os resultados nos países em desenvolvimento, o autor explica

que a dificuldade de provar a relação favorável pode acontecer dadas as crises bancárias frequentes nesses países, que são sempre acompanhadas por recessões econômicas.

Henry (2006), por sua vez, acredita que a pobreza de evidências empíricas que provam a linha argumentativa neoclássica, é resultado do foco distorcido das investigações, que procura determinar benefícios de longo-prazo, enquanto o modelo neoclássico prevê benefícios de curto-prazo. Essa tendência é, segundo ele, explicada pela tradição das pesquisas empíricas em *cross-section*, mas também pela ânsia profissional de se encontrar a taxa de crescimento no estado estacionário – *the steady-state rate of growth*.

Paula *et al.* (2012) destacam que três conclusões podiam ser tiradas do debate empírico até então:

- a) liberalizar a conta capitais precocemente é extremamente perigoso, podendo comprometer o desenvolvimento do sistema financeiro e levar à vulnerabilidade e instabilidade da economia nacional;
- b) a demanda para liberalização imposta aos países em desenvolvimento é injusta, já que os países desenvolvidos já estavam em um estágio avançado de desenvolvimento quando se abriram ao capital internacional irrestrito;
- c) são necessários patamares mínimos de desenvolvimento para que o processo de LFE seja de fato abraçado.

Em direção da inovação no debate exposta no tópico anterior, a qual inseria a discussão dos controles de capitais na economia do bem-estar, alguns autores testaram empiricamente o uso desses instrumentos. Bianchi e Mendonza (2013) fazem uma análise em DSGE (em inglês, Equilíbrio Geral Estocástico Dinâmico) e encontram que o uso de uma taxa que onere os empréstimos estrangeiros faz com que esses empréstimos sejam menores do que em mercados competitivos desregulados. Essa política, portanto, reduz a frequência e magnitude das crises e aumenta o bem-estar social. Chegam a uma conclusão semelhante. Os autores identificam que, tanto os controles de capitais quanto a taxa de câmbio flexível são importantes para responder às paradas subidas, consideradas no modelo como choques de prêmio de risco. Os controles de capitais nesse caso são responsáveis por conter a depreciação da taxa de câmbio, a queda no consumo e a fuga de capitais.

Magud, Reinhart e Rogoff (2011, p. 3) fazem uma meta-análise para examinar e sintetizar os resultados de 40 trabalhos empíricos acerca do uso de fluxos de capitais. O objetivo do extenso

trabalho é identificar alguns pontos heterogêneos entre os diversos trabalhos e diferenciar as abordagens e examinar o que os autores chama de “*apple-to-orange shortcomings*”<sup>8</sup>, ou seja, a miscelânea de métodos e resultados. Os autores padronizaram os estudos através de dois índices de controles de capitais, em que um deles pondera o rigor metodológico das pesquisas acadêmicas.

Ainda, tentam analisar se os controles de capitais reduziram a magnitude da fuga de capitais, alteraram a composição dos fluxos, garantiram autonomia de política monetária ou reduziram a pressão sobre a taxa de câmbio, condicionando o valor 1 ou -1 correspondente à resposta positiva ou negativa de cada um desses pontos. O resultado dessa pesquisa revela que os controles sobre entrada de capitais podem aumentar a independência da política monetária e alterar a composição dos fluxos. Não foram encontradas evidências de redução na pressão sobre a taxa de câmbio. No entanto os autores ressaltam que esses resultados positivos são encontrados em situações extremamente específicas, que dependem da magnitude, do momento e da situação dos fluxos de capitais (MAGUD; REINHART; ROGOFF, 2011).

Resumidamente, as diferentes teorias e testes acerca dos fluxos de capitais levaram ao grande avanço no debate e ainda, direcionaram à um consenso sobre a importância da regulação transfronteiriça, mesmo que em cenários específicos. Essa direção da agenda de pesquisa foi determinante na trajetória institucional do uso de controles de capitais, como discutido no capítulo cinco. No entanto, para tal discussão, faz-se necessário a análise histórica da liberalização financeira externa nos países desenvolvidos e emergentes. O próximo capítulo se dedica à tal análise.

---

<sup>8</sup> *Shortcomings* significa uma falta de padrão, ou a incapacidade de se encaixar em um, enquanto *apple-to-orange* se refere à expressão americana em que é impossível comparar totalmente, ou perfeitamente, duas coisas, apesar de parecidas.



### **3 A EVOLUÇÃO DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL E O USO DE CONTROLE DE CAPITAIS**

O sistema monetário internacional (SMI), dadas suas características, sempre foi um fator decisivo para as economias nacionais e as políticas econômicas. Essas, que moldam as instituições internacionais, determinam a moeda de circulação internacional para mercadorias e ativos, os regimes de câmbio entre os países e o grau de mobilidade de capitais. Desde o começo do século XX, mudanças importantes na dinâmica e estruturação do sistema monetário internacional, influenciaram o comércio, os investimentos e as políticas econômicas.

Eichengreen (2000) afirma que, com exceção à Breton Woods (BW), o sistema monetário internacional não é geralmente formado por um acordo, por uma discussão entre políticos e autoridades do sistema financeiro, ou qualquer que seja o arranjo que determine quais serão as regras seguidas a partir de então. Normalmente o SMI é uma construção de situações, ou seja, de ações individuais dos agentes que são seguidos pela economia como um todo. Portanto, uma instituição internacional que rege as relações.

Da vigência do padrão-ouro, à reunião do Bretton Woods e mesmo depois de sua queda, a economia global apresentou disputas, volatilidade e instabilidade em que os controles de capitais foram importantes para o estabelecimento da autonomia de política econômica bem como para manutenção de variáveis importantes para as nações. Esta seção dissertará sobre essas mudanças e evoluções, bem como a importância e presença dos referidos controles para cada contexto histórico. Para isso, primeiramente será apresentado o estabelecimento do padrão-ouro, logo após a emergência do acordo de Bretton Woods e as discussões que o estabeleceram. A terceira subseção apresenta o fim do acordo e o início de um SMI com características novas e ainda mais instáveis. Nesse sistema ainda são apresentados os ciclos de fluxos de capitais que seguiram o perfil volátil desse contexto mundial. Finalmente, o capítulo tere considerações finais sobre o tema.

#### **3.1 O PADRÃO-OURO**

O século XX inicia-se na vigência do padrão-ouro, estabelecido no século XVIII, a partir principalmente do estabelecimento de uma razão de preço entre a prata e o ouro por Issac

Newton, então responsável pela casa da moeda da Grã-Bretanha, padrão esse que foi dominante no século seguinte. Esse regime funcionava com uma moeda internacional, a libra, lastreada em estoques de ouro. Qualquer desequilíbrio nos balanços de pagamentos era ajustado pelo fluxo de ouro entre os países, alterando os preços relativos e, conseqüentemente, reduzindo o desequilíbrio. (EICHENGREEN, 2000)

Mas mesmo antes desse padrão se tornar o *status quo*, a instituição, do sistema monetário internacional, já existia características de controles de capital. Segundo Modenesi e Modenesi (2006) tentativas de se controlar os recursos já eram implementadas na França e na Espanha quando, na concepção metalista (entre os séculos XV e XVIII), visava-se restringir a exportação de ouro e prata. A exportação desses metais, que para os mercantilistas eram a representação maior de riqueza de um país, além de reduzir seu estoque de metais, aumentaria o estoque do país concorrente.<sup>9</sup>

Na vigência do padrão ouro, a Inglaterra era detentora de uma supremacia econômica notável, já que, desde a revolução industrial, se destacava na produção de bens manufaturados e de grande valor agregado, no entanto, a manutenção do padrão ouro não era uma tarefa simples. Essa condição de poder tinha como contrapartida diversas obrigações, estabelecidas pela própria nação britânica, para manutenção do sistema, tais como: a promoção e liberdade de comércio e investimentos; a libra esterlina como moeda internacional; o grande papel dos bancos ingleses, grandes fluxos de empréstimos; e o comprometimento dos juros com o equilíbrio do balanço de pagamentos. Esse último, de extrema importância, era necessário para garantir a sustentação de um equilíbrio na balança de pagamentos nos países que, em busca do tão perseguido mercado livre, mantinham constantes déficits na balança comercial, que seriam então corrigidos pela conta capital e financeira (BLOCK, 1977).

Polanyi (2000) define uma importante mudança institucional na virada do século XVIII para o XIX. Isso porque, nesse século, importantes instituições (nas quais a civilização se firmava) haviam quebrado, quais sejam:

- a) o sistema de equilíbrio de poder, que matinha a paz generalizada;
- b) o padrão internacional do ouro (cuja quebra é discutida na seção seguinte);
- c) o mercado autoregulável e;

---

<sup>9</sup> Os mercantilistas tinham a concepção bulionista em que, dado o estoque de ouro e prata limitados no mundo, uma nação só enriqueceria em detrimento da pobreza da nação vizinha, ou seja, o acúmulo de metais se daria através da redução do estoque de metais de outro país (BRUE, 2006).

d) o estado liberal.

O sistema de equilíbrio de poder, relatou Polanyi (2000), foi uma das importantes instituições que ruíram. Esse sistema teria produzido, sem precedentes, cem anos de paz (1815 - 1914), mesmo com invasões, revoluções e intervenções armadas. No entanto, cada um desses conflitos era resolvido pela ação conjunta das grandes potências, que independente dos diferentes motivos aparentes, sempre obtinham o mesmo resultado, a paz. Mas o autor argumenta que essa dinâmica pacifista não seria comum e assim, era algo que desafiava qualquer historiador ou sociólogo a indagar os motivos pelo interesse pela paz.

Polanyi (2000) responde essa indagação com o surgimento de um grupo de posições patrimonistas forte, primeiramente através da Santa Aliança e mais tarde pela Concerto da Europa. No entanto, essas instituições eram meros agrupamentos de estados soberanos independentes que poderiam se voltar aos mecanismos de guerra. Para explicar a manutenção dos Cem Anos de paz, é necessário ainda um objetivo e uma causa comum, um poderoso instrumento social que tornasse efetivo o interesse pela paz.

Esse instrumento, segundo Polanyi (2000) era a *haute finance*, as altas finanças, ou poder financeiro. Essa instituição garantiria, por meio de um elo entre as organizações políticas e econômicas do mundo, um sistema internacional de paz, necessário para obtenção de maiores lucros das grandes famílias que obtinham grandes recursos financeiros, que seriam prejudicados com uma guerra generalizada entre as grandes potências e pela instabilidade das fundações monetárias do sistema.

A instituição da *haute finance*, segundo o autor, foi uma das mais complexas instituições já desenvolvidas pelo homem e pode ser comparada com as grandes instituições da indústria e do comércio. O papel pacificador não foi, de maneira alguma, intencional. As mesmas famílias influentes que dominavam o mercado financeiros foram, anteriormente, as que financiavam guerras para obtenção de poder.

Para atingir o objetivo da *haute finance*, o lucro, o bom relacionamento com os diversos governo cujo os objetivos eram poder e conquista, eram extremamente necessários, portanto, coube à instituição a manutenção da paz, ao menos no que se refere às grandes potencias. Junto a esse esforço, se uniria o comércio que dependia agora de um sistema monetário que não funcionaria se houvessem guerras generalizadas.

No entanto, esse sistema de equilíbrio de poder começa a ruir quando são definidos dois grupos, a tríplice aliança, liderada pela Alemanha e a contra-aliança, com nações fortes e fortemente aliadas, como a Inglaterra, França e Rússia. A partir de então, com essa bipolarização, não haveria mais uma terceira parte que freasse aquele que buscasse maior poder e o equilíbrio do poder se desmantelaria. Assim, a habilidade das altas finanças de mediar a situação se esvaiu, e pouco tempo depois a Paz de Cem anos acabava.

No decorrer da Primeira Guerra Mundial, a Grã-Bretanha passa a perder poder político e econômico, colocando em risco sua supremacia. Isso acontecia principalmente pelos enormes custos incorridos na guerra, mas também em decorrência da ascensão competitiva da Alemanha e de uma nova potência que se formava, os Estados Unidos.

Quando do fim dos conflitos, os esforços para a manutenção do padrão-ouro se intensificaram. No entanto, diversos países deixaram seus câmbios flutuarem, bem como começaram a surgir fluxos especulativos de ataques às moedas mais fracas. A retomada do padrão-ouro simplesmente pelo reestabelecimento das regras antes impostas não era mais possível já que a grande base de sustentação desse sistema era o poder e supremacia inglesa, o que não estava mais posto.

Além disso, outro fator essencial para o reestabelecimento do padrão seria a taxa de câmbio que deveria se estabelecer para balancear o mercado internacional e assim garantir as paridades. O nível anterior à Guerra era extremamente difícil de ser atingido em decorrência da corrosão sofrida pelos preços domésticos durante o conflito. Para deflacionar todo esse montante, seria necessário encolher diversas economias domésticas. O Estados Unidos então passa a se colocar em um papel de liderança mundial quando, através dos bancos, passa a apoiar e financiar o reestabelecimento à níveis anteriores da moeda inglesa. Esse apoio é feito através de empréstimos, mas também através da política monetária, que estabelecendo juros americanos sempre mais baixos que os ingleses, garantiria um fluxo de capitais para a Grã-Bretanha pressionando os preços para baixo (BLOCK, 1977).

Esse papel dos Estados Unidos no Sistema Financeiro Internacional ficou cada vez mais forte. No entanto, como aponta Block (1977, p. 18), mesmo a nação estadunidense garantindo a oferta de capital internacional, através de fundos de resgate, estabilização e produtivos, os Estados Unidos não estavam dispostos a assumir toda a responsabilidade que a Grã-Bretanha assumira anteriormente, principalmente no que se referia a deixar de lado alguns objetivos

macroeconômicos domésticos para garantir a estabilidade econômica mundial. “The result was that the United States played its international economic role haltingly e irresponsibly”.

Esse comprometimento parcial estadunidense se dava principalmente pelo debate interno entre os internacionalistas e os anti-internacionalistas, representados pelas forças de Wall-Street e alguns setores em Washington, respectivamente. Assim, os Estados Unidos não tinham a característica inglesa de cooperação diplomática e militar, com o setor financeiro. Esse contexto era representado por algumas características paradoxais no que diz respeito a internacionalização, como a concessão de empréstimos para os países endividados com a guerra, mas ao mesmo tempo, com a incapacidade de liderar uma abertura comercial global por não conseguir retirar as próprias barreiras nacionais.

Os tropeços econômicos e políticos da Grã-Bretanha, aliado à inabilidade estadunidense de assumir o papel de supremacia mundial e de moeda internacional resultaram em problemas estruturais gravíssimos que levaram à crise financeira europeia em 1931. Mas mesmo com toda piora da crise econômica mundial os esforços para encontrar soluções internacionais continuaram. Havia pressões para o retorno do padrão-ouro principalmente por países que recuperaram a paridade anterior. A esperança era de que a estabilidade das moedas recuperasse o livre comércio mundial.

Block (1977) conclui que o problema central do sistema monetário internacional foi, nesse contexto, a incapacidade e falta de vontade dos Estados Unidos em tomar para si as responsabilidades antes assumidas pela Grã-Bretanha, mas expõe que ainda assim é possível tirar algumas lições do episódio. São elas:

- a) a tentativa de voltar aos níveis de abertura internacional pré-guerra era utópica;
- b) um só país preencher o lugar deixado pela Grã-Bretanha seria impossível, mas era de extrema importância a criação de instituições que estabilizassem o mercado monetário internacional;
- c) a falha estadunidense de exercer o papel internacional não era inevitável, mas poderiam sim, se tivesse uma segunda chance, estabilizar a economia mundial com maior grau de abertura.

Após a perda da hegemonia britânica resultante do fim da I Guerra Mundial e a ascensão dos Estados Unidos no Sistema Financeiro Internacional, o acordo de libra-ouro foi gradualmente

deixado de lado, até que em 1944, em uma conferência em Bretton Woods, novos acordos e regras foram estabelecidos.

Para Polanyi (2000), o colapso do padrão-ouro é o que liga a queda da economia mundial e as transformações institucionais vividas pela civilização na época. Enquanto o padrão-ouro ainda se mantinha, era a única ligação remanescente da economia mundial tradicional. No entanto, no início do século XX, ainda como resultado da ruína do sistema econômico e político do século anterior, a tensão política aumenta a partir de tratados que desfazem o sistema de equilíbrio de poder através do desarmamento unilateral dos perdedores, impossibilitando qualquer solução construtiva de estabelecimento de soberania nacional.

Fica claro que o período foi caracterizado por diversas instabilidades e mudanças nas quais os fluxos de capitais tiveram grande papel. Principalmente no período pós-guerra, onde havia a necessidade de reconstrução, fluxos de investimentos eram essenciais, no entanto, fluxo especulativos e de arbitragem financeira poderia trazer ainda mais instabilidades. As reuniões para estabelecimento de regras que buscariam o equilíbrio dos mercados internacionais em Bretton Woods serão assunto da seção seguinte.

### 3.2 BRETTON WOODS E A CRIAÇÃO DO FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL

Após a queda do padrão ouro, abordado até então, as autoridades e líderes mundiais perceberam a necessidade de criar novas regras e acordos para o estabelecimento do equilíbrio mundial. Reuniram-se 45 países aliados, em 1944, na cidade de Bretton Woods nos Estados Unidos. Nessa conferência foi estabelecida a criação de instituições e normas para reduzir as tensões do comércio internacional e impulsionar o desenvolvimento.

A principal regra de Bretton Woods (BW) se referia à determinação da taxa de câmbio. A moeda determinada como divisa-chave da economia mundial foi, em decorrência da hegemonia americana após a guerra, o dólar. O regime cambial deveria estabelecer taxas de câmbio fixas, com base no ouro. As alterações no câmbio poderiam ser feitas dentro de um limite de 1%, dando poder ao Banco Central de intervir para garantir a estabilidade desse limite. Com a criação do Fundo Monetário Internacional (FMI), os países poderiam então corrigir os desequilíbrios de balanço de pagamentos sem a necessidade de entrar em recessão, problema característico do padrão-ouro (DATHEIN, 2005).

As discussões em Bretton Woods (BW) se deram principalmente através de argumentos de dois economistas, Harry Dexter White, detentor de cargo do departamento do tesouro dos Estados Unidos e representante dessa nação, e John Maynard Keynes, economista britânico que havia conquistado grande respeito mundial após suas contribuições à teoria econômica, principalmente em decorrência da crise de 1929. A importância do contexto desse debate para a liberalização financeira, apesar de não parecer clara, é muito importante. Isso porque os debatedores principais, mesmo com diversas discordâncias em política econômica, eram categóricos em afirmar a necessidade de controles de capitais.

White não ficou extensamente conhecido no meio acadêmico, o que Boughton (2002) atribui às contribuições burocráticas, normalmente expressas em memorandos governamentais, em detrimento de artigos trabalhos acadêmicos. O autor ainda afirma que a princípio havia convergência nos pensamentos de White e Keynes – sendo o primeiro considerado um “*Early Keynesian*” – em pontos como o apoio às políticas contra cíclicas como combate na recessão de 1937-1938, assim como uma certa flexibilidade às regras monetárias e cambiais para responder às situações desfavoráveis e extremas. No entanto, ao formalizar sua teoria, considerou que o câmbio administrado seria perigoso, pois daria espaço para que os países os usassem para ganhos de comércio, assim, sugeria regras internacionais de ajuste da taxa de câmbio. Outra de suas preocupações era a perda de autonomia da política econômica estadunidense com os acordos monetários internacionais, o que o levou à defesa de uma “zona do dólar” para competir com a libra e impossibilitar o uso da moeda britânica como instrumento de restrição à política dos Estados Unidos.

White (1943) via uma grande necessidade na criação de uma agência internacional que permitisse o ajuste das taxas de câmbio internacionais. Segundo ele, isso não poderia ser feito individual e unilateralmente pelos países, que poderiam tentar ajustá-las artificialmente em busca de um benefício próprio. O ajuste deveria ser feito sob consultoria de uma agência internacional através de acordos e após examinar as relações apropriadas entre as nações. Essa instituição ainda seria a melhor forma de suprir as necessidades do mundo pós-guerra.

No entanto, após essa reconstrução, grandes quantias de capitais deveriam ser esperadas em todo o mundo, o que poderia gerar pressões intensas. Nesse contexto, um ponto de extrema importância era a opinião de White sobre os controles de capitais, que, dado a possibilidade de danos dos fluxos de capitais, controles de volume de direção dos fluxos de capitais externos são

desejáveis, canalizando-os, porém não os extinguindo. Portanto, dado o caráter destrutivo de entradas e saídas súbitas, os controles de capitais deveriam ser utilizados para direcionar os investimentos, em detrimento de um fluxo livre. Nas palavras de White, a necessidade de controlas às pressões causadas pelo fluxo de divisas:

To induce the large volume of savings that we may expect after the war to seek profitable employment in countries in great need of capital, it is necessary to protect the balance of international accounts from the dangerous pressure that would be created were loans not forthcoming in large magnitudes at low rates on interest and long periods of amortization. (WHITE, 1943, p. 384).

