

Liberalização, Vulnerabilidade Financeira e Instabilidade: Algumas Considerações sobre a Economia Brasileira

Paulo Caruso¹

Adriana Moreira Amado²

Resumo

O artigo analisa a economia brasileira e sua vulnerabilidade externa (no período recente) a partir do referencial teórico de Minsky. Observa-se a tendência recorrente de ampliação da vulnerabilidade e o movimento cíclico da mesma, tendência esta que não está associada a regimes cambiais específicos, mas que é ampliada pela falta de controles cambiais. Nota-se também que o aprofundamento da vulnerabilidade externa da economia brasileira deve-se, sobretudo, ao comportamento da conta financeira, que mais que compensou os resultados positivos obtidos pela balança comercial. Todos esses elementos conduzem a observação de uma tendência à ampliação da instabilidade financeira dessa economia.

Palavras-Chave: Liberalização, Vulnerabilidade Externa e Economia Brasileira

Abstract

The paper analyses the Brazilian economy and its external vulnerability basing on Minsky theoretical approach. The continuous tendency to the deepening of its vulnerability and its cyclical movement, independent of the exchange rate regime, is observed. The paper points out that this tendency in recent periods is associated mainly to the behaviour of the financial account, which overcomes the positive results of the trade account of the country. All those elements lead to the observation of an increased tendency towards the deepening of the instability on the financial and real spheres of the Brazilian economy.

Key Words: Liberalization, External Vulnerability, Brazilian Economy

Área 5, Sub-área 5.2

Sessões Ordinárias

¹ Banco Central do Brasil.

² Professora do Departamento de Economia da Universidade de Brasília.

Introdução

A economia internacional na década de 90 passou por um processo intenso de liberalização que foi refletido e refletiu o movimento de globalização das diversas economias nacionais. As causas e conseqüências desses dois processos não são nada consensuais entre os economistas. Por um lado a perspectiva ortodoxa brinda os dois por representarem uma possibilidade de ampliação da esfera do mercado e, em decorrência disto, por gerarem as condições para que os recursos sejam alocados de forma mais eficiente e que o pleno emprego seja alcançado de forma mais rápida e segura. No outro lado estão os heterodoxos que ao mostrarem que o mercado não aloca de forma eficiente os recursos e que pode em decorrência de sua própria lógica de atuação aprisionar a economia em situações de desemprego involuntário, apontam os problemas associados tanto à liberalização quanto à globalização. De acordo com este segundo grupo, esses dois processos poderiam não apenas aprofundar a tendência ao afastamento do ponto de demanda efetiva do seu nível de pleno emprego, bem como a instabilidade da economia internacional e das economias nacionais poderiam ser ampliadas e, desta forma, a incerteza da economia poderia ser aprofundada e com isso maiores problemas associados ao emprego poderiam emergir.

Neste segundo grupo cabe ressaltar as idéias de Minsky. Este autor parte da abordagem de Keynes das Economia Monetárias de Produção, também associadas ao seu paradigma de Wall Street, e sobre os elementos básicos deste conceito constrói a hipótese de fragilidade financeira, que demonstra o caráter eminentemente frágil e instável do ponto de vista financeiro do capitalismo. Ao tratar do real e monetário como dois elementos intrinsecamente relacionados o autor mostra a tendência à instabilidade real que esse sistema possui.

Neste sentido, economias globalizadas e liberalizadas tenderiam a apresentar um nível de instabilidade maior e isso acarretaria problemas associados ao produto dessas economias.

O trabalho objetiva exatamente a análise da vulnerabilidade externa de economias periféricas com o uso do Brasil como exemplo de uma economia periférica típica que se

insere dentro da perspectiva liberal no processo de globalização. Para tanto serão observados indicadores de sua vulnerabilidade externa com base nas análises de Minsky. Após analisar a questão da vulnerabilidade externa da economia brasileira teceremos algumas considerações sobre países com uma inserção mais ativa no processo de globalização e observaremos as possibilidades de resultados não congruentes entre esses dois grupos.

A primeira seção define economias monetárias de produção e analisa o marco teórico mais amplo no qual a hipótese de fragilidade financeira de Minsky é gerada. Feito isso, na segunda seção, definem-se os principais elementos analíticos de Minsky primeiro em economias fechadas e, posteriormente, estendendo a análise para economias abertas. Passamos, então, para a análise da instabilidade gerada pela liberalização financeira em algumas economias periféricas na década de 90 e, finalmente, nas duas últimas seções analisamos a economia brasileira no período Pós Real, mostrando que o referencial teórico minskyano apresenta-se bastante adequado para explicar a vulnerabilidade externa brasileira.