White (1943, p.384, tradução nossa) destaca mais dois pontos que corroboram para o uso de controles de capitais. Segundo o autor, dadas as grandes somas de capitais bloqueados, devido aos períodos de guerra, algum plano deveria ser instituído para que a liberação desses saldos se desse de maneira gradual, já que essa existência poderia ameaçar a estabilidade das moedas, o que seria “decisivamente uma razão para manter restrições sobre a livre movimentação do capital”. Mas ainda, mudanças de política econômica – como desenvolvimento tecnológico, política comercial e monetária – atribuídas às tentativas de correção de desequilíbrio em certo país, podem ter um impacto longo e poderoso criando desequilíbrio em outros. Impactos como esse são decisivos tanto em tempos de crises, como na sua recuperação.

O plano que Keynes (1943) apresentou para a reunião iria no encontro de permitir aos países modificar suas taxas de câmbio e adotar restrições cambiais e comerciais para perseguir não só um equilíbrio no balanço de pagamentos, mas também o pleno emprego. Esse plano se manifestava através do chamado *Clearing Union*, uma câmara de compensações internacionais, através de uma moeda bancária internacional, o *bancor*. Nas palavras do autor na proposta enviada ao FMI:

The proposal is to establish a Currency Union, here designed an *Internacional Clearing Union*, based on international bank-money, called (let us say) *bancor*, fixed (but not unalterably) in terms of gold and accepted as the equivalent of gold by the British Commonwealth and the United States and all members of the Union for the purpose of settling international balances. [...] Measures would be necessary (see below) to prevent the piling up of credit and debit balances without limit, and the system would have failed in the long run if it did not possess sufficient capacity for self-equilibrium to secure this. (KEYNES, 1943, p. 21).



Em contraste com a proposta eventual de controle de capitais de White, Keynes os tinha como essencial para estabilidade das finanças internacionais. A respeito disso, Keynes (1943) explica sem qualquer receio que, o movimento de capitais deve ser regulado, seja por motivos políticos, evasão ou por antecipação de algum modo. Para ele, tanto os controles de saída quanto os de entrada devem ser permanentes e bilaterais, ou seja, assim como exposto em seu plano para o comércio, ambos os países, emissores e receptores, devem ter regulações sobre esses fundos. Na explicação do economista:

For these reasons it is widely held that control of capital movements, both inward and outward, should be a permanent feature of the post-war system. It is an objection to this that control, if it is to be effective, probably requires the machinery of exchange control for all transactions, even though a general permission is given to all remittances in respect of current trade. Thus those countries which have for the time being no reason to fear, and may indeed welcome, outward capital movements, may be reluctant to impose this machinery, even though a general permission for capital, as well as current, transactions reduces it to being no more than a machinery of record. On the other hand, such control will be more difficult to work by unilateral action on the part of those countries which cannot afford to dispense with it, especially in the absence of a postal censorship, if movements of capital cannot be controlled at both ends. (KEYNES, 1943, 32).

A necessidade dos controles de capitais para Keynes (1943) não significa o fim dos investimentos internacionais. Pelo contrário, tais fluxos, que são extremamente importantes para o desenvolvimento, devem somente serem distinguidos daqueles que não trazem qualquer benefício econômico para os países senão para a especulação. Portanto, deve-se distinguir entre os empréstimos de longo prazo por países credores, que ajudam a manter o equilíbrio e desenvolver a maior produção mundial, daqueles que se caracterizam por saída de países devedores que não tem um sistema financeiro tão desenvolvido; e entre os movimentos especulativos de curto prazo bem como as fugas de capitais.

A partir desses debates havia um consenso que o FMI deveria buscar reduzir a assimetria no mercado de bens que ocorria no padrão-ouro. No padrão ouro, quando um país tivesse um déficit na balança de pagamentos teria que reduzir suas importações para equilibrá-la novamente, enquanto o país que se encontrava superavitário não necessitaria aumentar suas importações. A ideia apresentada por John Maynard Keynes, era de que através da criação da moeda internacional acima citada (o *Bancor*) e da criação de uma União Internacional de Compensação, ambos os países, deficitários e superavitários, teriam que equilibrar seus balanços de pagamentos para que o fardo (representado pelo desemprego decorrente das políticas restritivas) não caísse

somente sobre os países deficitários. Tal plano, visava sustentar o crescimento do comércio internacional. O movimento de capitais, deveria, dado seu caráter prejudicial, ser submetido a controles. No entanto, o Plano *Bancor* não foi aceito em sua plenitude, dando origem ao FMI, que continuaria as políticas de austeridade e recessão para equilibrar o balanço de pagamentos (CARVALHO, 2004).

Após o debate e para formalizar os acordos estabelecidos, publicou-se os chamados “*Article of Agreements*”, que deixava claro as regras e os objetivos do Fundo Monetário Internacional. O Quadro 1 declara os objetivos do FMI, de acordo com o documento:

**Quadro 1 - *Articles of Agreement: Objetivos do Fundo Monetário Internacional***

<p><i>“The purposes of the International Monetary Fund are:</i></p> <p><i>(i) To promote international monetary cooperation through a permanent institution which provides the machinery for consultation and collaboration on international monetary problems.</i></p> <p><i>(ii) To facilitate the expansion and balanced growth of international trade, and to contribute thereby to the promotion and maintenance of high levels of employment and real income and to the development of the productive resources of all members as primary objectives of economic policy.</i></p> <p><i>(iii) To promote exchange stability, to maintain orderly exchange arrangements among members, and to avoid competitive exchange depreciation.</i></p> <p><i>(iv) To assist in the establishment of a multilateral system of payments in respect of current transactions between members and in the elimination of foreign exchange restrictions which hamper the growth of world trade.</i></p> <p><i>(v) To give confidence to members by making the general resources of the Fund temporarily available to them under adequate safeguards, thus providing them with opportunity to correct maladjustments in their balance of payments without resorting to measures destructive of national or international prosperity.</i></p> <p><i>(vi) In accordance with the above, to shorten the duration and lessen the degree of disequilibrium in the international balances of payments of members.</i></p> <p><i>The Fund shall be guided in all its policies and decisions by the purposes set forth in this Article.”</i></p>
--

Fonte: IMF (1944).

O núcleo duro do que foi discutido e acordado no debate é exposto nesses objetivos que abrem o documento. Primeiro se destaca a criação do fundo como uma instituição para consulta e com objetivo de cooperação entre os membros e, depois, expõe-se a estabilidade cambial como

objetivo principal, além de perseguir um equilíbrio no balanço de pagamentos. No entanto a necessidade dos controles dos capitais dada ao caráter volátil dos fluxos internacionais, citados tanto por White quanto por Keynes, não são contemplados nesse resumo/objetivo.

No entanto, o uso de controles aparece em alguns artigos do documento. No artigo VI, transferências de capital, o fundo declara que disponibilizará recursos para amenizar grandes fugas/saídas de capital, mas “the Fund may request a member to exercise controls to prevent such use of the resources of the Fund” (FMI, 1944, p. 12). Ainda na mesma seção o documento explicita que os membros podem fazer uso desses controles para regular os movimentos de capitais internacionais, desde que os mesmos não sejam usados para restringir pagamentos de conta corrente ou que atrase transferências de compromissos ou liquidação para o Fundo.

O que o documento deixa claro é que o uso do controle de capitais pode ser tolerado em alguns momentos, dadas algumas circunstâncias, na medida que o país que é prejudicado com o fluxo internacional deseje agir para controlar o mesmo. No entanto, isenta de responsabilidade o emissor desses capitais, ou seja, o país do qual esses fluxos são provenientes, que segundo as discussões de BW também deveriam ser responsabilizados.

Ghosh, Qureshi e Sugawara (2014) explicam que, apesar da visão exposta pelos debatedores do encontro de BW, ou seja, do reconhecimento da necessidade de controles de capitais, principalmente por Keynes que defendia esse compromisso bilateral, de receptores e emissores, a pressões de poderosos banqueiros nova iorquinos impediram que essa obrigação fosse explicitada na versão final do documento *IMF Articles of Agreement*. Como os EUA eram um dos grandes envolvidos nos fluxos de capitais, e se negava a usar controles de capitais ou sugeri-los, esses eram quase sempre unilaterais. No entanto, em 1970 mesmo a nação estadunidense impôs restrições a empréstimos estrangeiros, dada a volatilidade de fluxos e ataques especulativos que esperavam a desvalorização do dólar. Havia, entre os emergentes da época, o uso de controles de capitais, quase sempre de saída, para responder às repressões financeiras.

Segundo Eichengreen (2000), na prática, de todas as características exportas na conferência e estabelecidas na criação do FMI, somente os controles de capitais eram utilizados. Os países industrializados não adotavam a taxa de câmbio ajustável, já que não havia alterações na paridade. Os recursos do FMI se mostraram insuficientes e as punições nunca eram aplicadas de fato. Os países faziam muitas intervenções econômicas. Limitavam a taxa de juros,

restringiam os tipos dos investimentos dos bancos e regulavam os mercados para direcionar recursos (crédito) para setores estratégicos.

A necessidade de conseguir licenças para importação complicava os esforços para canalizar transações de capital através das contas correntes. Os controles foram capazes de conter a enxurrada porque não eram apenas um só obstáculo na corredeira. Ao contrário, os controles eram parte de uma série de comportas e barragens com a ajuda das quais as águas turbulentas foram domadas. [...] A manutenção dos controles foi essencial por causa da inexistência de um mecanismo convencional de ajuste. O compromisso em defesa do pleno emprego e crescimento que fazia parte do contrato social no pós-guerra inibiu a adoção de políticas de redução de gastos. As Políticas deflacionárias dos bancos centrais, que haviam corrigido os déficits no balanço de pagamentos no cenário padrão-ouro, já não eram mais politicamente aceitáveis. (EICHENGREEN, 2000, p. 132).

Com a recuperação dos mercados europeu e japonês, os Estados Unidos tiveram seus excedentes comerciais reduzidos, forçando-os a vender ouro para garantir a paridade do dólar. Começaram a ocorrer então algumas corridas especulativas contra o dólar no final da década de 1950 e saques de ouro na década de 1960, reduzindo seus estoques a um nível crítico no final da década. Apesar de diversos arranjos institucionais, em 1970 e 1971, o fluxo de dólar ao exterior aumentou, reduzindo as reservas dos EUA a um nível muito baixo. Foi então que o país anunciou a suspensão da conversibilidade do dólar em ouro. A partir desse momento, aumentou-se o limite de flutuação da taxa de câmbio, até que em 1973, o Sistema de Bretton Woods foi definitivamente abandonado (DATHEIN, 2005).

Em suma, a reunião de Bretton Woods ocorreu para tentar reestabelecer o equilíbrio do mercado internacional em um período de extrema instabilidade. Discussões acadêmicas e políticas formaram cumulativamente instituições e normas que não necessariamente ocorreram na prática. Sobre a necessidade de controles de capitais, apesar de estarem em ambos os principais discursos dessa conferência foram velados de uma formalização mais clara, apesar de continuarem sendo usados durante todo o período. A partir disso é possível perceber o quanto a influência do mercado financeiro, principalmente estadunidense, impõe a esse tipo de restrição uma característica indesejável, mesmo que necessária eventualmente, já que não à expõe claramente nas regras do jogo. A próxima seção mostra como, após a queda do padrão de BW, há um novo sistema financeiro internacional, ou como mencionado um não-sistema, baseado em dívidas do governo dos Estados Unidos.

### 3.3 O NOVO NÃO-SISTEMA FINANCEIRO MUNDIAL E AS FINANÇAS GLOBALIZADAS

Após o abandono do acordo de Bretton Woods, foi caracterizado um novo Sistema Monetário Internacional, mesmo que sem regras ou normas que o regessem. As características desse sistema, em vigor até os dias de hoje, são: o dólar como moeda-chave, a predominância do câmbio flutuante e o esforço crescente para a plena mobilidade de capitais. Além dessas características, Prates (2002, p. 79) aponta uma quarta: a dimensão hierárquica e assimétrica do sistema. Isso porque o sistema passa a ser baseado no dólar “flexível, financeiro e fiduciário” já que a moeda internacional não é mais vinculada ao ouro e sim à dívida dos Estados Unidos, o que expõe novas fontes de instabilidade no sistema.

Prates (2002) explica que o processo de globalização pode ser separado em três diferentes fases: a primeira (1960-79), de forma mais indireta e limitada, representada pelo surgimento do euromercado. A segunda, na primeira metade da década de 1980, pela retomada da hegemonia americana na implementação de políticas de desregulamentação dos países centrais e fortemente caracterizado pelo surgimento das finanças liberalizadas e securitizadas. E a terceira fase, a partir de 1986, quando passaram a ser desregulamentadas as bolsas de valores dos países centrais, aumentaram os negócios de derivativos. A terceira fase marca também a expansão do processo de globalização financeira para os mercados emergentes, no início dos anos 1990.

Eichengreen (2000) destaca que a partir de 1973, o mundo se livrou das amarras do câmbio fixo ajustável, passando então a adotar predominantemente o câmbio flutuante. Isso, segundo o autor, foi consequência do aumento da mobilidade internacional do capital. Os controles de capitais eram um instrumento utilizado para manter o câmbio em certo patamar, mas também podiam impor certas políticas de alteração dessa taxa sem desestabilizar os fluxos internacionais de capitais.

Além de deixar o câmbio flutuar, os países ainda tinham a opção da paridade fixa. Segundo Eichengreen (2000), países desenvolvidos como os Estados Unidos e o Japão, liberaram a flutuação enquanto os países em desenvolvimento fixaram suas taxas, utilizando extensivamente de controles de capitais para defender suas moedas. O uso desse instrumento, tão comum nas décadas anteriores, passou a se tornar cada vez mais impraticável. O crescimento de um mundo financeirizado pressionava os países em desenvolvimento em prol da liberalização, sob a ameaça de uma possível perda de investimentos ou de parceiros comerciais:

Mas não era possível atrasar os ponteiros do relógio. O permanente desenvolvimento dos mercados financeiros, alavancado pelos progressos nas telecomunicações e nas tecnologias de processamento de informação, prejudicou os esforços para conter os fluxos financeiros internacionais. As tentativas de contenção eram não apenas difíceis, mas também cada vez mais dispendiosas: com o desenvolvimento da competição entre centros financeiros, os países que impunham controles onerosos corriam o risco de perder sua participação no mercado mundial de negócios financeiros para outros concorrentes. OS países em desenvolvimento que não liberalizassem seus mercados corriam o risco de não atrair investidores estrangeiros. A liberalização, embora inevitável, agravou a dificuldade em manter as âncoras cambiais, levando um número crescente de países em desenvolvimento a deixar flutuarem suas moedas. (EICHENGREEN, 2000, p. 184-185).

No entanto, a adoção das taxas de câmbio flutuantes gerou diversas instabilidades, principalmente relacionadas à volatilidade das mesmas durante as décadas de 1970 e 1980. Mediante às variações exacerbadas, os países desenvolvidos passaram a fazer diversas intervenções, principalmente através de políticas monetárias que esterilizassem a moeda estrangeira. Eichengreen (2000) destaca que os objetivos da política econômica doméstica e aqueles relacionados à estabilização do câmbio nem sempre eram conflituosos, mas quando esses conflitos aconteciam, os países desenvolvidos utilizavam controles de capitais para garantir a autonomia das políticas.

Os controles foram responsáveis, juntamente à maior disposição em adaptar as políticas às necessidades do mercado de câmbio, à relativa tranquilidade da década de 1970 em relação a posterior. Eichengreen (2000) explica que na década de 1980 a inflação fez com que a política econômica dos Estados Unidos se alterasse diametralmente. O país, que tendia a deixar seu câmbio flutuar cada vez mais livremente, passou no início da década, com Ronald Reagan, a elevar os juros e a conter o crescimento da base monetária para reduzir a taxa de inflação (problema resultante da crise do petróleo em 1979). Isso atraiu capitais para os EUA e resultou em uma posição positiva de investimentos internacionais (o gráfico 2 demonstra a evolução do IIP – *International Investments position* dos EUA). Esse movimento levou também à uma valorização do dólar e a uma interpretação mundial de uma bolha especulativa em relação à essa moeda e aos juros estadunidenses. Em uma reunião no Hotel Plaza (que estabeleceu o Acordo de Plaza), os países centrais, do G-5, concordaram em tentar pressionar o dólar pra baixo, desvalorizá-lo.

No final da década de 1970 e no início da década de 1980 a posição de investimentos internacionais dos Estados Unidos era positivo, ou seja, a nação tinha mais ativos do que

passivos. A partir de 1985, essa relação se inverteu, a posição em proporção do PIB passou a ser negativa, resultado da saída de dólar dos EUA em direção aos outros países e, como demonstrado adiante, principalmente em direção aos países emergentes.

A partir da década de 1980, o investimento em carteira (portfólio) ganha espaço na posição de investimentos dos EUA. Isso se deve principalmente à mudança no mercado de capitais, sua evolução, mas principalmente à desregulamentação e securitização das economias globais. Belluzo (1995, p. 16) afirma que o processo de securitização na globalização financeira tinha como base os mercados de dívida pública. Os créditos desvalorizados dos países em desenvolvimento eram substituídos por títulos de dívida norte-americanos, “nobres e seguros”, expandindo sua posição devedora líquida.

Mediante o contexto internacional, o FMI não teve uma posição considerada atuante. Inicialmente, dada à volatilidade observada no mercado de câmbio, o órgão reuniu a Comissão dos Vinte (C-20) para definir acordos que fossem no sentido de manter uma paridade ajustável com reservas internacionais e recursos da instituição. Isso incorreria, na época, no emprego dos fundos do FMI para enxugar o excesso de dólar através de sua compra. Os países europeus – principalmente a Alemanha – e o Japão foram contra essa ideia, não permitindo um avanço nessa agenda. Assim, a instituição acabou por aplicar a Segunda Ementa aos Artigos de Acordo, legalizando a flutuação cambial.

Essa mesma emenda sugeria que o FMI não teria qualquer responsabilidade na supervisão do sistema de valores de paridade e sim na monitoração das políticas nacionais. Assim, para não incorrer nas restrições impostas pelo fundo, os países desenvolvidos recorriam muito mais às políticas de intervenção cambial e menos às políticas monetárias e fiscais básicas. Além de que, como os países não se dirigiam ao fundo em busca de recursos para tais intervenções, não eram suscetíveis às condições impostas àqueles que o faziam, gerando exuberante autonomia (EICHENGREEN, 2000).

Belluzo (1995, p. 13) explica que o FMI se distanciou de suas ideias originais, discutidas por White e Keynes. Isso fatalmente transferiu a função de regulação de liquidez, bem como a de prestador de última instância, do fundo para o Federal Reserve, banco central estadunidense. Segundo o autor, a instituição acaba estabelecendo uma “deplorável submissão ao poder e aos interesses dos Estados Unidos”.

No que se refere aos fluxos de capitais direcionados aos mercados em desenvolvimento, o início da década de 1970 era caracterizada por financiamentos privados desses mercados, principalmente em decorrência à grande liquidez internacional advinda dos chamados “petrodólares”. Esses recursos eram montantes acumulados por países exportadores de petróleo que os aplicavam em países desenvolvidos, em que o sistema financeiro intermediava empréstimos à países emergentes e em desenvolvimento. Isso estabelecia um montante de fluxos de empréstimos bancários à juros extremamente baixos, porém flutuantes. O Brasil se beneficiou grandemente desses financiamentos à medida que os empenhava em um processo de industrialização voltada ao mercado interno, o Processo de Substituição de Importações (PSI).

No entanto, como destaca Cunha (2013), o II choque do petróleo desestabilizou esses objetivos de desenvolvimento. Com o aumento dos juros pelos países credores (dado o evento internacional), os passivos externos dos países devedores aumentaram exponencialmente. A parada súbita de recursos, primeiramente para países que já incorriam em baixo crescimento e instabilidade econômica, faz com que esses países (com elevada dívida externa) fossem obrigados a solicitar ajuda financeira ao Fundo Monetário Internacional. Os países em desenvolvimento, ao recorrerem ao fundo ficam suscetíveis às recomendações de políticas (extremamente restritivas) do FMI. Recomendações essas que os países desenvolvidos conseguiam evitar financiando seus déficits com recursos próprios (principalmente os EUA através da emissão de dólares).

Prates (2002) destaca essas situações como características desse SMI em que há uma hierarquia de moedas. Essa posição privilegiada dos Estados Unidos, de financiar seus déficits com a moeda-chave, possibilita uma vantagem enorme relativamente aos países emergentes e em desenvolvimento, que tem suas políticas econômicas e a integridade de suas moedas fragilizadas dada à eminência de uma resposta negativa dos fluxos de capitais.

Esse contexto impôs uma pressão aos mercados emergentes que, sem recursos e reféns de políticas restritivas sugeridas pelo FMI, tiveram que se adequar às demandas dos países de origem dos fluxos de capitais. Para Bastos, Bancareli e Deos (2006), alguns desse anseios se manifestaram em ajustes e reformas neoliberalizantes recomendadas pelo Departamento do Tesouro dos Estados Unidos que, mesmo depois de cumpridas, não tiveram magnitude suficiente para atrair o capital internacional.



Segundo o autor, isso aconteceu porque os detentores dos fundos desejavam melhores acordos e garantias de que seus ativos poderiam ser resgatados a qualquer momento, ou seja, demandavam a retirada de qualquer tipo de controles sobre os capitais. Isso levou a uma onda de argumentos estatais (principalmente dos países dotados de mercados financeiros desenvolvidos) em prol da liberalização de capitais.

A agenda ficou mais clara quando, no Consenso de Washington, nome dado ao debate e consonância de ideias neoliberais de importantes economistas do Banco Mundial e dos países desenvolvidos e sumarizado por Williamson (1990), definiu diversas recomendações de políticas aos países em desenvolvimento. Dentre essas estavam: a liberalização de investimentos estrangeiros diretos, a privatização de estatais e a desregulamentação da economia.

Para Carneiro (2007) esse momento do Sistema Monetário Internacional é caracterizado por uma mutação da lógica capitalista. Segundo ele, a produção de bens e serviços passa a não ser mais o que configura os anseios dos agentes. As famílias, empresas e agentes financeiros, amparados pelos objetivos dos governos dos países desenvolvidos passam a buscar principalmente o aumento patrimonial através das finanças. Carneiro (2007, p. 4) expõem que nessa nova fase constata-se “a ampliação da autonomia relativa da esfera da valorização da riqueza financeira vis-à-vis aquela da produção ou de geração da renda.”

A partir da nova lógica capitalista, estabeleceu-se uma agenda de integração financeira global, elevando a pressão de organismos internacionais sobre os países em desenvolvimento em prol da abertura de suas contas de capitais. Mesmo Kenneth Rogoff, então membro do Conselho do Fundo Monetário Internacional, assumiu que a intenção do organismo sempre foi dirigida para a extinção dos controles de capitais permanentes, sendo permitidos somente os temporários em alguns casos (CARVALHO; SICSÚ, 2006).

Prates (2002) acrescenta que a lógica especulativa passou a fazer parte não só do comportamento do sistema financeiro, mas das famílias em suas decisões de consumo, investimento, endividamento, dentre outros. No entanto, segundo a autora isso não ficou restrito dentro das fronteiras nacionais dos países industrializados, mas extravasou em forma de fluxos de capitais, deslocando os fluxos de comércio e a produção mundial.

Nas palavras de Prates (2002, p. 95), “a lógica especulativa imprime um perfil volátil e curto-prazista aos fluxos de capitais de forma geral, o que não implica inexistência de uma hierarquia em termos de volatilidade entre as diferentes modalidades de fluxos.” Esse

comportamento curto-prazista é carregado das características psicológicas do mercado financeiro como o efeito manada que contaminam não só os fluxos de portfólio, mas também as outras modalidades de fluxos de capitais, como o investimento estrangeiro direto e as dívidas.

A partir dessa terceira fase de globalização, o FMI passou por uma mudança “diametral”. Alguns países começaram a retomar os regimes de taxas de câmbio fixas, o que reacendeu o papel principal do fundo. No entanto, o contexto econômico da década era diferente. O novo cenário era de fluxos de capitais quase irrestritos nos países desenvolvidos e uma sociedade ocidental que firmava uma forte ideologia de estado mínimo e antiestatista. Foi então que o FMI revolucionou suas posturas acerca dos controles de capitais. O Fundo monetário internacional se tornou “o paladino do admirável mundo novo da integração financeira global” (CARVALHO, 2004, p. 200). Isso leva à aceleração da integração financeira nos países emergentes, tratada na próxima subseção.

### **3.3.1 Integração Financeira Global e as Crises Especulativas nos Países Emergentes**

O Sistema Monetário Internacional do final do século XX e início do século XXI é marcado pela crescente mobilidade de capitais, bem como os esforços para que os mesmos não sejam restritos. Isso leva a um ambiente extremamente volátil, instável e com recorrência de diversos momentos de crise financeira. Essa subseção apresenta os passos dessa integração financeira global e suas consequências.

Os resultados das instabilidades e da mudança de juros imposta pelo choque do petróleo em 1979 reduziram os fluxos de capitais até o final da década de 1980. O que possibilitou novamente a entrada de capitais foi o chamado Plano Brady. Esse plano, nomeado a partir do secretário do tesouro americano Nicolas Brady, reestruturou a dívida externa dos países latino-americanos e emitindo títulos do governo dessas economias. A partir de então a elevação da confiança dos agentes internacionais iniciou um novo ciclo de recursos.

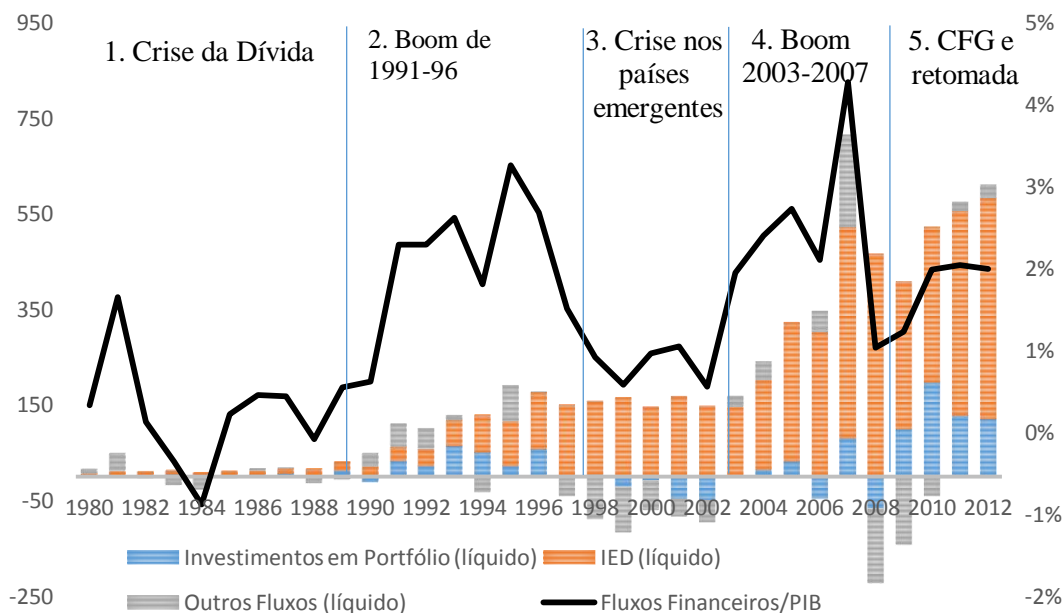
Cunha (2013) aponta que os fluxos de capitais desde 1980 se apresentam em um padrão cíclico. Esses investimentos estavam em decadência no início desse período, justamente em decorrência da dívida externa dos países em desenvolvimento. No entanto, como já explicitado, essa saída de recursos era resultado da reversão da liquidez internacional advinda dos petrodólares, a partir das crises do petróleo. Após a reestruturação e, como aponta o autor, após a

intenção de se privatizar diversas empresas públicas, os países emergentes se tornaram um destino para recursos internacionais.

Essas privatizações faziam parte das recomendações do Consenso de Washington. Para Bresser-Pereira e Nakano (2004) essa reunião mandava a mensagem clara para os países emergentes de que, à medida em que os mesmos colocassem em prática as reformas pelos organismos internacionais e pelos economistas dos países desenvolvidos (sejam elas, controle do déficit público, integração financeira e reformas orientadas para o mercado), os fluxos de capitais surgiriam para financiar o crescimento nesses países.

De fato, os primeiros anos da década de 1990 serviram como exemplo do sucesso de tais reformas. Mesmo que ainda com predominância inicial de “outros investimentos” (principalmente dívida), os fluxos de capitais retomam uma ascendente. O gráfico 1 mostra os diferentes tipos de fluxos de capitais, bem como o fluxo total em proporção do PIB para os países emergentes:

Gráfico 1 - Fluxos de capitais para países emergentes – por tipo (US\$ bi, 1980-2012)



Fonte: World Economic Outlook database (FMI, 2011), com base em Cunha (2013).

O gráfico revela essa retomada à entrada de recursos na década de 1990. Inicialmente, esses fundos têm grande proporção de “outros investimentos”, fluxos característicos da década de 1970, principalmente compostos de empréstimos bancários internacionais. A partir de então, os

Investimentos Estrangeiros Diretos e os investimentos em portfólio (carteira) se mostram mais presentes. O pico é atingido em 1995, quando os países emergentes recebem um total líquido de US\$ 192,287 bilhões, o que corresponde a cerca de 4% do PIB conjunto dessas economias. Esse ciclo de alta chega ao fim quando começam as crises especulativas dos países emergentes, gerando uma escassez de recursos, mas também como resultado de uma “ruptura do consenso ideológico em torno da globalização” (CUNHA, 2013, p. 357).

O terceiro ciclo do gráfico 1 apresenta as crises especulativas e cambiais dos países emergentes. Essas começaram no final de 1994, no México, seguido da Rússia (1995), Ásia (1997), Brasil (1999) e Argentina (2002).

Foram criadas três gerações de modelos de crise cambial que tentaram associar à crise, principalmente, aos fundamentos dos países que as sofreram. Os modelos de primeira geração, conhecido como canônicos, tentam explicar a ocorrência das crises através da inconsistência das políticas domésticas e a tentativa de se manter uma taxa de câmbio fixa. Nesse caso, se o governo não tem recursos para manutenção dessa variável e acaba aumentando a dívida para fazê-lo, o desequilíbrio fiscal acabará atraindo um ataque especulativos uma fuga de capitais. (ALVES JR.; FERRARI FILHO; PAULA, 2004).

Os de segunda geração explicam que o governo enfrenta um *trade-off* entre a flexibilidade macroeconômica no curto prazo e a credibilidade da política econômica do governo no longo-prazo. Segundo Alves Jr., Ferrari Filho e Paula (2004), os modelos argumentam que os agentes criam expectativas acerca dessa escolha e, em eventos circunstanciais chamados de *sunspots*, a mudança de regime cambial acontece como uma profecia autorrealizável, de maneira que posição de moeda estrangeira dos agentes alteram a relação entre as moedas. Os modelos de primeira e segunda geração pressupõem que os mercados sejam eficientes, onde os agentes utilizam toda a informação disponível para tomada de decisão.

Os modelos de terceira geração se baseiam em falhas de mercado. Nesses, explica Alves Jr., Ferrari Filho e Paula (2004), a crise cambial é pré-anunciada por uma crise financeira, relacionada principalmente à desregulamentação da economia e da ação do sistema financeiro e bancário que realiza empréstimos ruins. Essas dívidas aumentam o montante de dinheiro na economia pressionando artificialmente para cima os preços dos ativos. Quando os agentes percebem que os preços estão altos, há uma queda dos mesmos, deteriorando o balanço dos bancos e provocando um ataque especulativo contra a moeda doméstica

Segundo Prates (2002), que explica as crises financeira em uma abordagem heterodoxa, a maior vulnerabilidade dos países emergentes à instabilidade sistêmica que caracteriza o ambiente de globalização financeira e, assim, as crises financeiras da década de 1990, está associada à sua posição subordinada e periférica no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, o qual é um sistema hierárquico. Em outras palavras, essa maior vulnerabilidade decorre das assimetrias monetárias e financeiras desse sistema, que têm uma natureza centro-periferia.

Isso quer dizer que essas crises financeiras são geradas a partir da absorção irrestrita dos fluxos de capitais, aumentando a fragilidade macroeconômica e financeira dos países em questão. Quando os países recebem fluxos interessados principalmente na valorização patrimonial através do diferencial de juros internacionais e domésticos (operações de *carry-trade*) associados à ausência de controles de capitais efetivos – condição necessária para atrair esses investimentos nesse período – a tentativa de manutenção das políticas orientadas para o mercado e o câmbio fixo ou ajustável é insustentável.

Eventualmente esses fluxos geram “valorização cambial, déficit em conta corrente, desequilíbrio fiscal, fragilização do sistema bancário, deterioração da situação financeira das empresas e bolhas de consumo ou especulativas nos mercados de ativos” (PRATES, 2002, p. 115).

Seguindo a mesma linha de visão pós-keynesiana, não é possível associar a crise a fatores endógenos, mas sim a variáveis exógenas. Os fundamentos não possibilitam uma visão confiável do futuro, que por sua vez não é calculável, por falta de informações adequadas para análises probabilísticas e nem pode ser previsto conforme as informações históricas (ALVES JR.; FERRARI FILHO; PAULA, 2004).

Apesar de demonstrar as mesmas características que levaram à crise financeira – integração financeira junto à tentativa de manutenção da taxa de câmbio e reformas orientadas pelo mercado – o passo da liberalização financeira externa e as respostas à crise foram diferentes entre os países asiáticos e latino-americanos. Na Ásia, a Tailândia, Malásia, Indonésia e Filipinas, imprimiram um ritmo de LFE constante, tanto para investimentos de longo quanto de curto prazo, como uma tentativa de atrair mais recursos e crescer com poupança externa (PARK; BAE, 2002).

Já na Índia e a China o ritmo foi mais lento e gradual. A primeira procurou selecionar os fluxos de capitais entrantes privilegiando o investimento estrangeiro direto e restringindo os de curto prazo enquanto a última havia dado alguns passos em direção à LFE (para se adequar à

cláusula VII do AoA), no entanto, quando do início da crise asiática, ambas estavam em estágio inicial e não foram afetadas significativamente (ARIYOSHI *et al.*, 2000).

O resultado foi que, em 1997, a crise asiática se deflagra na Tailândia e faz com que Indonésia, Malásia e Filipinas sofram o contágio no segundo semestre do mesmo ano. Prates (2002) explica que os déficits em conta corrente, intensificados em 1993 e 1994 na Tailândia abalaram as expectativas dos investidores que, imaginando que não seria possível a manutenção dos mesmos, protagonizaram uma fuga massiva de capitais além de realizarem ataques especulativos sobre a moeda.

Nesse contexto, a Malásia respondeu à crise com políticas de controles de capitais que passaram a ser considerados com um *case* de sucesso no uso de tais instrumentos. Isso porque, ao contrário de outras economias que sofriam com a crise financeira, o país foi na contramão do receituário do FMI (e por consequência não obteve seu financiamento). As taxas de juros foram mantidas em um patamar baixo e controles de capitais foram impostos para impedir o mercado *offshore* da moeda malaia (o *ringgit*) e conter a massiva fuga de capitais. Carvalho e Sicsú (2006) atribuem o sucesso dessas medidas ao fato de que às regras de controles de capitais eram rígidas, sem qualquer exceção, o que reduzia a capacidade dos agentes internacionais de burlarem tais instrumentos.

A América Latina se caracterizou por um padrão de liberalização financeira mais abrupto, rápido, principalmente para se adequar as demandas do mercado e iniciar reformas que os organismos internacionais asseguravam que os trariam crescimento de longo-prazo. No México a abertura foi parte da reforma do sistema financeiro doméstico, principalmente através da abertura do mercado de títulos públicos aos investidores estrangeiros (FREITAS; PRATES, 1998)

Freitas e Prates (1998) explicam ainda que na Argentina, o governo, em busca da estabilização monetária, estabeleceu um regime de *currency board*, onde havia uma taxa de câmbio fixo com conversibilidade monetária. O regime adotado atrelava a base monetária ao dólar através das reservas internacionais. Portanto, para aumentar o estoque de moeda na economia era necessária uma entrada de capitais que o permitisse, reforçando a tendência à LFE quase completa.

No Brasil a liberalização foi realizada a grandes passos a partir de 1990. Através de um instrumento chamado Carta Circular n. 5, as CC5s, as autoridades nacionais permitiam que qualquer agente pudesse movimentar recursos com o exterior por meio dessas rubricas. Sicsú

(2006) mostra que esse foi o ato mais contundente na liberalização externa da economia brasileira. A crise no país aconteceu quando o governo não poderia mais manter o déficit em conta corrente (dado à manutenção de uma taxa sobrevalorizada como instrumento de âncora inflacionária) que levou ao ataque especulativo ao real em 1999.

Em resumo, esses episódios mostram que as crises especulativas nos países emergentes ocorriam dado à uma expectativa negativa dos agentes econômicos sobre a manutenção do equilíbrio das contas nacionais que levavam ao ataque especulativo contra a moeda. No entanto, como exposto pelas teorias heterodoxas acima, essa instabilidade só era possível em decorrência do processo de liberalização financeira externa, que permitia com que esses ataques ocorressem facilmente através dos livres fluxos de capitais.

Após as crises financeiras da década de 1990, o FMI passou lentamente a reconhecer alguns dos prejuízos causados pela volatilidade dos fluxos de capitais especulativos em países emergentes e em desenvolvimento. Ariyoshi *et al.* (2000), em um relatório do FMI, expõe casos em que os usos de controles de capitais foram bem-sucedidos e admite o benefício, como instrumento paliativo, de se impor restrições aos fluxos de capitais.

Uma das principais estratégias adotadas pelos países emergentes após o período de instabilidades financeira da década de 1990 foi o aumento do colchão das reservas internacionais. Com moeda estrangeira suficiente, os países seriam capazes de reduzir sua vulnerabilidade externa aos períodos de maior preferência pela liquidez, suprindo o excesso de demanda por esse ativo quando houvesse uma expectativa negativa que levasse a fuga dos recursos.

Quando superadas as crises houve, nos países emergentes, um novo boom dos fluxos de capitais de 2003-2007. Esse crescimento dos fluxos remete ao otimismo dos agentes internacionais em relação ao potencial de crescimento desse grupo de países. O crescimento da China, que aumentou sua produção e suas exportações gerou demanda para diversos produtos (principalmente primários, o que ficou conhecido como o boom das *commodities*) dos países emergentes, favoreceu o crescimento dos mesmos e atraiu grande quantia de capital, principalmente investimento estrangeiro direto.

A onda de recursos foi caracterizada inicialmente pela predominância de fluxos de Investimento Estrangeiro Direto (IED), em detrimento de investimentos de curto-prazo. Além disso, durante os anos 2000 algumas novas características devem ser apontadas: melhores posições na conta corrente, com superávits ou reduções de déficits, e acumulação de reservas

estrangeiras, que reduzem o risco de calote e permitem que o banco central intervenha no câmbio (PAULA; FERRARI FILHO; GOMES, 2013).

Essa expectativa positiva sobre os rumos dos países emergentes chegou ao pico da série histórica em 2007, inclusive com uma entrada de fluxos de curto-prazo (em carteira) em grande magnitude, um sinal de grande euforia nos mercados financeiros. A próxima subseção explora a crise financeira global, que pôs fim a esse *boom*.

### **3.3.2 Crise Econômica Global e a Emergência Política dos BRICS**

O momento de expansão dos fluxos de capitais em direção aos países periféricos ficou evidente até 2007. Nesse contexto, mesmo com o arrefecimento do crescimento estadunidense, resultado do início da crise financeira no país, os países emergentes ainda mantinham taxas de evolução do produto favoráveis, o que levou ao surgimento da “teoria do descolamento”.

Segundo o FMI (2007), havia uma redução da correlação entre o crescimento global e o crescimento dos Estados Unidos. O relatório afirma que a expressão “se os Estados Unidos espirrarem, o resto do mundo pega uma gripe” (FMI, 2007, p. 121, tradução nossa) ainda era relevante, no entanto, essa relação havia diminuído. O contágio seria mais relevante em países que mantinham laços estreitos com a indústria e as finanças dos Estados Unidos e que uma redução de 1% no crescimento do país levaria a redução aproximada de 0,2% na América Latina, 0,4% no México e no Canadá (que tem ligações mais fortes com os EUA) e alterações muito pequenas na África e no Oriente Médio.

No entanto, o mesmo relatório demonstrava preocupações a respeito da ligação entre a redução do crescimento norte-americano, as movimentações do câmbio e as medidas protecionistas. O FMI (2007) previa que, dada ao primeiro evento, poderia ocorrer uma pressão de apreciação das moedas nos países parceiros e uma consequente tentativa de aumentar as medidas protecionistas para proteger o crescimento e o emprego.

Quando em setembro de 2008, o Lehman Brothers decreta falência, o mundo financeiro entra em uma espiral de pânico, vendendo ativos que até então eram considerados seguros e gerando uma depreciação geral nos mercados de títulos privados, derivativos, moedas e



empréstimos bancários, dando início à crise financeira global (CFG)<sup>10</sup>. Cunha (2013) explica que esse movimento é conhecido como “desalavancagem complexa”, onde as posições anteriormente tomadas, extremamente alavancadas, são desfeitas. Nesse momento, a teoria de descolamento cai por terra uma vez que se observa um contágio praticamente generalizado nas economias ao redor do mundo, inclusive naqueles com fundamentos macroeconômicos estáveis.