1. Moeda e Instabilidade

Keynes e o marco teórico heterodoxo tendem a tratar as economias monetárias de produção e, portanto, as economias capitalistas contemporâneas dentro de um arcabouço que apenas permite a compreensão de suas trajetórias quando se observa o comportamento de variáveis reais e monetárias. A dicotomia clássica seria um caso para economias que estivessem sujeitas ao paradigma *da feira da aldeia*, situação histórica essa, que não se comprova historicamente ou que caso se comprove, não tem relevância para a análise de uma economia capitalista avançada (Keynes, 1973).

As economias monetárias de produção e a unicidade da esfera monetária e real que as caracterizam exigem a existência de um sistema financeiro desenvolvido e minimamente consolidado³. Isto permite que o investimento se torne independente da poupança e que a mobilização, ou comando de recurso, viabilizada pelo sistema financeiro possa ocorrer de

³ Como observa Chick, 1986.

forma a que o investimento tenha lugar de forma independente da poupança e que a variação do investimento seja suficiente para gerar sua poupança correspondente. A decisão acerca do nível de investimento se daria através da comparação entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juros, esta última uma variável monetária determinada pela demanda e oferta de moeda. Assim, aspectos monetários são elementos fundamentais para a determinação da trajetória dessas economias, uma vez que, em parte, determinam o investimento e esta é a variável central para explicar a determinação do nível de produto e emprego da mesma. Todavia, ao ter a variável central para a determinação do emprego e renda dessa economia centrada em dois componentes absolutamente instáveis e voláteis, taxa de juros e eficiência marginal do capital, aponta-se na direção de uma tendência inerente à instabilidade em economias monetárias de produção.

De acordo com Keynes, aquelas teriam três características essenciais que explicariam tanto a instabilidade da demanda por moeda quanto as questões associadas à determinação da oferta de moeda e do papel que os bancos têm a desempenhar nas mesmas. Bem como a volatilidade da eficiência marginal do capital. Essas características são: tempo, incerteza e moeda.

Keynes observa: *“Uma economia monetária de produção devemos crer que seja essencialmente aquela em que nossas perspectivas diversas de futuro são capazes de influenciar a quantidade e não meramente a alocação do emprego”* (Keynes, 1936, p. xxii). Isto gera uma necessidade de refletir sobre o papel central da noção de tempo e das expectativas em seu arcabouço teórico.

O tempo neste contexto está imbuído de seu atributo essencial de irreversibilidade, o que o separa de forma definitiva da noção de espaço em que a bidirecionalidade é possível. A irreversibilidade do tempo gera problemas ao conhecimento e, portanto, faz das expectativas elementos que são gerados em um contexto eminentemente não ergódico.

Neste sentido a incerteza associada ao tempo histórico e que se contrapõe a perspectiva neoclássica, aqui observada como risco, pode ser descrita como aquela não sujeita a distribuições de probabilidade (Knight, 1933).

Para agir em um ambiente sujeito ao tempo histórico e incerteza e evitar a paralisia que seria esperada dentro deste contexto, os agentes tem que gerar mecanismos que permitam a formação de expectativas e através destas a tomada de decisão. Keynes pontua

as convenções como um elemento fundamental para balizar o processo de formação de expectativas e conseqüente ação dos indivíduos chamando atenção ao mesmo tempo para a existência de *animal spirits* que empurram os agentes para a ação ao invés do imobilismo.

Expectativas formadas nesse contexto, tendem a garantir o mínimo de estabilidade e de possibilidade decisória aos agentes num contexto de incerteza. Todavia, ao terem um caráter subjetivo e convencional forte, estão sujeitas a movimentos violentos, o que tende a gerar instabilidade quando há mudanças nas mesmas. Isso torna o ambiente econômico bastante volátil, o que reforça o caráter convencional do processo decisório. (Keynes, 1936, 1937)

Em tal contexto é fundamental a existência de mecanismos sociais que permitam aos agentes lidar com a incerteza. É neste ponto que surge a moeda, padrão de liquidez para a economia. Ela dá aos agentes a flexibilidade necessária e desejada para poder não ficar em uma posição imobilizada na economia. Todavia, ao permitir que os agentes tenham flexibilidade ela esteriliza parte da demanda da economia. Esta ação normalmente está associada ao impacto do aumento da demanda de moeda sobre a taxa de juros e desta sobre o investimento. Desta forma, dão-se as bases para a não neutralidade da moeda.