A crise leva imediatamente a dois diferentes movimentos em relação aos fluxos de capitais. O primeiro deles, evidente no gráfico 1, é a grande reversão de fluxos de capitais especulativos (fluxos privados líquidos com exceção do IED) nos países emergentes. Os recursos que, em 2007, registraram uma entrada líquida de US\$ 273,682 bilhões se reverteram somando uma fuga líquida de US\$ 221,384 bilhões em 2008. A crise expõe novamente a fragilidade do sistema monetário internacional e o contágio eminente dos países emergentes e em desenvolvimento. Mas escancara também a característica de fuga ao dólar em que os investidores, dados os momentos de instabilidade, buscam liquidez para repatriamento de recursos, seja para cobrir prejuízos em sua carteira ou simplesmente para manter os ativos líquidos esperando novas definições do mercado (demanda por liquidez para especulação).

No entanto, como expõe Cunha (2013), o segundo movimento desses fluxos se caracteriza pela nova entrada de capitais de portfólio em 2009 e 2010. Essa retomada reflete a injeção de recursos financeiros para resgatar (*bail-out*) as instituições financeiras com recursos do Federal Reserve (FED).

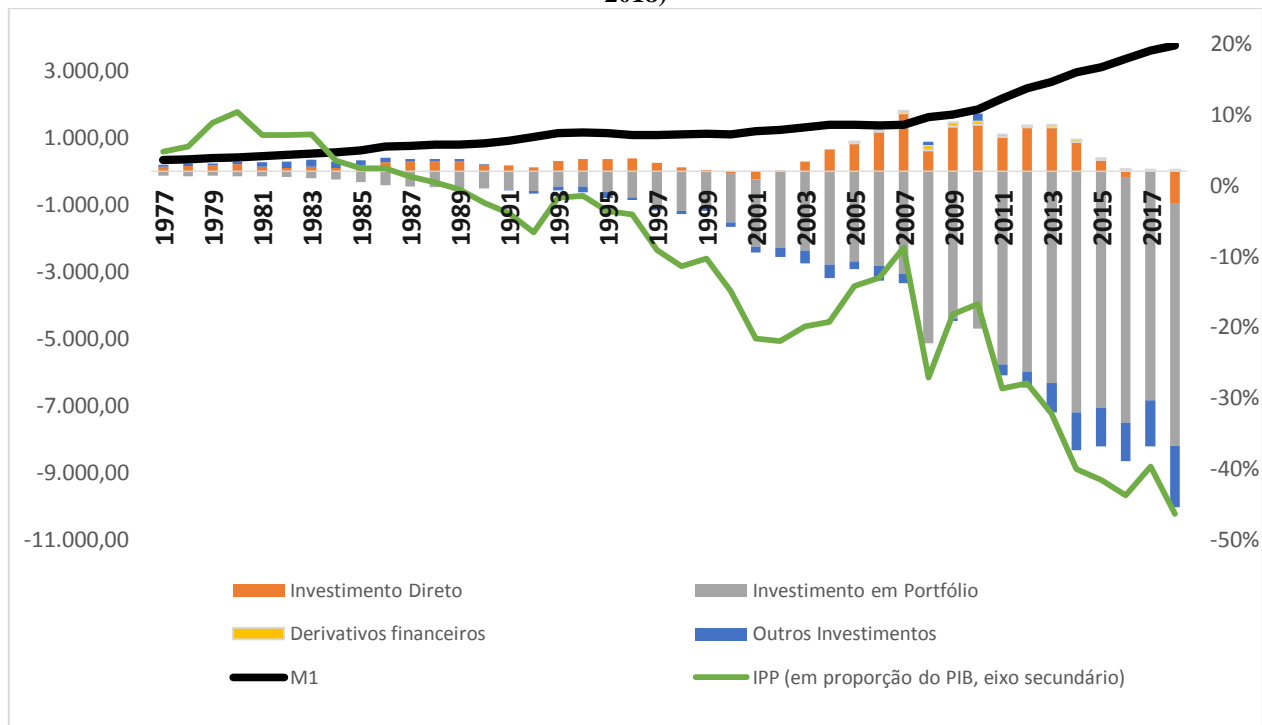
Essa política do Banco Central veio acompanhada de um afrouxo monetário sem precedentes do governo americano. As políticas conhecidas como *quantitative easing* (QE)<sup>11</sup> aumentaram a base monetária dos Estados Unidos de maneira singular.

---

<sup>10</sup> A crise financeira global é o estouro de uma bolha imobiliário nos Estados Unidos que ganhou dimensões financeiras em um sistema financeiro frágil e desregulamentado. A grande dimensão se deu pelo fato de que as instituições financeiras bancárias e não bancárias estadunidenses passaram a emitir títulos inovadores “complexos e opacos” relacionados ao mercado de hipotecas. Esses créditos foram reunidos e colocados em uma cesta de passivos que seriam vendidos a investidores e fundos de investimentos com diferentes graus de risco e juros. Esses títulos foram ainda introduzidos nos mercados de derivativos como CDSs (*credit default swaps*) negociados em mercados de balcão e sem câmara de compensação. Esse modelo de distribuição de títulos ficou conhecido como sistema financeiro na sombra (Shadow Financial System) (CINTRA; PRATES, 2011).

<sup>11</sup> As políticas de *quantitative easing* foram impostas em três fases. A primeira, imposta em novembro de 2008 e março de 2009; a segunda em agosto e novembro de 2010; e a terceira em setembro e dezembro de 2012.

**Gráfico 2 - Posição de Investimentos Internacionais – IPP – e M1 dos Estados Unidos (US\$ Bilhões, 1970-2018)**



Fonte: elaboração própria; IFS database; Federal Reserve; World Bank database.

O gráfico 2 mostra como, a partir de 2008, o M1, que sempre apresentou uma tendência de crescimento (para suprir as necessidades de moeda dos agentes em um país em que a produção aumenta) sofre um aumento na sua trajetória de crescimento (evidenciado pela maior inclinação da linha a partir de 2008).

Ao mesmo tempo a posição devedora dos Estados Unidos em fluxos de portfólio passa a aumentar consideravelmente. Isso ocorre porque esse aumento da base monetária faz com que haja uma saída de capitais em busca de oportunidades de maior rendimento nos países emergentes, o que é observado também no gráfico 1, com o retorno expressivo de tais fluxos. Cintra e Prates (2011) mostram como isso levou à volatilidade das taxas de câmbio em diversos países.

Algumas diferenças são claras em relação à posição dos países emergentes nas crises da década de 1990 e de 2008. A primeira delas era a posição heterogênea desses mediante o sistema financeiro internacional. Dentre os emergentes, alguns deles, (principalmente os Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul, os BRICS) construíram um colchão de reservas internacionais para reduzir as fragilidades dado ao movimento internacional de divisa. Isso evidentemente dá mais

segurança e permite que os países continuem a transacionar com o exterior sem a ajuda dos pacotes de resgate do FMI. No entanto, para Cintra e Prates (2011), a crise revelou que essa política não era suficiente para tornar esses países imunes à instabilidade inerente ao contexto do SMI e à globalização financeira.

A segunda diferença, explicada por Cunha (2013) é a de que os países emergentes e em desenvolvimento, do mesmo modo como os países desenvolvidos, fizeram políticas anticíclicas (diferentes daquelas orientadas pelo mercado e pelos organismos internacionais), com a consciência de que as políticas restritivas agravariam ainda mais a situação do crescimento local. Assim, tomaram uma posição contrária aquelas recomendadas (e acatadas) pelos organismos hegemônicos da década anterior.

O aumento da importância dos BRICS na economia global fica também evidente na posição política na qual esses países se colocavam. Cintra e Prates (2011) relatam que na reunião realizada pelo FMI e pelo Banco Mundial, em 2008, os países em desenvolvimento conseguiram impor a necessidade de uma coordenação conjunta para sair da crise. Nas palavras dos autores:

Na reunião conjunta do Fundo Monetário Internacional do Banco Mundial, no início de outubro de 2008, os países em desenvolvimento conseguiram convencer as economias industrializadas – sob a liderança do presidente George W. Bush – a convocar uma cúpula de coordenação da crise global. Assim, o governo brasileiro desempenhou papel crucial na convocação da cúpula, aproveitando-se do fato de que ocupava a presidência rotativa do grupo. Em 15 de novembro de 2008, foi realizado o primeiro encontro dos líderes dos países do G20 financeiro (Cúpula de Washington) a fim de “promover a compreensão mútua” quanto às causas da crise e de formular “um conjunto comum de princípios para a reforma dos regimes regulatórios e institucionais dos setores financeiros mundiais”. (CINTRA; PRATES, 2011, p. 15).

Esses esforços levaram, primeiramente a um consenso, dentre os países do G20, sobre a necessidade da regulação e da supervisão do Sistema financeiro internacional. Em um Segundo momento, levaram ao estabelecimento pelos Estados Unidos, liderado pelo então presidente Barack Obama, a uma reforma no Sistema financeiro doméstico que reduzisse o caráter instável do mesmo. Além de, no âmbito global, o estabelecimento das discussões acerca do Acordo de Basiléia III<sup>12</sup>, que preveniria futuras crises financeiras sistêmicas (CINTRA; PRATES, 2011).

---

<sup>12</sup> ‘O Acordo de Basiléia III foi finalizado em dezembro de 2017 e se refere à propostas de reforma da regulamentação bancária estabelecida anteriormente (Basiléia II). Dentre as medidas regulamentadas estão: o aumento das garantias em capital requeridas dos bancos para que os mesmos tenham mais capacidade de se ajustar às condições adversas do mercado; capital mínimo de alta qualidade (Capital Tier I); além de um colchão próprio de reservas para responder às crises (BIS, 2017).

Pode-se concluir que a dinâmica especulativa do sistema monetário internacional, estabelecido principalmente a partir da década de 1980, e a globalização financeira da economia mundial, instituíram um ambiente de extrema instabilidade econômica e de fácil contágio dos países em relação às crises financeiras.

### 3.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O Sistema Monetário Internacional, desde o padrão-ouro, sempre foi uma instituição em constante evolução. Disputas por hegemonia, mudanças de moedas internacionais e a tentativa de impor a outros países condições para que o sistema ficasse cada vez mais dinâmico e lucrativo, sempre impuseram um caráter instável a essa instituição, instrumentalizado principalmente pelos fluxos de capitais ao redor do globo.

Os controles de capitais sempre estiveram presentes nesse contexto, formando uma instituição própria, onde, dependendo dos anseios e da relação de poder dos agentes internacionais e dos Estados Nacionais no SMI, eram restringidos em maior ou em maior grau.

Na vigência do padrão-ouro, tais controles eram essenciais na estrutura de equilíbrio entre os países, mesmo que os fluxos de capitais fossem o mecanismo de ajuste dos déficits em conta corrente. Com o estabelecimento do poder hegemônico dos Estados Unidos e sua indisponibilidade de manter o sistema como previamente estabelecido, o mesmo passou a ganhar características mais voláteis e o uso de restrições sobre os fluxos de capitais passaram a se demonstrar ainda mais importantes.

Quando se estabeleceu o acordo de Bretton Woods que, apesar dos agentes não o cumprirem na generalidade, uma relativa estabilidade foi estabelecida. Nesse acordo fica ainda mais clara a necessidade do uso de restrições sobre as movimentações financeiras, principalmente aquelas de caráter especulativo, de curto prazo. No debate dos principais economistas mundiais, o uso desses instrumentos é consenso, apesar de não ser formalmente sugerido por influência do já poderoso *establishment* financeiro.

Com a queda do acordo de Bretton Woods como instituição regente do SMI e a financeirização da economia global, não faltaram esforços para restringir o uso de controles de fluxos de capitais. O Objetivo era criar um ambiente favorável para a mobilidade das moedas e a consequente abertura de mercados para a alcançar a desejada valorização patrimonial, característica marcante do período. No entanto, esses esforços criaram um ambiente

extremamente instável e caracterizado por diversas crises financeiras, em países emergentes, mas também nos desenvolvidos.

Os controles de capitais nesse contexto foram utilizados de maneira heterogênea pelos países. O que ficou evidente, e eventualmente assumido por importantes organismos internacionais, foi o fato de que países que usaram essas restrições a movimentação de recursos tiveram melhor desempenho macroeconômico durante as décadas referidas.

O próximo capítulo faz uma análise da mudança da visão institucional do FMI sobre o uso de controle de capitais e mostra, através de uma abordagem pós-keynesiana institucionalista, como evolui a instituição do uso desse instrumento.

#### **4 A NOVA VISÃO DO FMI E A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA COMO INSTITUIÇÃO**

Mediante o desenvolvimento da economia capitalista e do sistema monetário internacional o FMI adaptou sua visão sobre o uso de controles de capitais e o objetivo de conversibilidade total das moedas dos países membros. Essa mudança foi dirigida por instituições hierárquicas superiores, relacionados ao funcionamento desse sistema, que impôs realidades inegáveis à pesquisa acadêmica, aos países avançados, emergentes e em desenvolvimento, aos grupos governantes dessas nações e mesmo aos integrantes do FMI.

Na sua concepção, como já demonstrado no capítulo anterior, as discussões entre Dexter White e John Maynard Keynes deixavam clara a necessidade do uso de controles de capitais para garantir a estabilidade e o objetivo principal dos recursos financeiros internacionais que deveriam ser direcionados à fim produtivo, em detrimento dos especulativos.

No entanto, como resultado de demandas de um sistema financeiro ainda em suas fases iniciais de complexidade, mas já com poder e influência política mundial, essas preocupações não foram deixadas estabelecidas como regra geral ou como determinação consultiva do Fundo. Apesar disso, como destacado por Eichengreen (2000), o uso de tais medidas foi o único ponto da discussão que realmente foi amplamente utilizado no período que compreende o acordo de Bretton Woods no SMI.

A partir da quebra do acordo, o sistema monetário internacional tomou dimensões e características mais especulativas e passou a requerer não só a liberalização financeira externa das economias nacionais, mas também de reformas direcionadas ao mercado. O fundo passou a advogar em prol dessas reformas através das recomendações e exigências como contrapartida de empréstimos de resgate, principalmente aos países emergentes. Gallagher (2015) expõe que, nesse momento, a mobilidade das moedas no mundo passou a ser uma norma social para o FMI.

O resultado da tentativa de rápida integração financeira mundial logo se manifestou através de recorrentes crises contra as moedas dos países emergentes, caracterizadas por quebra de expectativas de agentes financeiros internacionais, fuga de capitais e ataques especulativos. Como já discutido, apesar de baseados em fundamentos internos dos países que sofreram com tais crises, a magnitude desse movimento só ocorreu dado ao padrão de integração e à vulnerabilidade que esse objetivo impôs aos países em questão.

A ocorrência das turbulências, principalmente na década de 1990, foi o início de uma nova mudança na visão do FMI em relação à necessidade do uso dos controles de capitais. Inicialmente foram descartados os anseios de se incluir formalmente, através da alteração dos artigos de acordo, os objetivos de liberalização da conta capital dos países membros. O consenso em torno desses objetivos foi, aos poucos, se alterando através de pesquisas científicas que demonstravam que a ligação entre a LFE e o crescimento e também do uso de fato de restrições à entrada de saída de recursos bem-sucedidas por diversos países.

O FMI passou então a considerar o uso de controles de capitais e primeiramente em alguns estudos de pesquisadores, como em Ariyoshi *et al.* (2000) mas também em relatórios feitos pelo seu *staff*, como em FMI (2005, 2010). No relatório de avaliação “*The IMF’s Approach to Capital Account Liberalization*” de 2005, o fundo afirma que seu papel na liberalização mundial seria um tópico controverso, já que não existia um consenso sobre o tema. A partir de apresentações de relatos e discussões do papel do fundo, focando a crise Asiática, o relatório afirma que apesar de a maneira mais efetiva de lidar com grandes entradas de capitais fosse a política fiscal restritiva e o câmbio flutuante, o uso de controles temporário poderia ser um instrumento prudencial a ser considerado. O fundo iniciava um consenso interno da possível necessidade desses recursos: “the fund staff has been quite accommodating the authorities’ policy choices when they involve a gradual approach to capital account liberalization ot temporary use of capital controls” (FMI, 2005, p. 105).

Em FMI (2010), o *Global Financial Stability Report* (Relatório de Estabilidade Financeiras Global), onde afirmava que apesar de assumir que os fluxos de capitais são bem-vindos para o desenvolvimento econômicos, há algumas preocupações acerca de sua relação com potenciais pressões inflacionárias e bolhas de preços dos ativos domésticos, o que pode comprometer a estabilidade monetária e financeira. Assim, o documento afirma que, se as políticas econômicas de estabilização forem suficientes para a estabilidade, então os controles de capitais, se temporários podem ser considerados.

Mas foi em 2012 que o Fundo Monetário Internacional formalizou uma posição acerca do uso de controles de capitais. O FMI (2012), o *policy paper* intitulado “*The Liberalization and Management of Capital Flows – An Institucional View*”, foi um importante passo no reconhecimento da necessidade de se utilize restrições a movimentações de recursos, mesmo que

ainda tenha como fundo principal o objetivo de longo prazo de se liberalizar a conta capital e financeira.

Esse desenvolvimento institucional acerca do uso dos controles de capitais, tanto pelo órgão normativo, quanto pelos Estados nacionais, aconteceu devido a diversos acontecimentos, interações e estruturas do sistema monetário internacional, que cumulativamente, estabeleceu o que está posto hoje. O objetivo desse capítulo é analisar essa trajetória institucional da liberalização financeira através da metodologia pós-keynesiana institucional. Para isso, a primeira seção apresenta e analisa o documento que apresenta a visão institucional do FMI. A segunda seção faz a análise institucional considerando as características incertas do sistema através da teoria de Hodgson (2003) de *reconstitutive downward causation*. A última seção tece as considerações finais do tema.

#### 4.1 A NOVA VISÃO INSTITUCIONAL DO FMI SOBRE A CONTA CAPITAL

Em 14 de novembro de 2012, o Fundo Monetário Internacional publicou um *policy paper* intitulado “Liberalização e Gerenciamento dos fluxos de Capitais – Uma visão Institucional” (tradução livre). Segundo a instituição, fazia-se necessário, dado o aumento dos fluxos de capitais nos anos recentes, uma posição formal do FMI para que o mesmo pudesse fornecer conselhos de políticas mais claros e consistentes nesse quesito. O Objetivo do documento é, então “propose an institutional view to underpin this approach, drawing on earling Fund policy papers, analytical work, and Board discussions on capital flows” (FMI, 2012, p. 1).

Essa nova visão, mesmo com suas ressalvas, é extremamente importante para a instituição do processo de liberalização financeira e do uso de controle de capitais (discutido na próxima subseção) por dar suporte e liberação formal para o uso de tais restrições. Essa subseção se dedica a analisar os pontos mais importantes dessa visão institucional.

Inicialmente, o texto esclarece algumas questões conceituais. O FMI (2012) se refere à liberalização dos fluxos de de capital como a remoção de medidas impostas para limitar os fluxos de capitais sem, segundo a instituição, eliminar a possibilidade de reimposição temporária dessas medidas em certas circunstâncias. Outro conceito importante determinado pelo fundo é a mudança de termo para se referir aos controles de capitais. A nova terminologia passa a ser “gerenciamento dos fluxos de capitais” (CFM, Capital Flow Management, tradução livre). Sem, no entanto, explicar o motivo de tal mudança.



O termo controle de capitais é de caráter forte principalmente quando se considera o ideário liberal. Em sua concepção, o controle de qualquer ativo, bem ou propriedade sempre deve ser garantido, inclusive pelo Estado, ao seu devido proprietário. Os controles de fluxos de capitais de saída, por esse motivo, sempre foram percebidos como afronta a esse princípio e por isso até hoje são menos recomendados. Portanto, a mudança do tema, facilita sua discussão e a sugestão de políticas no mercado financeiro.

Após o estabelecimento desses conceitos e terminologias, o trabalho discute e sumariza alguns argumentos baseados na teoria sobre a liberalização financeira acerca dos benefícios e custos do avanço nessa prática. O Fundo afirma que um dos benefícios pode ser a possibilidade de diversificação do portfólio, diluindo riscos e aumentando a rentabilidade. Ademais, vários países teriam se beneficiado ao longo do tempo com a abertura dos fluxos de capitais

O FMI (2012) observa que, mesmo que existam alguns casos em que, como a China e Índia, tenha se observado grande crescimento, com contas capitais restringidas, a liberalização teve importante papel no crescimento, como no caso específico de desenvolvimento chinês, auxiliado por grandes entradas de investimento estrangeiro direto, contribuindo para o capital, tecnologia e experiência de gerenciamento.

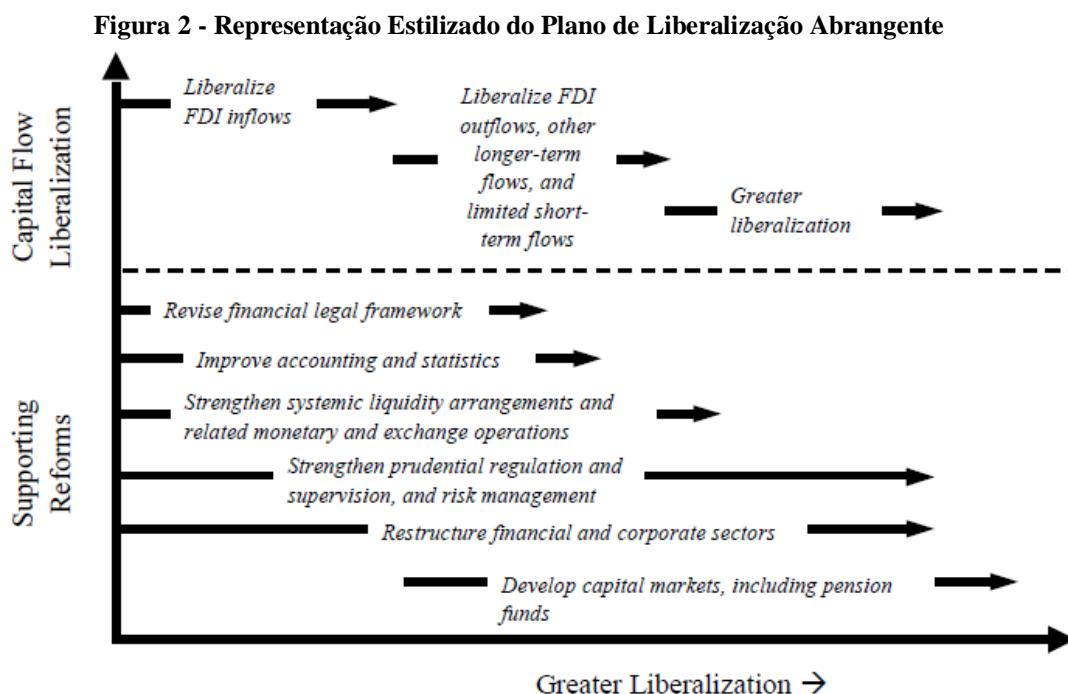
No entanto, há a preocupação em afirmar que os benefícios da liberalização são mais profundos quando os países têm um sistema financeiro e instituições mais robustos e desenvolvidos. A economia nacional tem que ter a capacidade de absorver a entrada de recursos permitindo que empresas tenham acesso à os investimentos produtivos e garantindo a possibilidade de famílias e empresas de diversificar suas carteiras enquanto gerenciam o risco (FMI, 2012).

Ainda, a melhor experiência com os fluxos de capitais estaria restringida pela capacidade nacional de garantir políticas fiscais, monetárias, de comércio internacional (abertura comercial) e cambiais seguras, como a flexibilidade da taxa de câmbio que absorveria a volatilidade de tais movimentos de recursos.

Importante notar que o *paper* também estabelece que a liberalização financeira externa pode expor os países a certos riscos quando os mesmos não atingiram os níveis de desenvolvimento antes expostos. Se não houver regulação e supervisão adequada, essa política pode levar os agentes a tomarem riscos excessivos e ficarem mais suscetíveis a prejuízos quando de uma fuga de capitais. Por isso, o fundo declara que “against this background, there is no

presumption that full liberalization is an appropriate goal for all countries at all time” (FMI, 2012, p. 13).

Em seguida, o trabalho expõe um passo-a-passo, uma “abordagem integrada” para a liberalização. A figura 2, abaixo, esquematiza esses passos:



Fonte: FMI (2012).

As fases são as seguintes: Primeiramente liberalizar o Investimento Estrangeiro Direto, já que o mesmo tem comprovadamente mais relação com crescimento e menos demonstra menos volatilidade; segundo, liberalizar a retirada desse mesmo tipo de fluxos mas também alguns fluxos de capitais de portfólio de longo prazo, e por último, a retirada de restrições sobre os investimentos de portfólio, de curto prazo. “The phases require a range of progressively deeper and broader supporting reforms to the legal, accounting financial, and corporate frameworks.” (FMI, 2002, p. 14).

Durante os passos o fundo sugere diversas reformas institucionais – estrutura legal financeira revista, dados e estatísticas sejam aprimorados, os arranjos de liquidez e regulação prudencial reforçados, a reestruturação dos setores financeiros e corporativos e o desenvolvimento de um mercado de capitais. Essas reformas estão em consonância com o

desenvolvimento do sistema financeiro requerido, anteriormente, como limiar dos benefícios associados à liberalização financeira (FMI, 2012).

Essa abordagem permitiria que, durante e depois do processo, os países resistissem melhor aos choques externos e aos momentos de instabilidade. Depois de deixar clara a possibilidade segura e estável de se engajar no processo de liberalização, o fundo foca o trabalho no uso de CFM. O uso dessas medidas, segundo o FMI (2012) é consistente com a estratégia/trajetória apresentada acima, desde que sejam temporários.

Para que o país possa se beneficiar dos benefícios dos fluxos de capitais, várias políticas são necessárias, dentre esse kit de medidas está o uso apropriado do gerenciamento dos fluxos de capitais. Além disso, um importante aspecto é que, dado que tanto os fatores *push* quanto *pull* são importantes para a determinação dos fluxos de capitais, as políticas do país de origem de tais recursos também devem ser consideradas.

As recomendações acerca do uso de controles de entrada de capitais são baseadas nos problemas que essa vinda de recursos impõe, quais sejam: o aumento da volatilidade; a apreciação do câmbio; bolhas de preços de ativos; *booms* de crédito e quedas nos prêmios de risco; distorções no mercado monetário; e perturbações na transmissão da política monetária. Além disso, as grandes entradas de capitais podem ser seguidas de paradas súbitas ou fuga dos recursos.

No entanto, o FMI (2012) sugere que, em virtude de um grande influxo de capitais, algumas políticas podem ser utilizadas, dependendo das especificidades da nação e do contexto em que ela se encontra, são elas:

- a) se a economia não estiver aquecida e se o preço dos ativos estiverem controlados, pode-se reduzir a taxa de juros básica;
- b) se a taxa de câmbio não estiver sobrevalorizada em relação aos fundamentos macroeconômicos, pode-se permitir com que ela se aprecie;
- c) se o custo de manutenção das reservas estiver em um patamar ainda manejável, pode-se intervir no mercado de câmbio esterilizando essa entrada e acumulando mais moeda estrangeira.

No entanto, é possível que seja difícil a implementação rápida dessas medidas. Quando esse for o caso, o fundo declara que os CFMs podem ser úteis para garantir suporte para tais ações, pode auxiliar a “ganhar tempo” até que suas maturidades aconteçam. Isso aconteceria

quando o espaço político de ajuste macroeconômico é limitado, quando a burocracia democrática leva tempo e quando a entrada gera risco eminente para o sistema financeiro.

No entanto, o FMI (2012) destaca que em diversas situações o uso do CFM não é recomendado. Segundo o *paper*, os mesmos não devem ser utilizados para substituir políticas macroeconômicas que levem a estabilidade já que, de maneira isolada, não que as causas desses fluxos (que podem ser internas ou externas) sejam sanadas. Além disso, o trabalho destaca que, mesmo que o CFM seja aconselhado, não há garantia de que ele seja efetivo.

Assim como no caso dos CFMs para entrada de capital, o fundo destaca que as restrições de saída devem fazer parte de um conjunto de políticas macroeconômicas bem elaborado para garantir um ajuste estrutural em caso de crises, além de temporários. Os CFM de saída de capitais podem ser relativos à:

- a) imposição limites em investimentos de residentes em outros países;
- b) tempo mínimo de permanência nos capitais no sistema financeiro nacional;
- c) taxas sobre transferência;
- d) proibição de conversão e transferência de ativos domésticos.

O FMI (2012) acrescenta ainda que a coordenação de políticas transfronteiriças, entre os países receptores dos fluxos e dos países de origem, poderia ajudar a reduzir os problemas relacionados aos efeitos de transbordamento, como volatilidade e instabilidade, e assim, gerando uma economia global mais eficiente. Essa coordenação seria ainda mais importante quando consideradas as crises financeiras e os fluxos de saída de capitais.

Finalmente, o fundo faz algumas observações sobre o papel da instituição na relação entre os países e os fluxos de capitais. Segundo o FMI (2012) há uma assimetria nas obrigações dos membros do fundo no que diz respeito à movimentações financeiras referentes à pagamentos por transações da conta corrente e os movimentos da conta financeira. As primeiras são uma obrigação, onde só podem ser restringidas com a permissão da instituição. As segundas, por sua vez, são regidas pelo artigo VI, seção 3, onde se reconhece os direitos de “exercise such controls as are necessary to regulate international capital movements.” (FMI, 2012, p. 29).

O arranjo legal do FMI reconhece a importância dos fluxos de capitais. O *Integrated Surveillance Decision*, (ISD, Decisão de Supervisão Integrada, tradução livre) é um mecanismo de observação e monitoramento que discute com membros não só políticas e sugestões para estabilidade, mas observa os *spillovers* das políticas adotadas no que diz respeito à situação

econômica do Sistema Financeiro Internacional. O fundo reafirma que “arrangements respecting the regulation of international capital movements are elements of the international monetary system, and that volatile capital flows may be a symptom of its malfunction” (FMI, 2012, p. 30).

A nova visão institucional do FMI os guia no sentido de formalizar aspectos importantes sobre o uso de CFMs pelos países membros. Assim o fundo pode:

- a) aconselhar políticas;
- b) supervisionar bilateralmente;
- c) supervisionar multilateralmente.

#### 4.2 ANÁLISE INSTITUCIONAL DA LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA E DA NOVA VISÃO DO FMI

As instituições, como discutido no segundo capítulo dessa tese, ao menos para a Economia Institucional original viabilizada por Veblen, não são só um conjunto de regras formais ou organizações governamentais e privadas, mas tudo aquilo que concerne a relação entre os agentes e o seu ambiente, seus hábitos, crenças e intenções, em um processo de constante evolução.

A liberalização externa como instituição, ou ainda, o uso do controle de capitais, teve seu desenvolvimento baseado na relação entre os indivíduos – família, mercado e Estado – e o Sistema Monetário Internacional. Essa seção se destina a analisar, sob o manto de uma metodologia pós-keynesiana institucional – através da abordagem de “*reconstitutive downward causation*”<sup>13</sup> de Hodgson (2003) e considerando o ambiente incerto, volátil e disruptivo do SMI – a evolução da LFE, para então avaliar a nova visão do FMI exposta na seção anterior.

Os agentes característicos do SMI podem ser divididos em mercado, Estado (países) e famílias (o que incluem as empresas). Para analisar como a interação desses agentes com as instituições causam tanto de cima para baixo, quanto de baixo pra cima, a evolução da liberalização financeira como instituição, considera-se:

- a) a características desses agentes;
- b) as crenças, do Mercado, do Estado e da Academia (pesquisadores e Universidades);
- c) os hábitos, que se referem ao uso ou não dos controles de capitais; e finalmente;

---

<sup>13</sup> Essa abordagem é apresentada na primeira subseção do capítulo 1.

d) a instituição, que engloba a LFE e o Sistema Financeiro Internacional.

O quadro 2 auxilia a compreensão.

Durante os regimes do padrão-ouro, a liberalização financeira externa ainda não tinha grande influência nos agentes. Apesar de os fluxos de capitais terem sido importantes pra movimentos corretivos do balanço de pagamentos e, por consequência, das paridades do câmbio, os Estados nacionais acreditavam que o uso de controles de capitais era necessário para defender as moedas nacionais além de garantir divisas para o comércio internacional.

No entanto, já nascia uma grande instituição relacionada às finanças corporativas e familiares, o que Polanyi (2000) chamou de *Haute Finance*. Como já discutido anteriormente, as altas finanças, responsáveis pela manutenção dos Cem anos de Paz, garantiam o lucro de importantes famílias que tinham grande parte do recurso financeiro mundial. No entanto, essa força de mercado não sobrevive à bipolarização das grandes nações mundiais e a paz é interrompida.

Quadro 2 - Evolução isntitucional da liberalização financeira externa

		Padrão Ouro	Bretton Woods	Novo Não-SMI		
				1970-2002	2002-2007	Pós Crise 2008
Instituições	SMI	Baseado na paridade ouro-libra Fluxos de capitais corretivos <i>Haute Finance</i>	Câmbio Ajustável ou fixo Criação do FMI e do Banco Mundial	"Flexível, financeiro e fiduciário" Instabilidade Inerente		
	LFE	Controles de capitais permanentes	Controles Permanentes Exceto pelos EUA	Avanço na Liberalização		Nova Visão Institucional
Hábitos	Uso de Controles	Controles para defesas de suas moedas e do equilíbrio de balanço de pagamentos		LFE abrangente	Redução no ritmo de Liberalização	Uso declarado de Controles de capitais
Crenças	Acadêmica	Defendiam o uso de restrições Controles de capitais para defesa dos equilíbrios do Balanço de pagamentos e valor da moeda	Debate Keynes x White	LFE promove Eficiência Alocativa Crescimento	LFE Promove crescimento dependendo do desenvolvimento Institucional	Fluxos podem causar externalidades negativas
	Estado		Acordo de Bretton Woods	LFE leva ao crescimento	Desenvolvidos x Emergentes	Desenvolvidos Divididos Emergentes em defesa do CK
	Mercado	Busca pela Paz	Oposição dos Banqueiros (NY) sobre o uso de CK	Diversificação e alavancagem		
Indivíduos	Mercado	Voltados à produção de Bens e Serviços	Empréstimos Intern.	Financeirizados Busca pela Valorização patromonial		Financeirizados
	Famílias		Voltados à produção de Bens e Serviços			BRICS Buscam estabilidade
	Estado					

Fonte: Elaboração Própria

Notas: CK= Controles de Capitais; LFE= Liberalização Financeira externa; EUA = Estados Unidos da América; NY = Nova Iorque

Apesar da influência temporária sobre os conflitos mundiais, nota-se que o objetivo financeiro, mesmo nessa época melhor caracterizada pela busca do aumento patrimonial através da produção de bens e serviços, já era de extrema importância e direcionava acordos e ações de grupos familiares e políticos importantes no século XVIII.

As instabilidades decorrentes da guerra e da ascensão hegemônica estadunidense que não cumpria o mesmo papel anteriormente assumido pela Inglaterra levaram à reunião de Bretton Woods, para definir novos rumos ao Sistema Monetário Internacional. Diferente do que acontece no estabelecimento do regime anterior, há um esforço para que se estabeleça regras formais e acordos que tragam a estabilidade para a economia global.

Nesse momento, os empréstimos internacionais ganham espaço nas transações entre os países. O que faz com que os controles de capitais ganhassem evidência. Com diversas instabilidades advindas tanto da crise de 1929 quanto da guerra, o debate entre Keynes e White não se mostrava controverso quando se tratava da necessidade de restringir a livre mobilidade dos recursos. Ambos acreditavam que ao menos os fluxos especulativos deveriam ser contidos para garantir a autonomia da política econômica e evitar crises.

Nesse sentido, os Estados estavam empenhados em fazer o Acordo de BW para garantir um sistema estável e de crescimento. Os CK eram utilizados para canalizar os fluxos para investimentos de longo prazo, tanto quanto para defender as moedas de ataques especulativos.

No entanto, nesse momento observa-se um choque de interesses entre os agentes. No nível dos indivíduos, as famílias, firmas e o Estado ainda tinham como principal característica a busca pela produção de bens e serviços. O mercado financeiro já havia evoluído e se tornado mais sofisticado e poderoso a ponto de conseguir impedir que, nos AoA, estivesse clara a necessidade de CK dada a instabilidade dos fluxos especulativos. Portanto, ressalta-se que, mesmo que houvessem esforços governamentais para o estabelecimento das regras para o novo SMI, as crenças do mercado financeiro (de que uma regra formal sobre os controles de capitais poderia impedir os fluxos de empréstimos) foram predominantes nessa discussão.

Portanto, essa trajetória estabelecida desde o início do acordo gerou um mercado financeiro cujas características eram de câmbio ajustável ou fixo, a criação de um órgão de supervisão e resgate (o FMI) e criação de um banco que financiaria o investimento de longo prazo em economias que buscavam crescimento e desenvolvimento (Banco Mundial). A instituição da LFE não era forte nesse contexto, já que haviam controles permanentes de fluxos

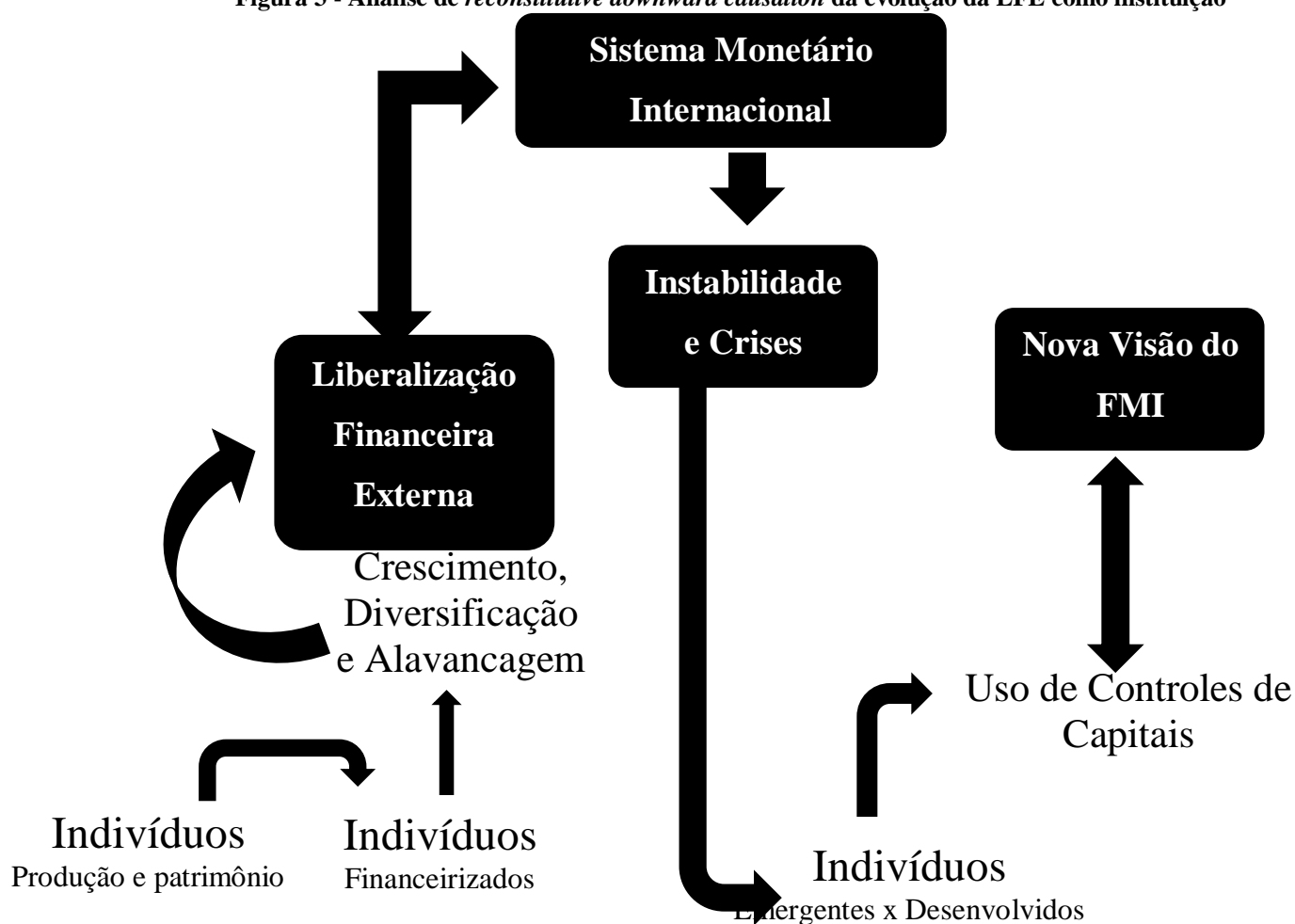


de capitais, no entanto, avançava por determinação dos bancos estadunidenses e dos EUA, que só restringia suas contas capital quando a volatilidade dos fluxos se elevava.

A partir quebra do acordo de Bretton Woods, pelos EUA, ocorre uma mudança importante no processo de evolução institucional aqui analisado. Como já exposto, os agentes passam a ter como objetivo principal (como cerne) a valorização financeira e patrimonial, diferente da observada nos anos anteriores.