Assim, a especulação sobre o movimento da taxa de juros (motivo especulação) e a reação dos agentes à incerteza (motivo precaução) conduzem ao surgimento da preferência pela liquidez e esta cria as condições para a determinação conjunta (esfera real e monetária) da trajetória de crescimento da economia.

1. Minsky e a Instabilidade Inerente às Economias Monetárias de Produção

A dissociação entre oferta e demanda por moeda é artificial e algo problemática, pois a própria existência de uma demanda por moeda instável inviabiliza a exogeneidade da oferta de moeda⁴. Portanto, se as razões para que a demanda de moeda seja instável estão dadas, é necessário discutir a oferta monetária e o papel dos bancos na mesma de forma mais detalhada. É exatamente isso que faz Minsky, ao buscar no comportamento dos bancos, como importantes determinantes da oferta de moeda, a origem das flutuações econômicas em economias monetárias de produção.

Desta maneira, os bancos têm seu comportamento regido por elementos semelhantes aos das demais firmas em seu comportamento maximizador e na disputa por mercados.

⁴ Ver Dow, 1982 e Chick, 1986.

Todavia, a “mercadoria” por eles produzida é de natureza bastante específica e isso lhes confere um papel central no sistema econômico. E faz com que a forma como se dá o financiamento nas economias monetárias de produção seja o elemento chave para entender a instabilidade geral do mesmo.

Stable growth is inconsistent with the manner in which investment is determined in an economy in which debt-financed owner-ship of capital assets exists, and the extent to which such debt financing can be carried is market determined. It follows that the fundamental instability of a capitalist economy is upward. The tendency to transform doing well into a speculative investment boom is the basic instability in a capitalist economy. (Minsky, 1982, p. 66)

A instabilidade financeira está associada por um lado à maneira como os agentes e bancos formam suas expectativas em um contexto de incerteza e por outro à disputa pelo mercado que faz que os bancos expandam o crédito em momentos de expectativas favoráveis e com isso financiem firmas que têm um perfil cada vez mais vulnerável. Assim, a maior participação de firmas financeiramente frágeis no mercado torna a economia como um todo mais financeiramente vulnerável a rompimentos no padrão de financiamento dos bancos que as financiam. Assim, haveria uma tendência ao ganho de participação das firmas especulativas e ponzi na economia e quando, em momentos de reversão de expectativas, os refinanciamentos às mesmas fossem cortados, elas seriam inviabilizadas e a crise de seus mercados se espalharia por toda a economia.

Essa perspectiva que foi desenvolvida pensando em economias fechadas pode facilmente ser estendida a economias abertas. Países podem ser tratados como unidades econômicas e classificados como Hedge, Especulativos e Ponzi (caracterização feita por Minsky das unidades econômicas de acordo com seu grau de vulnerabilidade financeira). Diversos trabalhos procuraram usar o arcabouço teórico de Minsky para tratar as crises financeiras internacionais recentes, entre eles podemos citar Arestis e Glickman, 2002; de Paula e Alves Jr., 2000; Lopez, 1997; Resende e Amado, 2007). Estes trabalhos apresentam medidas de vulnerabilidade externa e mostram seu comportamento em uma determinada fase do ciclo e o que ocorre em crises específicas. Aqui procuraremos mostrar elementos associados à vulnerabilidade externa da economia brasileira em dois momentos distintos: câmbio fixo e câmbio flutuante, mas em ambos os casos dentro de um arcabouço

de políticas de caráter liberal e observaremos como a economia evolui, em termos de sua vulnerabilidade externa ao longo do ciclo de liquidez internacional, chegando a um padrão cíclico da mesma na década de 1990 e 2000.

O próprio Minsky (1994) aborda a questão da crescente integração financeira em nível mundial mostrando que a mesma gera um aumento da instabilidade econômica. De acordo com o autor, o processo de globalização não apenas teve impactos reais associados ao comércio, mas, sobretudo, esteve associado à remoção de barreiras à movimentação e diversificação internacional de portfólios. Paralelo a esse aumento das posições assumidas em moeda estrangeira, surge também a demanda por instrumentos capazes de limitar as perdas em caso de variações bruscas nas taxas de câmbio, *e.g.*, instrumentos derivativos tais como *swaps* e futuros. Essa demanda por proteção contra flutuações cambiais era desnecessária na época do padrão-ouro e mesmo no período do pós-guerra, quando o acordo de Bretton Woods ainda conseguia manter as taxas de câmbio amplamente estabilizadas, visto que as demais moedas eram cotadas perante o dólar norte-americano e este último garantia uma paridade fixa com o ouro. Todavia, a partir de 1971, com o rompimento desse acordo e a posterior vigência da livre flutuação cambial, o cenário muda substancialmente⁵.