A figura 3 apresenta um esquema ilustrativo para auxiliar na compreensão da análise:

Figura 3 - Análise de *reconstitutive downward causation* da evolução da LFE como instituição



Fonte: elaboração própria.

Os mercados financeirizados, baseados nas crenças de que a diversificação e a alavancagem aumentam seu patrimônio e facilitam alcançar seus objetivos, apoiam uma liberalização abrangente, tanto dos mercados desenvolvidos quanto dos emergentes. Os últimos

são extremamente importantes para garantir maiores rendimentos dados os maiores prêmios associados ao risco desses países. A academia e as teorias sobre liberalização financeira determinam pelo *mainstream* econômico que a LFE promove a eficiência alocativa dos recursos, permitindo maior retorno aos mesmos e, como consequência, maior crescimento. Além disso prometem através da integração financeira uma melhor política econômica do Estado, transferência de tecnologia e desenvolvimento do setor financeiro.

As conclusões teóricas levam os países (Estado), desenvolvidos e emergentes a empenharem um processo de liberalização abrangente, que não faz distinção de fluxos de capitais e buscam atrair até mesmo os recursos mais voláteis, em busca do crescimento prometido. O crescimento associado à LFE é observado nos países industriais, que tem o sistema financeiro mais desenvolvido, o que reforça a tese e a intenção da integração financeira global.

No caso dos países emergentes, que mantinham restrições sobre as contas capitais, as crenças não se formam de maneira homogênea. Os processos de LFE são diferentes, principalmente dada a região em que o país se encontra e quais seus principais parceiros comerciais. Como visto no capítulo anterior, os países da América Latina começaram um processo mais rápido e abrupto, com a Argentina e seu plano de conversibilidade, por exemplo, ou como o Brasil criando novos meios e instrumentos para o fluxo de divisas. A Ásia, no entanto, tem um processo mais gradual, apoiado em produção e cooperação com redes regionais.

Nesse momento da análise, a instituição da LFE já é consistente, como resultado dos argumentos teóricos, da intencionalidade dos países e do mercado (crenças) e da busca efetiva pela conversibilidade pelos mais diversos países (hábitos). Esse contexto foi construído a partir da interação dos indivíduos, portanto, do micro pro macro, de baixo pra cima.<sup>14</sup> A ação dos Estados emergentes, de liberalizar a conta capital é permitida e sugerida pelas organizações e regras informais. Aqueles que não estabelecessem o processo de abertura, seriam isolados ou sobriariam para que o fizessem.

A ampla aceitação e movimento em direção a integração econômica global reforça a característica instável do novo sistema monetário internacional. Como observado nas conclusões da tese de Prates (2002, p. 79), o SMI, a partir da década de 1970 passa a ser “flexível, financeiro

---

<sup>14</sup> Apesar de a análise ter uma direção e uma trajetória, para fins didáticos, a evolução e a interação institucional não se dá de forma tão linear. A Economia Institucional considera que essas relações acontecem a todo e tempo e em diversas direções, construindo constantemente hábitos, crenças e normas, acumulando e dependendo de sua trajetória (*path dependency*).

e fiduciário”. Esse sistema tem o caráter assimétrico e hierárquico da moeda americana, que consegue financiar seus déficits com a emissão da moeda-chave do mercado internacional, o dólar.

Com a integração financeira global, esse contexto fica ainda mais inflado. Os fluxos financeiros gerados para manutenção do equilíbrio orçamentário estadunidense inundam os países emergentes com capital produtivo e especulativo. Isso faz com que, na ocorrência de qualquer fagulha relacionada ao risco ou aos fundamentos desses países há uma fuga de capital massiva, gerando instabilidade, pressões cambiais e inflacionárias e retirando a autonomia de política econômica nacional

A crises dos países emergentes corrobora com essa análise. No momento em que os agentes financeiros internacionais não acreditam que as autoridades nacionais possam ou tenham a intenção de manter políticas que garantiriam a manutenção do diferencial de juros, a rentabilidade ou um certo grau de estabilidade em suas variáveis, há uma alta demanda por moeda estrangeira (saída de capitais) bem como ataques especulativos (operações alavancadas que esperam que uma resistência, um teto, da taxa de câmbio seja rompida, desvalorizando ainda mais a moeda local e permitindo que posições compradas se valorizem).

Para que essas pressões não continuem a desvalorizar a moeda local, o país precisa garantir a oferta de dólar e, para isso, necessita de uma grande quantidade divisas. Isso só é possível se houver uma nova entrada de recursos (ou que a fuga seja interrompida) atraídos por uma elevação da taxa de juros nacional. Ou então com recursos advindos de um pacote de ajuda do Fundo Monetário Internacional. A primeira opção pode ir contra uma política nacional de expansão do produto e redução do emprego, já que reduz os meios de pagamento da economia. A segunda, só é factível se os países concordarem em seguir os receituários do fundo, normalmente restritivos.

Portanto, a medida que uma crise financeira assolava os países emergentes, a característica do SMI, integrado e volátil, reduzia consideravelmente as opções de política econômica dos países emergentes retirando assim, a autonomia dessas nações.

Ainda, quando a crise ocorre nos países desenvolvidos (a exemplo da crise econômica global), sem qualquer fator endógeno das economias emergentes, há uma fuga ao dólar, dada a preferência pela liquidez em momentos de instabilidades pelos fluxos financeiros especulativos. Neste caso, além das restrições de política econômicas decorrentes das situações descritas acima,

os emergentes ainda ficam suscetíveis aos contágios de tais crises bem como das políticas econômicas adotados por eles para se recuperar ou para resgatar suas instituições.

Portanto, a instituição da LFE, superdimensionada pelas incerteza, volatilidade e característica disruptiva do Sistema Monetário Internacional, impõe à seletos indivíduos, notadamente os países emergentes, prejuízos relativamente maiores do que aos países desenvolvidos (que possuem um sistema financeiro mais desenvolvidos, melhores notas das avaliações de risco e mais autonomia monetária dadas suas moedas fortes).

Essencial notar que, ao mercado, esse contexto não é tão prejudicial. O ambiente construído pelo mercado financeiro é extremamente financeirizado, com ativos complexos, futuros e derivativos. A volatilidade é de extrema importante para o “*Money manager capitalism*”<sup>15</sup>. Em momentos de alta euforia, os ativos em que os grandes fundos já estão posicionais tem seus preços elevados e seus resultados maximizados. Além disso, nesses momentos, a expectativa positiva das famílias e empresas atraem ao mercado financeiro mais clientes, liquidez e compradores (elevando ainda mais os preços).

Nos momentos de pânico, quando todos desejam liquidar suas posições, os grandes fundos de investimento já se posicionaram com operações de hedges ou mesmo operações vendidas. Isso não necessariamente garante lucro na queda dos preços (o que pode acontecer se a posição for majoritariamente vendida) mas também não extingue os operadores e gestores dos fundos. Ao decorrer de alguns anos suas posições passam a ser positivas e com rendimentos excepcionais permitidos pela recompra de ativos quando do fim da crise e início de um novo ciclo de alta.

Nesse contexto, uma nova evolução importante na trajetória institucional se forma. Os países emergentes, após a crise de 2008, passam a formar uma coalisão para debater e defender algumas alterações institucionais no SMI. Principalmete os BRICS, que ganham importância na produção global e no direcionamento de fluxos de investimento, passam a ter voz em importantes organizações, como o FMI.

Gallagher (2015) explica muito bem essa trajetória a partir da teoria de *countervailing monetary power*. O autor argumenta que o SMI tem uma estrutura que impede os países de regularem seus fluxos de capitais. Isso acontece primeiro porque os setores exportadores se beneficiam de redes de consumo globais e de bom relacionamento com outros países. Além disso, tecnocratas que apoiam a livre movimentação de capitais estão lotados em cadeiras

---

<sup>15</sup> Conceito desenvolvido por Minsky. Leia no capítulo 2.

políticas e executivas importantes, como banco central e FMI, por último, há ainda grande força da teoria liberalizante na academia e dentre os economistas do *mainstream*.

A teoria explica, então, como esses países ultrapassaram essas relações de hierarquia conseguindo (como será explicado a diante) debater, argumentar e influenciar mudanças nas normas e recomendações acerca da LFE. Nas palavras do autor:

The theory of countervailing monetary power is not universal, nor was its pervasive in the post-crisis period under study. Countervailing monetary power explains only how some EMDs deviated from and countered the structural power of global markets, on the one hand, and the power of industrialized countries in global economic governance institutions that remains pervasive in the world economy today, on the other. (GALLAGHER, 2015, p. 12).

Ainda, Gallagher (2005) resume os aspectos da teoria em 10 pilares, divididos entre domésticos e globais:

To summarize, the domestic aspects of countervailing monetary power over capital markets have five pillars: domestic institutions that allow financial authorities to regulate in a timely and countercyclical manner; the backing of exporters who are more concerned about the exchange rate than about access to global finance; the backing of workers (and worker political parties) more motivated by job security than by short-term consumption benefits; the backing by a general public haunted by the collective memory of past crises; and the successful translation of economic ideas to decision makers and the general public. The global statecraft aspects of countervailing monetary power have five additional pillars: the policy space in nations to regulate under global economic governance institutions; the market power in the global economy that allows nations to gain policy space; the concentration of market power by nations forming coalitions to leverage the fragmentation of global governance to their benefit; and the translation of new economic ideas to gain leverage (GALLAGHER, 2015, p. 28).

Assim, a trajetória institucional tem importância ação e intencionalidade da coalisão criada pelos países do BRICS para propor mais autonomia no uso dos controles de capitais e para demandar medidas que garantissem estabilidade macroeconômica mundial. Isso pode ser realizado por duas mudanças, relacionadas às crenças e aos hábitos.

Primeiramente, no nível das crenças as alterações são percebidas entre os países emergentes e desenvolvidos. Alguns países desenvolvidos passaram a defender a reivindicação dos BRICS acerca do tema. No G20 de Seul em 2010, os países emergentes pressionaram por uma resposta às dificuldades com o excesso de entrada de capitais e pediram por instrumentos para mitigá-lo.

Sarkozy, então presidente Francês, declara o apoio do país em reestabelecer um código de conduta dos países em relação aos fluxos de capitais que têm sido prejudiciais primacialmente aos países emergentes e que esse reestabelecimento se daria principalmente através do FMI. Seu ímpeto foi muito importante já que o fundo tem uma estrutura institucional em que os países desenvolvidos têm grande poder de voto, gerando assim diversos debates internos (GALLAGHER, 2015).

Além disso, os BRICS conseguiram um lobby interno no FMI. Dominique Strauss-Kahn, diretor do FMI, junta os membros para começar a repensar algumas das ideias do fundo, principalmente por desejar que o fundo passasse a toar posições mais relevantes nas atividades pós-crise. Nesse sentido, o diretor encorajou Olivier Blanchard, renomado economista e diretor da equipe de pesquisa do fundo, a implementar novas linhas de estudo.

Essa nova linha de pesquisa leva à “Nova Economia dos controles de capitais”. Nela, autores ligados ao FMI e mais próximos ao *mainstream* econômico analisam, sob a metodologia aceita por diversos economias e pesquisadores, a externalidade negativa causada pelos fluxos de capitais. Isso configura mais uma alteração no nível de crenças na trajetória institucional da LFE.

Além disso, análises nos relatórios do FMI revelam que havia tido algumas inconsistências nas recomendações e sugestões dadas pelo fundo para diferentes países sobre o uso de controles de capitais. “Thus the IMF Strategy, Policy and Review Department started to think that the IMF needed to speak in a uniform voice through its Article IV surveillance activities on this matter” (GALLAGHER, 2015)

Supreendentemente, para os membros dos países industrializados, segundo Gallagher (2015), os artigos de pesquisa e outros artigos do Board estavam defendendo com vigor o uso de CFMs tanto na entrada quanto na saída dos fluxos, além de apontar a necessidade de que os países sede de tais fluxos também devessem regular seus fluxos. Para o autor, essa posição dos pesquisadores se dá principalmente por que o grupo de pesquisa era liderado por Olivier Blanchard que, apesar de pragmático, aceitava novos desenvolvimentos teóricos. O economista por sua vez, estava ligado a Strauss-Kahn, que pedia uma reforma no pensamento do fundo. Ainda, o FMI buscava recuperar um pouco de sua imagem deteriorada pelas crises passadas e suas recomendações.

Assim, depois de dois anos de debates e pesquisas, o FMI (2012) publicou a nova visão institucional apresentada na seção anterior.

Dado o entendimento da evolução da LFE e dos controles de capitais como instituição é possível fazer algumas considerações acerca do resultado final da visão institucional. Primeiramente, o estabelecimento formal pelo FMI desse novo posicionamento é de extrema importância para os países emergentes.

Na economia, as ações dos indivíduos são restritas por essas normas, formais ou informais, e esse estabelecimento dá a liberação para que países que estejam com problemas relacionados à entrada de fluxos de capitais possam implementar políticas que respondam à essa situação sem sofrer algum tipo de represália legal de outro país ou instituição. Portanto, esse é um primeiro ponto extremamente positivo.

O relatório deixa claro em diversos trechos que a liberalização financeira é um objetivo a ser perseguido, no entanto, assumem que esse argumento já não apresenta bases teóricas tão consistentes e inabaláveis. Isso é importante para abrir espaço para novas pesquisas e análises do sistema monetário internacional e do uso de controles de capitais.

Esse reconhecimento teórico do dúbio benefício da LFE abre o debate no sentido de o retirar de dois pólos extremamente opostos. Quando a nova economia dos controles de capitais insere no mainstream a externalidade negativa imposta pelos fluxos de capitais, traduz em um alinguagem aceita tanto pelo mercado financeiro quanto pelos pesquisadores de vertente neoclássica, permitindo que o tema entre em encontros e discussões acadêmicas de todas as esferas.

Importante também é o reconhecimento da necessidade de coordenação e implementação de fluxos dos países receptores. Assim como discutido por Keynes (1943) quando o mesmo argumentava que o ônus de um ajuste de desequilíbrio na balança de pagamentos deve ser dividido entre o país superavitário e deficitário. O desequilíbrio causado pelos fluxos de capitais também devem ser responsabilidade de ambos os países, emissores e receptores.

Isso é especialmente verdade no, já discutido, exemplo das consequências do *quantitative easing* pelos Estados Unidos, onde uma política que aumente a base monetária pressiona o câmbio e as contas capitais dos países emergentes e favorecendo o poder de compra internacional dos Estados Unidos e reduzindo a exportação e a produção dos países emergentes.

Apesar de controverso e de difícil implementação pelos países origem, esse reconhecimento gera argumentos e poder de barganha para os países emergentes em importantes

encontros internacionais, onde são produzidos acordos de cooperação e planos de ação em busca de estabilidade e crescimento.

Um ponto controverso e que complica a situação dos países emergentes é a repetida afirmação de que os controles de capitais só devem ser usados de forma paliativa, junto a outras políticas que reformem o sistema financeiro e que garantam estabilidade dos fluxos. O caráter controverso se dá, principalmente, porque segundo a teoria keynesiana, o uso dos controles de capitais objetiva justamente garantir a autonomia de políticas econômicas.

Portanto, independente do julgamento acerca dessas políticas, a exigência das mesmas se relaciona estreitamente com a fuga de capitais em resposta às políticas nacionais não aceitas pelo mercado. Se o Fundo eventualmente voltar a impor condicionalidades e recomendações estritamente pró-cíclicas aos países emergentes, a autonomia pode ser ameaçada.

Além disso, o estabelecimento de uma visão formal sobre a necessidade de implementação permanente dos fluxos de capitais permitiria que o país demonstrasse ao mercado um plano de longo prazo de integração financeira voltada ao capital produtivo em detrimento do especulativo, o que por si só já selecionaria esse tipo de recurso. Além disso, uma política consistente de controles de capitais que busque a estabilidade tanto da taxa de câmbio quanto do crescimento, geraria outra atração positiva à esses fluxos de longo prazo.

Ainda, é importante ressaltar a posição de que os fluxos de capitais devem ser temporários. Os fluxos de capitais podem ser vantajosos para as economias nacionais, principalmente se forem canalizados para os investimentos produtivos, no entanto, está no cerne do sistema capitalista (e tem suas consequências, como observados a partir dessa análise) que os fluxos especulativos são disruptivos e eventualmente podem levar a crises. Portanto, os controles de capitais devem ser tipos como permanentes, para garantir a intencionalidade dos Estados de gerenciamento de sua autonomia e de um crescimento sustentável e estável ao longo dos anos.

Em suma, essa seção observou a trajetória institucional da liberalização financeira externa através de uma abordagem pós-keynesiana institucionalista. A evolução institucional se deu tanto do micro para o macro, onde os indivíduos impuseram novas características ao sistema monetário internacional, primeiramente aumentando sua instabilidade e posteriormente criando coalisões para discutir a reimposição de controles de capitais. Mas também do macro para o micro, onde essas coalisões foram estabelecidas dado as consequências que a instabilidade do SMI impôs sobre os países emergentes.



## **5 LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA EXTERNA E ESTABILIDADE CAMBIAL: UMA ANÁLISE EMPÍRICA DE DADOS EM PAINEL**

O sistema financeiro internacional evoluiu, a partir da mudança das características dos agentes econômicos e suas relações, em um ambiente extremamente financeirizado, instável e volátil. Isso impôs à economia global uma ligação muito forte, na qual os rumos econômicos são interdependentes e onde qualquer evento que afete as expectativas e a incerteza dos agentes gera consequências aos mais diversos países.

No que diz respeito aos países emergentes, essa característica se manifesta através do movimento dos fluxos de capitais que impõe perda de autonomia de política econômica tanto em períodos positivos de crescimento global, tanto em ocorrências negativas.

Em momentos de ciclos positivos desses recursos, a superdimensão dos fluxos financeiros, alavancados, inundam os países emergentes a procura de maiores rendimentos às carteiras de investimento de grandes fundos, levando principalmente à apreciação cambial contínua que deteriora o saldo do balanço de pagamentos (através da redução da competitividade das exportações no mercado global) e dificulta o desenvolvimento dos setores industriais locais.

Esses recursos financeiros se tornam ainda mais prejudiciais quando, por um motivo interno ou externo que modifique as expectativas dos agentes financeiros, há uma fuga de capitais em direção à moeda-chave do SMI (o dólar) gerando pânico nos mercados financeiros e volatilidade no mercado cambial. Essa volatilidade se dá principalmente através de uma desvalorização súbita que gera pressão nos preços, reduz o investimento interno e impõe custos às autoridades nacionais em esterilizações.

Ainda, nos momentos posteriores às crises econômicas, globais ou regionais, as políticas econômicas de recuperação, principalmente dos países desenvolvidos, novamente fazem com que os fluxos financeiros retirem a autonomia da política econômica, permitindo somente medidas pró-cíclicas.

Portanto, a variável chave na relação entre os fluxos de capitais e o contágio dos países emergentes aos humores da economia global é a taxa de câmbio. E dada a importância desse preço relativo, os países emergentes, principalmente os BRICS, criaram coalizões para debater e alterar a percepção institucional do uso de controles de capitais, que ajudam a impedir a livre movimentação dos recursos financeiros voláteis.

Para analisar esse argumento, esse capítulo faz uma análise econométrica entre a relação existente entre a estabilidade cambial e os índices de liberalização financeira externa. Essa investigação visa determinar se o aumento da integração financeira com os mercados globais reduz a estabilidade da taxa de câmbio e, portanto, se a imposição de controles de capitais poderia amenizar o problema.

Para tanto, o capítulo se divide em três subseções, além da introdução. A primeira apresenta a metodologia da análise de dados em painel e seus principais instrumentos. A subseção subsequente apresenta as variáveis. A terceira apresenta os modelos e a interpretação de seus resultados.

## 5.1 METODOLOGIA

O método econométrico utilizado nesse capítulo é o modelo com dados em painel. O modelo é uma combinação de séries temporais – que observa os valores de uma ou mais variáveis em um período de tempo – e de corte transversal – que apresenta para o mesmo período uma ou mais variáveis de uma mesma unidade (indivíduo, classe, região, país, etc). Assim, a mesma unidade do corte transversal (nesse trabalho, cada país) é acompanhada no tempo, permitindo uma análise temporal e espacial simultaneamente (GUJARATI; PORTER, 2011)

Hsiao (2003) defende que modelos de dados em painel tem algumas vantagens em relação aos de séries temporais e de *cross-section*. O painel normalmente permite a análise com um grande número de dados, aumentando os graus de liberdade e reduzindo a chance de colinearidade entre as variáveis explicativas. Ainda, esse modelo analisa a relação dinâmica entre os indivíduos e facilita a programação das rotinas e equações para um número grande de indivíduos/países.

Segundo Greene (2002) a estrutura básica dos modelos em painel tem seu formato expresso pela seguinte equação:

$$y_{it} = x_{it}\beta + z_i'\alpha + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que há K regressores em  $x_{it}$ , sem incluir a constante e em  $z_i'$ , conhecidos como efeitos individuais ou heterogeneidade, contém o termo da constante e os indivíduos  $i$  ou um grupo de valores específicos, considerados para cada período de tempo.

Greene (2002) apresenta algumas estruturas principais às quais podem ser consideradas nos modelos de dados em painel, são elas:

- a) dados empilhados (*pooled*): em que  $z_i$  tem só um termo de constante e que pode ser estimada eficientemente e consistentemente por MQO;
- b) efeitos fixos: assume que a diferença entre as unidades/países pode ser investigada a partir da diferença em relação ao termo da constante;

Nesse modelo, tendo  $y_i$  e  $X_i$  como as T observações de cada iésima unidade, em que  $i$  é uma coluna de valor 1 e em que  $\varepsilon_i$  associa o vetor de termo de erro, temos que:

$$y_{it} = X_i \beta + i \alpha_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

Que em sua forma matricial se apresenta como:

$$\begin{bmatrix} y_1 \\ y_2 \\ \vdots \\ y_n \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} X_1 \\ X_2 \\ \vdots \\ X_n \end{bmatrix} \beta + \begin{bmatrix} i & 0 & \dots & 0 \\ 0 & i & \dots & 0 \\ & & \vdots & \\ 0 & 0 & \dots & i \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \alpha_1 \\ \alpha_2 \\ \vdots \\ \alpha_n \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} \varepsilon_1 \\ \varepsilon_2 \\ \vdots \\ \varepsilon_n \end{bmatrix} \quad (3)$$

Ou, sendo  $nT \times n$  uma Matriz em que  $D = [d_1 \ d_2 \ \dots \ d_n]$  e reunindo as colunas  $nT$ , temos:

$$y = X \beta + D \alpha + \varepsilon \quad (4)$$

Em que  $D$  é a matriz de dummies  $d$  que indicam cada uma das iésimas unidades. A partir desse modelo com dummies para cada país e pode-se analisar o resultado da relação entre a variável dependente e explicativa para cada uma das unidades/países da equação. Segundo Greene (2002), esse modelo é conhecido como Mínimos quadrados de variáveis dummy (LSDV – Least Squares dummy Variable model).

- c) efeitos aleatórios: permite que os efeitos individuais não observados sejam correlacionados com as variáveis incluídas no modelo, mesmo que esteja formulada a heterogeneidade individual não-observada. Além disso, o intercepto varia entre os indivíduos, mas permanece constante ao longo do tempo, no entanto, tratando esse intercepto como variável aleatória.

Esse modelo pode ser descrito pela equação:

$$\begin{aligned} y_{it} &= x'_{it} \beta + E[z'_i \alpha] + \{z'_i \alpha - E[z'_i \alpha]\} + \varepsilon_{it} \\ &= x'_{it} \beta + \alpha + u_i + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

Segundo Greene (2003) isso quer dizer que em um modelo com erros compostos e consistentes, mesmo que ineficientes podem ser estimados por mínimos quadrados. A diferença

principal dessas categorias é que o efeito individual não incorpora os elementos que não estão correlacionados com os regressores.

A escolha entre os modelos deve considerar o efeito não observado de  $\alpha_i$ . O modelo de efeitos aleatórios deve ser utilizado se o mesmo não é correlacionado com as variáveis explicativas do modelo. Gujarati e Porter (2011) definem que o teste de Hausman permite a melhor escolha. Segundo os autores, a hipótese nula do referido teste é que os estimadores dos modelos fixos ou aleatórios não são significativamente diferentes, ou seja, se essa hipótese for rejeitada o modelo de efeitos fixos deve ser utilizado, já que o modelo de efeitos aleatórios estará correlacionando com um ou mais regressores.

## 5.2 VARIÁVEIS DO MODELO

Como observado, o objetivo desse ensaio econométrico é analisar a relação entre o câmbio (mas especificamente a estabilidade dessa variável) e a liberalização financeira externa. Para tal, utiliza-se somente três variáveis.

A primeira variável se refere à estabilidade da taxa de câmbio. Para representá-la utiliza-se como *proxy* a variável *Exchange Rate Stability* (ERS) de Aizenman, Chinn e Ito (2010). A mesma é construída a partir do desvio padrão anual da taxa de câmbio (doméstica sobre o país base) e normalizada para compor um índice que varia entre 0 e 1, seguindo a seguinte equação:

$$ERS = \frac{0,01}{0,01 + \text{desviopadrão}(\Delta(\log(\text{câmbio}))} \quad (6)$$

Segundo os autores, quanto maior o valor de ERS, maior a estabilidade dos movimentos do câmbio nacional em relação à moeda do país base. A importância dessa variável no modelo se justifica nas relações tanto de entrada quanto de saída de capitais. No influxo de capitais, em momentos de ciclos de recursos para os países emergentes, há uma entrada constante de dólares para serem convertidos em moedas domésticas (utilizadas para compra de ativos nas fronteiras nacionais), esse fenômeno faz com que as moedas entrem em uma apreciação constante e sobredimensionada, prejudicando as exportações e a balança comercial do país.

É ainda mais relevante quando considerada a saída de capitais. Nesse sentido a estabilidade da taxa de câmbio nacional é ameaçada quando, em momentos de parada súbita ou de fuga de capitais, os agentes financeiros vendem seus ativos no mercado local, ofertando moeda doméstica e demandando dólar, gerando uma depreciação rápida e violenta na taxa de

câmbio. Essa volatilidade prejudica o nível de preços nacionais, quando a expectativa dos agentes internos e externos, ameaçando a produção e consumo no país.

As demais variáveis utilizadas no modelo são índices de liberalização financeira. Especificamente, a segunda variável é a ILFjure (Índice de liberalização Financeira *de jure*). Construída por Chinn e Ito (2008) e chamada pelos autores de *KAOPEN*, o índice é composto por uma base dados com quatro categorias:

- a) abertura da conta capital;
- b) abertura da conta corrente;
- c) presença de múltiplos regimes de câmbio;
- d) exigências sobre receitas de exportação. Sua construção se baseia no relatório anual do FMI, *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER).

Segundo os autores quanto maior o índice, mais liberalizado é o país em questão.

A escolha pelo uso do ILFjure se justifica a medida que esse indicador é estabelecido a partir das regras e leis que as autoridades nacionais impõem às entradas e saídas de capitais e se refere a intenção do país de se liberalizar financeiramente, assim, consegue captar o objetivo e intencionalidade de integração financeira global das autoridades de cada país.

O terceiro e último indicador é o ILFPIB, um indicador *de facto*, construído a partir do bando de dados de Lane e Milesi-Ferreti (2007)<sup>16</sup> e idealizado pelos mesmos autores. A variável é constituída pela divisão entre a soma dos ativos e passivos externos do país por seu PIB (Produto Interno Bruto):

$$ILFPIB_{it} = \frac{(AE_{it} + PE_{it})}{PIB_{it}} \quad (7)$$

O indicador de liberalização financeira *de facto* pode demonstrar como o país se integrou financeiramente com o mundo de forma mais efetiva, ou seja, independente de sua intencionalidade ou objetivo. A importância do uso dessa variável se observa porque o índice de

<sup>16</sup> O banco de dados de Lane e Milesi-Ferreti (2007), foi estendido em dois momentos, primeiramente compreendendo 1970 até 2011, adicionando 4 anos à base original e posteriormente até 2015, data ao qual se limita o tempo do modelo utilizado nessa tese. Esse *database* é um conjunto de dados que engloba ativos e passivos externos, divididos em quatro categorias: Ações (*portfolio equity*); Investimento direto estrangeiro (*FDI*); Dívida (*debt*); e derivativos financeiros (*financial derivatives*), além de apresentar as reservas de cada país, não incluindo o ouro. O banco de dados apresenta ainda outras variáveis como PIB (*GDP*), câmbio nominal (fim de período e média), Balança corrente, dentre outros. Esse material, assim como suas notas explicativas, pode ser acessado em: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WP/2017/datasets/wp115.ashx>.

*jure* pode não demonstrar verdadeiramente a condição de liberalização do país se as medidas legais tomadas por suas autoridades não se mostrarem efetivas ou não tiverem magnitude suficiente para restringir ou liberar o fluxo de divisas. Ainda, é importante pelo fato de que a retirada de restrições sobre a entrada ou saída de recursos estrangeiros não é condição suficiente para a entrada e saída de divisas, principalmente se os capitais internacionais não forem atraídos para a referida nação.

Os países escolhidos para compor o banco de dados dos modelos apresentados na próxima subseção são os países membros da sigla BRICS: Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul. A escolha desses países se dá dada a importância que o bloco teve nos debates e mudança da liberalização financeira externa como instituição, discutida no capítulo anterior.

### 5.3 ESPECIFICAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para analisar a relação entre as variáveis apresentadas e os países em questão, foram especificados dois modelos. O primeiro, analisa, através de efeitos aleatórios, qual a relação estatística entre a estabilidade do câmbio e a liberalização financeira externa, *de facto* e *de jure*.

O modelo I, portanto, é determinado a partir da seguinte equação:

$$CambioIndex = \alpha + \beta_1 ILFJure_{it} + \beta_2 ILFPIB_{it} + u_i \quad (8)$$

Em que:

CambioIndex = estabilidade do câmbio que usa como *proxy* a variável *Exchange Rate Stability* (ERS)

ILFJure = índice de Liberalização Financeira Externa *de Jure* (KA\_OPEN)

ILFPIB = Índice de Liberalização Financeira externa *de Facto* (Construída a partir do banco de dados de Lane e Milesi-Ferreti (2007))

O sinal esperado para a relação entre as variáveis é negativo, ou seja, um aumento na liberalização financeira externa deve estar associado com uma redução na estabilidade da taxa de câmbio.

Para o modelo I foi utilizado o modelo de dados em painel de efeitos aleatórios. A partir do teste de Hausman não foi possível, à 1, 5 ou 10% de significância, rejeitar a hipótese nula de

que a diferença entre os coeficientes não é sistemática, assim, o teste sugere o uso dos efeitos aleatórios.<sup>17</sup>

Os resultados do modelo I podem ser verificados na tabela 1, abaixo:

Tabela 1 - Modelo I	
Variáveis Explicativas	(1) ModeloI
ILFJure	-0.550*** (-3.571)
ILFPIB	-0.210*** (-3.856)
<i>Constant</i>	0.786*** (11.38)
<i>Observations</i>	105
<i>Number of ID</i>	5

Fonte: elaborado a partir do Stata13

Observa-se que, quando comparados os países agrupados no modelo de dados em painel, há uma relação negativa (estatisticamente significativa a 1%) entre o índice *de jure* (ILFJure) e o índice de estabilidade cambial. O aumento da LFE *de jure*, ou seja, retiradas das restrições sobre entradas e saídas de capitais, está relacionado à uma redução estabilidade cambial. Dito de outra maneira, integrar financeiramente pode levar a mais volatilidade da taxa de câmbio do país. Isso significa ainda que o aumento do uso de controles de capitais está associado com maior estabilidade do câmbio dos países.

A partir desse resultado podemos inferir acerca de dois pontos principais. O primeiro deles diz respeito a sinalização e intencionalidade do processo de liberalização dos países. Quando os países sinalizam que estão buscando um processo de liberalização legal, há atração de maior montante de capitais especulativos que, quando enfrentam alguma expectativa negativa ou qualquer incerteza, buscam o dólar como moeda forte e assim geram instabilidade no câmbio do país. Se o país sinaliza que legalmente não está suscetível a LFE completa, esses capitais voláteis não consideraram o país tão atrativo quanto no caso anterior e a moeda se mostra mais estável.

<sup>17</sup> Para o teste de autocorrelação no modelo de dados em painel com efeitos aleatórios foi utilizado o teste de Wooldridge, a partir do comando `xtserial` do `stata13`. O resultado do teste, com a probabilidade da estatística F de 0,0164, permite rejeitar a hipótese nula (ausência de autocorrelação de primeira-ordem) com nível de significância de 5%, atestando assim presença de autocorrelação no painel. Para corrigir esse problema foi utilizado então o comando `xtgls`, o qual impõe uma regressão FGLS para o modelo, tornando-o homocedástico e sem autocorrelação.

Em segundo lugar, esse resultado pode contra argumentar a principal crítica aos controles de capitais feita pela teoria neoclássica. Segundo essa linha de pensamento, os controles de capitais são facilmente burlados pelos agentes financeiros. No entanto, o resultado observado no teste, onde uma redução da liberalização está associada ao aumento na estabilidade cambial, demonstra que eles podem ser considerados efetivos, já que quando se restringe a conta financeira busca-se principalmente a estabilidade da taxa de câmbio e a redução do contágio de crises, que se dá justamente via câmbio.

A segunda variável explicativa é a liberalização financeira externa *de facto*. O resultado é semelhante ao anterior, no entanto, não se refere a intencionalidade e as restrições legais, mas a quanto o país liberaliza de fato. A variável ILFPIB se demonstra negativamente relacionada (com significância estatística a 1%) com a estabilidade cambial. Isso demonstra que o aumento do montante de ativos e passivos externos em proporção ao PIB do país está associado a maior volatilidade do câmbio nacional. Novamente, isso ocorre porque ao sinal de crises e momentos de instabilidades (não só domésticos, mas também em âmbito global), os agentes, principalmente os especulativos, liquidam suas posições em busca da segurança da moeda-chave ou então em busca de novas oportunidades de investimento. Isso faz com que o aumento da demanda por dólar deprecie subitamente o câmbio. Em momentos de entrada de capitais, que normalmente não ocorrem de maneira tão súbita, a atração de fluxos faz com que se oferte dólar em grande quantidade (demanda moeda local) apreciando constantemente a moeda nacional.

O modelo II analisa, assim como o anterior, a relação entre a estabilidade do câmbio e os índices de liberalização financeira externa *de facto* e *de jure*. No entanto, utiliza um modelo de dados em painel com variáveis dummies especificadas para cada país em cada um dos índices de integração financeira. O modelo é determinado a partir da seguinte equação:

$$\begin{aligned} \text{CambioIndex} = & \alpha + \beta_1 B.ILFJure_{it} + \beta_2 R.ILFJure_{it} + \beta_3 I.ILFJure_{it} + \beta_4 C.ILFJure_{it} + \\ & \beta_5 S.ILFJure_{it} + \beta_6 B.ILFPIB_{it} + \beta_7 R.ILFPIB_{it} + \beta_8 I.ILFPIB_{it} + \beta_9 C.ILFPIB_{it} + \\ & \beta_{10} S.ILFPIB_{it} + u_i \end{aligned} \quad (8)$$

Em que:

CambioIndex = estabilidade do câmbio que usa como *proxy* a variável *Exchange Rate Stability* (ERS)

ILFJure = índice de Liberalização Financeira Externa de Jure (KA\_OPEN)



ILFPIB = Índice de Liberalização Financeira externa de *Facto* (Contruída a a partir do banco de dados de Lane e Milesi- Ferreti)

B.;R.;I.;C.;S: Onde cada país é representado por uma dummy que diferencia o intercepto de inclinação dos outros, para cada uma das variáveis de liberalização financeira externa

Esse modelo foi especificado por dados em painel com efeitos fixos. Os efeitos fixos permitem o uso de uma dummy para cada unidade, permitindo diferenciar os interceptos como explicado acima. Para confirmar, o teste de Hauman foi novamente utilizado e, com estatística do p-valor em 0,0004, podemos rejeitar a hipótese nula com 1 % de significância de que a diferença nos coeficientes não é sistemática.

As inferências do modelo 2 são semelhantes às do modelo anterior, no entanto, nesse podemos perceber como se relacionam os dados de cada país entre a variável dependente e as explicativas. O modelo é demonstrado na tabela 2:

VARIABLES	(1) modelo2
B.ILFJure	-0.492** (-2.014)
R.ILFJure	-0.428** (-2.350)
I.ILFJure	0.104 (0.107)
C.ILFJure	3.749*** (4.266)
S.ILFJure	-0.794 (-1.494)
B.ILFJure	-0.336* (-1.848)
R.ILFJure	-0.123 (-1.415)
I.ILFJure	-0.569*** (-3.247)
C.ILFJure	-0.537*** (-4.417)
S.ILFJure	-0.215*** (-5.417)
Constant	0.712*** (6.441)
Observations	105
Number of pais	5
R-squared	0.732

Fonte: elaborado a partir do Stata13.

Novamente, a variável de jure se mostra negativamente relacionada com a estabilidade cambial, para os países Brasil e Rússia. Isso, demonstra que o aumento das restrições legais e do uso de controles de capitais está associado com a estabilidade do câmbio, ao menos para o Real (moeda brasileira) e para o Rublo (moeda russa).

O resultado para Índia, apesar de apresentar uma relação contrária à hipótese inicial do modelo, não se mostrou significativo. Isso se dá principalmente pelo fato de que o ILF<sub>jure</sub> para a Índia varia muito pouco, o que prejudica a regressão.

A China apresentou um sinal oposto do esperado, com nível de significância de 1 %. No entanto, apesar desse resultado não favorável ao modelo, pode-se justificar que as restrições legais ao movimento de capitais na China são menos importantes dos que nos outros países. Isso acontece porque a China na última década impôs um ritmo normativo de liberalização mais elevado dada à sua intenção de integrar o Renminbi à cesta de moedas utilizadas no mercado internacional, ou seja, tornar sua moeda uma moeda global.

No entanto, o colchão de reservas que a China adquiriu nesse período está relacionado ao superávit comercial que obteve com suas exportações (diferente dos outros países que aumentaram suas reservas com recursos de investimentos produtivos e especulativos), assim, o país tem mais capacidade, mesmo em tempos de crise e fuga de capitais de estabilizar a moeda utilizando esses recursos. Assim, justifica-se o fato de que a estabilidade cambial chinesa está menos relacionada com o ILF<sub>Jure</sub> do que nos outros países em questão.

Já no que se refere a relação entre o índice de Liberalização financeira *de facto* e a estabilidade cambial, o sinal negativo foi verificado em todos os países, à níveis de confianças diferentes. Para o Brasil o modelo infere que com 5% de significância, o aumento da integração financeira reduz a estabilidade cambial. Esse resultado é válido para Índia, China e África do Sul, no entanto, com nível de 1% de significância estatística. O único intercepto que não é estatisticamente significativo se refere aos dados da Rússia.

Em suma, a investigação empírica realizada nesse capítulo fornece um argumento em defesa do uso dos controles de capitais. Dadas as características do SMI – onde a instabilidade é transmitida para os países emergentes principalmente através da volatilidade cambial – a existência de uma relação negativa entre a estabilidade da taxa de câmbio e os índices de liberalização financeira externa, tanto *de facto* quanto *de jure*, justifica o uso de restrições aos fluxos internacionais de recursos.

## 6 CONCLUSÕES

A liberalização financeira externa como instituição está diretamente ligada à evolução do Sistema Monetário Internacional e da relação entre os agentes que o compõe. Através das condições que esse sistema impõe aos indivíduos – famílias, mercado e Estado – crenças são formadas e hábitos estabelecidos. Esses por sua vez, influenciam o desenvolvimento constante do sistema que os definiu. A contribuição dessa tese se constituiu a partir da análise dessa interação contínua e evolutiva entre o macro (SMI e LFE como instituições) e o micro (indivíduos, seus hábitos e crenças).

Para realizá-la, o trabalho contrói primeiramente uma análise teórica sobre a economia institucional, a teoria pós-keynesiana e o debate sobre a liberalização financeira externa. As conclusões do segundo capítulo, em sua primeira seção, se referem à necessidade do estudo das instituições na evolução econômica. As relações entre os diversos agentes devem ser estudadas em sua totalidade, na análise de suas ações, hábitos e crenças, mas também naquilo que as restringem.

Essa restrição ou liberação é dada pelas instituições, que evoluem através de um processo contínuo e cumulativo, em que a trajetória não deve ser desconsiderada. Além disso, conclui-se que a evolução não ocorre somente dos indivíduos para as instituições, mas também no sentido oposto. Através da teoria de *reconstitutive downward causation*, pode-se concluir que essas relações ocorrem tanto de baixo pra cima, em que as ações dos agentes impõem e desenvolvem a instituição, quanto de cima pra baixo, onde os contextos institucionais mudam o modo de pensar e agir dos agentes.

A segunda subseção do segundo capítulo, apresentando a abordagem metodológica, conclui que é de extrema importância analisar a evolução institucional a partir da perspectiva pós-keynesiana de instabilidade financeira, incerteza e volatilidade dos sistemas financeiros. Essa teoria proporia uma leitura aprofundada e completa das características do SMI e das condições que as mesmas impõem aos mercados emergentes.

Finalmente, o capítulo ainda apresenta o debate acerca da liberalização financeira externa. Conclui-se que durante muito tempo não houve um consenso acerca dos benefícios da LFE, o que trouxe um distanciamento do debate entre a economia neoclássica e o contraponto apresentado pela teoria keynesiana. Como a primeira dominava os debates econômicos, principalmente a partir da década de 1970, a conversibilidade era tida como um objetivo a ser alcançado.

Esse contexto se alterou significativamente quando a nova economia dos controles de capitais passou a questionar, utilizando a metodologia e os conceitos neoclássicos, os benefícios da LFE. Essa aproximação do debate constituiu uma nova base argumentativa importante para a mudança institucional sobre os controles de capitais.

O terceiro capítulo concluiu que o SMI esteve em constante evolução e mudança desde o padrão-ouro até o estabelecimento de um novo sistema caracterizado pela instabilidade financeira relacionada ao movimento dos fluxos de capitais. Nesse contexto, concluiu-se que os fluxos de capitais sempre estiveram presentes em maior ou menor magnitude, no entanto, houve momentos e situações em que a busca pela LFE foi mais intensa.

O capítulo concluiu que o processo de integração financeira global foi fator predominante para a ocorrência de crises financeiras nos emergentes, mas também para o aumento do contágio e vulnerabilidade dos mesmos em relação às crises e políticas dos países desenvolvidos. Isso impôs uma série de restrições aos países periféricos, destacando-se a perda de autonomia de política econômica em decorrência das fugas de capitais.

Além disso, foi possível verificar que a partir das condições financeira de vulnerabilidade impostas pelos fluxos de capitais na ocorrência da crise financeira global, alguns países passaram a tomar posições contrárias às políticas restritivas recomendadas pelos organismos internacionais e países desenvolvidos, possibilitadas em grande medida por uma nova posição na produção global, notadamente dos países BRICS. Essa nova posição política seria de grande importância no estabelecimento e evolução do SMI e da LFE a partir de então.

O quarto capítulo faz a análise institucional da evolução da LFE e do SMI, dadas suas características e a interação com os agentes – famílias, mercado e Estado. O capítulo concluiu que o Sistema Monetário Internacional, que se estabeleceu após o abandono do acordo de Bretton Woods, foi constituído a partir da nova característica financeirizada dos agentes econômicos. A partir da crença de que a LFE leva ao crescimento e eficiência alocativa, os países em emergentes e em desenvolvimento passaram a perseguir a conversibilidade das contas capitais, imprimindo um avanço significativo nesse processo e reforçando a instabilidade inerente ao capitalismo financeiro.

A partir dessa instituição, o aumento dos fluxos de capitais irrestritos entre as economias impusera novamente crises e instabilidades financeiras atingindo principalmente os mercados

emergentes. Assim, a constituição do SMI a partir da ação dos agentes acabaram por impor aos mesmos condições de instabilidade e perda de autonomia.

Isso fez com que os países emergentes criassem uma coalisão que, apoiada por estudos acadêmicos e por alianças fora e dentro do Fundo Monetário Internacional, alterassem a percepção da instituição e dos agentes econômicos sobre os benefícios da LFE. Essa mudança institucional fica clara no documento apresentado pelo fundo em que se apresenta a nova visão institucional sobre os controles de fluxos de capitais.

Finalmente, o capítulo quatro analisa o documento apresentado pelo FMI e conclui que houve diversos avanços na maneira como os controles de capitais são considerados. Primeiramente, o estabelecimento formal da aceitação do uso dessas restrições, por um organismo de tamanha importância, dá respaldo e liberação para sua utilização pelos países emergentes, o que pode garantir a autonomia nacional. Em segundo lugar, o texto declara que as bases teóricas que defendem os benefícios da LFE não são inabaláveis, o que abre caminho para o debate. Além disso, há o reconhecimento da importância do controle multilateral dos controles (que retira o ônus exclusivo dos países receptores dos fluxos).

No entanto, a análise observa alguns pontos que podem avançar, se considerada a evolução do SMI e de suas características. O principal deles é a repetida posição sobre o caráter temporário do uso de controles de capitais. O fundo acredita que essas restrições devem ser paliativas, já que as instabilidades são consideradas como uma falha do mercado, que é predominantemente eficiente. No entanto, a análise mostra que a característica volátil do SMI é permanente e o mercado não é autoregulável e eficiente, assim os CFM também deveriam permanentes.

O capítulo cinco faz uma investigação empírica, através de um modelo de dados em painel, que investiga a relação entre a estabilidade cambial e os índices de liberalização financeira externa *de facto* e *de jure*, para os países BRICS. O resultado corrobora com o argumento que defende o uso de controle de capitais para assegurar a autonomia de política econômica e principalmente a estabilidade cambial. Em geral, a relação encontrada se demonstrou negativa, ou seja, com o aumento da liberalização financeira, há uma redução da estabilidade da taxa de câmbio dos países observados.

## REFERÊNCIAS

- AIZENMAN, J.; CHINN, M. D.; ITO, H. The emerging global financial architecture: tracing and evaluating the new patterns of the trilemma's configurations. **Journal of International Money and Finance**, [s.l.], v. 29, n. 4, p. 615–641, 2010.
- ALVES JR., A. J.; FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. (org.). **Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta**. Petrópolis: Vozes, 2004
- ARIDA, P. Por uma moeda plenamente conversível. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 3, p. 151-154, 2003.
- ARIYOSHI, A. *et al.* **Capital controls: country experiences with their use and liberalization**. Washington, 2000 (IMF occasional paper, 190).
- ATKINSON, G. W.; OLESON, T. Institutional inquiry: the search for similarities and differences. **Journal of Economic Issues**, [s.l.], v. 30, n. 3, p. 701-718, Sept. 1996.
- BASTOS, P. P. Z.; BANCARELI, A. M.; DEOS, S. S. Controle de capitais e reformas liberais: uma comparação internacional. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 15, n. 3, p. 545-576, dez. 2006.
- BELLUZO, L. G. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. **Economia e Sociedade**, [s.l.], v. 4, n. 1, p. 11-20, 1995.
- BLOCK, F. L. **The origins of international economic disorder**. London: University of Carolina Press, 1977.
- BOUGHTON, J. M. From Suez to Tequila: the IMF as crisis manager. **The Economic Journal**, [s.l.], n. 110, p. 273-291, 2000.
- BOUGHTON, J. M. **Why White, not Keynes?: inventing the Postwar International Monetary System**. Washington, 2002. (IMF working paper, 02/52).
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Crescimento econômico com poupança externa? In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. (org.). **Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta**. Petrópolis: Vozes, 2004.
- BRUE, S. L. **História do pensamento econômico**. São Paulo: Thomson Learning, 2006.
- CARNEIRO, R. **Globalização e integração periférica**. Campinas, jul. 2007. (Texto para discussão IE/UNICAMP, 126). Disponível em: [www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=1756&tp=a](http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=1756&tp=a). Acesso em: 20 maio 2012.
- CARVALHO, F. C. Mudanças no papel e nas estratégias do FMI e perspectivas para os países emergentes. In: FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. F. (org.) **Globalização financeira: ensaios de macroeconomia aberta**. Petrópolis: Vozes, 2004.

- CARVALHO, F. C.; SICSÚ J. Controvérsias recentes sobre controles de capitais. *In*: SICSÚ, J.; FERRARI FILHO, F. **Câmbio e controles de capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- CARVALHO, F. J. C. *et al.* **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007.
- CHANG, H.-J. Breaking the mould: an institutionalist political economy alternative to the neoliberal theory of the market and the state. **Cambridge Journal of Economics**, [s.l.], v. 26, n.5, p. 539-559, Sept. 2002.
- CHINN, M.; ITO, H. A new measure of financial openness. **Journal of Comparative Policy Analysis**, [s.l.], v. 10, n. 3, p. 309-322, 2008.
- CINTRA, M. A. M.; PRATES, D. M. Os países em desenvolvimento diante da crise financeira global. *In*: ACIOLY, L.; LEÃO, R. P. F. (org.). **Crise financeira global: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil**. Brasília: IPEA, 2011.
- COMMONS, J. R. Institutional economics. **American Economic Review**, [s.l.], v. 21, p. 648-657, 1931.
- CONCEIÇÃO, O. A. C. A batalha dos métodos (Methodenstreit) revisitada: convergindo em direção ao institucionalismo? *In*: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 9., 2016, São Paulo. **Anais [...]** São Paulo: Associação Keynesiana Brasileira, 2016.
- CONCEIÇÃO, O. A. C. Há compatibilidade entre a “tecnologia social” de Nelson e a “causalidade vebleniana” de Hodgson? **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 32, n. 1(126), p. 109-127, 2012.
- CONCEIÇÃO, O. A. C. O conceito de instituição nas abordagens institucionalistas. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 2, p. 119-146, jul./dez. 2002.
- COOPER, R. N. Should capital-account convertibility be a world objective? *In*: KENEN, P. (ed.). **Should the IMF pursue capital-account convertibility?** [Princeton], 1998. (Princeton essays in international finance, 207).
- COSTA, F. N. **Economia monetária e financeira: uma abordagem pluralista**. Rio de Janeiro: Makron, 1992.
- COSTA, V. B. **Política econômica e integração financeira: uma análise das estratégias de desenvolvimento dos países emergentes (1990-2011)**. 2015. Dissertação (Mestrado em Economia) - Departamento de Economia, Universidade Estadual de Maringá, Maringá, 2015.
- CUNHA, A. M. A crise financeira global e as reformas na arquitetura financeira internacional. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 34, n. 2, p. 349-382, 2013.

DATHEIN, R. Sistema monetário internacional e globalização financeira nos sessenta anos de Bretton Woods. **Revista Sociedade Brasileira de Economia Política**, Rio de Janeiro, n. 16, p. 51-73, jun. 2005.

DAVIDSON, P. Global employment and open economy macroeconomics. *In*: DEPREZ, J.; HARVEY, J. T. (ed.). **Foundations of international economics: post Keynesian perspectives**. London: Routledge, 1999.

DAMASCENO, A. O. Integração financeira e crescimento econômico: teoria, evidência e política. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 21 n. 3(46), p. 521-558, dez. 2012. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/ecos/v21n3/03.pdf>. Acesso em: 10 jul. 2017.

DUGGER, W. Radical institutionalism: basic concept. **Review of Radical Political Economics**, [s.l.], v. 20, n. 1, p. 120, 1988.

EDISON, H. *et al.* International financial integration and economic growth. **Journal of International Monetary and Finance**, [s.l.], v. 21, 2002. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=314925](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=314925). Acesso em: 10 jul. 2017.

EICHENGREEN, B. **Globalização do capital: história do sistema financeiro mundial**. São Paulo: 34, 2000.

EICHENGREEN, B.; GULLAPALLI, R.; PANIZZA, U. **Capital account liberalization, financial development and industry growth: a synthetic view**. Berkeley: Econometrics Laboratory, University of California, 2009. Disponível em: [http://eml.berkeley.edu/~eichengr/capital\\_account\\_2-10-09.pdf](http://eml.berkeley.edu/~eichengr/capital_account_2-10-09.pdf). Acesso em: 12 mar. 2017.

EDWARDS, S. Financial openness, currency crises, and output losses. *In*: EDWARDS, S.; GARCIA, M. G. P. (ed.) **Financial markets volatility and performance in emerging markets**. Chicago: The University of Chicago Press, 2008.

FERRARI FILHO, F. Regime cambial para países emergentes: uma proposição a partir de Keynes. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 17, n. 2(33), p. 1-16, ago. 2008. Disponível em: [www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=654&tp=a](http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=654&tp=a). Acesso em: 12 maio 2017.

FERRARI FILHO, F.; TERRA, F. H. B. Reflexões sobre o método em Keynes. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 36, n. 1(142), p. 70-90, 2016.

FISCHER, S. Capital-account liberalization and the role of IMF. *In*: KENEN, P. (ed.). **Should the IMF pursue capital-account convertibility?** Princeton, 1998. (Princeton essays in international finance, 207).

FREITAS, M. C. P.; PRATES, D. M. Abertura financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México. **Revista Economia e Sociedade**, Campinas, v. 7, n. 2(11), p. 173-178, dez. 1998. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643158>. Acesso em: 12 mar. 2017.



FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL – FMI. **Articles of agreement of the International Monetary Fund**: adopted at the United Nations Monetary and Financial Conference. Bretton Woods, 1944.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL – FMI. **Global financial stability report, April 2010**: meeting new challenges to stability and building a safer system. Washington, 2010.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL – FMI. **The IMF's approach to capital account liberalization**. Washington: Independent Evaluation Office, 2005.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL – FMI. **The liberalization and management of capital flows**: an institutional view. Washington, 2012.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL – FMI. **World economic outlook database**: April 2011. Washington, 2011.

GALLAGHER, K. **Rulling capital**: emerging markets and the reregulation of cross-boarder finance. New York: Cornell University Press, 2015.

GHOSH, A. R; QURESHI, M. S.; SUGAWARA, N. **Regulating capital flows at both ends**: does it work? Washington: IMF Research Department, 2014. (IMF Working Paper, 14/188).

GREENE, W. H. **Econometric analysis**. 5 ed. New Jersey: Prentice Hall, Peason Education, 2002.

GRILLI, V.; MILESI-FERRETI, G. Economic effects and structural determinants of capital controls. **IMF Staff Papers**, Washington, v. 42, n. 3, p. 517-551, 1995.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. New York: McGraw-Hill, 2011.

HENRY, P. **Capital account liberalization**: theory, evidences and speculation. Cambridge, Nov. 2006. (NBER working paper, 12698). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w12698.pdf>. Acesso em: 3 maio 2017.

HOGDSON, G. M. The approach of institutional economics. **Journal of Economic Literature**, [s.l.], v. 36, n. 1, p. 166-192, 1998.

HOGDSON, G. M. Reconstitutive downward causation: social structure and the development of individual agency. In: FULLBROOK, E. **Intersubjectivity in economics**: agents and structure. London: Taylor & Francis e-Library, 2003.

HODGSON, G. M. Institutional economics into the twenty-first century. **Studi e Note di Economia**, [s.l.], v. 14, n. 1, 2009.

HSIAO, C. **Analysis of panel data**. 2<sup>nd</sup> ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

KEYNES, J. M. **Teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1996. (Os economistas).

KEYNES, J. M. Proposals for and international currency (or clearing) union. *In*: HORSEFIELD, K. (ed.). **The International Monetary Fund 1945-1965: twenty years of international monetary cooperation**, volume iii: documents: 1943. [S.l.], 1969. Disponível em: <http://imsreform.imf.org/reserve/pdf/keynesplan.pdf>. Acesso em: 12 mar. 2017.

KLEIN, M. **Capital account liberalization, institucional quality and economic growth: theory and evidence**. Cambridge, 2005. (NBER working paper, 11112). Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w11112.pdf>. Acesso em: 3 maio 2017.

KORINEK, A. **Excessive dollar borrowing in emerging markets balance sheet effects and macroeconomic externalities**. Maryland: University of Maryland, July 2011.

KREGEL, J. Financial liberalization and domestic policy space: theory and practice with reference to Latin America. *In*: ARESTIS, P.; PAULA, L. F. (org.). **Financial liberalization and economic performance in emerging countries**. London: Palgrave Macmillan, 2008.

LANE, P. R; MILESI-FERRETI, G. M. **Capital flows to Central and Eastern Europe**. Washington, Aug. 2006. (IMF working paper, 06-188).

LANE, P. R; MILESI-FERRETI, G. M. The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1997-2004. **Journal of Intenational Economics**, [s.l.], n. 73, p. 223-250, Nov. 2007.

MAGUD, N. E.; REINHART, C. K.; ROGOFF, K. S. **Capital controls: myths and realities**. Cambridge, 2011. (NBER working paper, 16805).

MARX, K. **O capital: crítica da economia política**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2006.

MINSKY, H. P. **The financial instability hypothesis**. Annandale-on-Hudson: Levy Economic Institute of Bard College, May 1992. (Working paper, 74).

MINSKY, H. P. **Money manager capitalism**. Annandale-on-Hudson: Levy Economic Institute of Bard College, 1989. (Hyman P. Minsky archive, 13). Disponível em: [https://digitalcommons.bard.edu/hm\\_archive/13](https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/13). Acesso em: 10 maio 2017.

MINSKY, H. P. **Stabilizing and unstable economy**. New Haven: Yale Univestiry Press, 1986.

MODENESI, A. M.; MODENESI, R. L. Controle de capitais: uma proposta da esquerda? *In*: SICSÚ, J.; FERRARI FILHO, F. **Câmbio e controles de capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

NASSIF, A. Overcoming the impossible trinnity: (1999 – 2011). **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 31, n. 5. 2011.

OCAMPO, J. A. **Balance of payments dominance: its implications for macroeconomic policy**. [S.l.], Oct. 2013. (Initiative for policy dialogue working paper series).

OREIRO, J. L. Autonomia, fragilidade e equilíbrio: a teoria dos controles de capitais. *In: SICSÚ, J.; FERRARI FILHO, F. Câmbio e controles de capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos.* Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

PALLEY, T. I. **Rethinking the economics of capital mobility and capital controls.** [S.l.]: Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung, 2009. (Working paper, 1/2009).

PARK, Y. C.; BAE, K. H. Financial liberalization and economic integration in East Asia. **PECC Finance Forum Conference**, Honolulu, Aug. 2002.

PAULA, L. F. de; FERRARI-FILHO, F.; GOMES, A. M. Capital flows, international imbalances and economic policies in Latin America. *In: ARESTIS, P.; SAWYER, M. Economic policies, governance and the new economics.* London: Palgrave Macmillan, Jan. 2013. p. 209-248. (International papers in political economy (IPPE) series).

PAULA, L. F. de *et al.* Liberalização financeira, performance econômica e estabilidade macroeconômica no Brasil: uma avaliação do período 1994-2007. **Revista Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 22, n. 3, set./dez. 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0103-63512012000300005>. Acesso em: 12 mar. 2017.

POLANYI, K. **A grande transformação.** 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.

PRASAD, E. *et al.* **Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence.** [S.l.], 2003.

PRATES, D. M. **Crises financeiras dos países emergentes: uma interpretação heterodoxa.** 2002. Tese (Doutorado), Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

QUINN, D. P. The correlates of changes in international financial regulation. **American Political Science Review**, [s.l.], v. 91, n. 3, Sept. 1997. Disponível em: <http://faculty.msb.edu/quinnd/papers/finregulation97.pdf>. Acesso em: 12 maio 2017.

RAFFERTY, D. T. Analyzing the IMF's 'new' institutional view for regulating international capital flows using Minsky and Kregel: do they finally get it?. **International Journal of Political Economy**. London, v. 46, n. 2-3, p. 113-127, 2017. Disponível em: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/08911916.2017.1385958>. Acesso em: 12 mar. 2017.

RODRIG. D. Who needs capital account convertibility?. *In: KENEN, P. (ed.). Should the IMF pursue capital-account convertibility?* Princeton, 1998. (Princeton essays in international finance, 207).

TOBIN, J. A proposal for international monetary reform. **Eastern Economic Journal**, [s.l.], v. 4, 1978.

STIGLITZ, J. E. *et al.* **Stability with growth: macroeconomics, liberalization and development.** Oxford: Oxford University Press, 2006. (The initiative for policy dialogue series).

VAN DER LAAN, C. R. **Liberalização da conta de capitais**: evolução e evidências para o caso brasileiro recente (1990-2005). Rio de Janeiro: BNDES, 2007. Disponível em: [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecime nto/premio/pr292.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecime nto/premio/pr292.pdf). Acesso em: 15 ago. 2017.

VEBLEN, T. **The theory of leisure class**. Oxford: Oxford University Press, 2007. (Oxford world's classics).

VEBLEN, T. Why is economics not an evolutionary science? **The Quarterly Journal of Economics**, Oxford, v. 12, n. 43, 1898.

VINER, J. International finance in the Postwar World. **Journal of Political Economy**, [s.l.], v. 55, n. 2, p. 97-107, 1947.

WHALEN, C. J. **Post-Keynesian institutionalism after great recessin**. Annandale-on-Hudson: Levy Economics Institute of Bard College, 2012. (Working paper, 724).

WILLIAMSON, J. What Washington means by policy reform. *In*: WILLIAMSON, J. (ed.). **Latin America adjustment**: how much has happened? Washington: Peterson Institute for International Economics, 1990.

WILLIAMSON, J. Exchange rate policy and development. **Iniciative for Policy Dialogue Task Force on Macroeconomics**, [s.l.], 7 Aug. 2003. Disponível em: [http://academiccommons.columbia.edu/download/fedora\\_content/download/ac:126941/CONTENT/Williamson8\\_7\\_03.pdf](http://academiccommons.columbia.edu/download/fedora_content/download/ac:126941/CONTENT/Williamson8_7_03.pdf). Acesso em: 30 set. 2017.

WHITE, H. D. Postwar currency stabilization. **American Economic Review**, [s.l.], v. 33, n. 1, 1943.