Ao trazer essa análise do novo cenário surgido após o colapso de Bretton Woods para o contexto das economias periféricas, Prates (2005) observa a vulnerabilidade verificada nessas economias decorrente das assimetrias monetária e financeira inerentes ao novo paradigma de livre flutuação cambial e maior flexibilização nos movimentos de capitais. Mostrando assim o ambiente de maior instabilidade a que está sujeito o novo sistema financeiro internacional e as economias periféricas em particular.

3. A liberalização da Conta Financeira e seus impactos sobre a instabilidade financeira na periferia

Com o objetivo de mostrar a maior instabilidade financeira à qual a economia internacional está sujeita, dado o cenário de globalização e liberalização, Arestis e Glickman (2002) fazem a extensão para a economia aberta da hipótese de fragilidade

⁵ Com a intensificação das pressões sobre a moeda norte-americana, em agosto de 1971 Nixon unilateralmente suspendeu a conversibilidade do dólar em ouro a uma taxa fixa, rompendo o compromisso assumido em 1944, quando da assinatura do acordo de Bretton Woods. Esforços tendentes a restaurar o equilíbrio com base em novas paridades fracassaram e, desde 1973, o sistema de flutuações fixas, mas ajustáveis, foi substituído por um de flutuação suja (Belluzo, 1995).

financeira de Minsky e argumentam que o extenso processo de liberalização financeira transcorrido no leste asiático foi determinante para o agravamento da crise financeira que assolou aquela região do globo na segunda metade da década de 1990. A queda das barreiras do conservadorismo financeiro nas décadas de 1980 e 1990 explica, em boa medida, o ocorrido nas cinco economias da região que mais sofreram com a reversão dos fluxos de capitais: Indonésia, Coreia do Sul, Malásia, Filipinas e Tailândia. Este processo de liberalização abriu caminho para os bancos locais se envolverem em operações de empréstimo doméstico arriscadas e aumentarem suas captações externas consideravelmente. Empresas nacionais também foram estimuladas a contraírem dívida externa e, em tal ambiente de euforia, o nível de alavancagem financeira igualmente se expandiu (Arestis e Glickman, 2002).

Entre 1996 e 1997 o ingresso líquido de capital externo foi da ordem de US\$ 109 bi, representando 11% do PIB agregado dessas cinco economias no imediato pré-crise (Kregel, 1998). Esses recursos foram amplamente canalizados para o setor imobiliário, que absorveu de 25% a 40% dos empréstimos bancários na Tailândia, Malásia e Filipinas em 1998, tendo como base o crédito externo de curto prazo (Unctad, 1998). As firmas asiáticas repentinamente descobriram que era possível obter *funding* externo à metade do custo de captação interno. Como resultante, houve um vasto fluxo de capital, que inflou as reservas bancárias domésticas e provocou um *boom* no crédito local. O endividamento externo contraído foi fortemente viesado para o curto prazo, contribuindo para a elevação da fragilidade externa nos termos propostos por Minsky, ou seja, a economia foi se movendo de uma posição *hedge* para *speculative* em função de forças endógenas ao próprio sistema. Quando a crise veio à tona, em 1997, o setor imobiliário sentiu fortemente seus efeitos, assim como outros setores que se envolveram em atividades arriscadas de caráter especulativo, no sentido de Minsky. Isso pode ser evidenciado pelo aumento da exposição em moeda estrangeira que ocorreu, ao passo que o governo nesses países removeu ou afrouxou os controles nas captações externas privadas, abandonou o direcionamento dos empréstimos e investimentos e resistiu a recomendações para fortalecer a supervisão bancária.

Na ótica minskiana da crise, o período de sucesso e euforia econômica no leste asiático conduziu a um afrouxamento nos controles das práticas financeiras na região,

estimulado complementarmente pelo cenário de liberalização nos fluxos de capitais, defendido pelo *mainstream* econômico desde o colapso de Bretton Woods e posto em prática de maneira substancial naquela região. Ao sustentar uma estrutura de passivos de curto prazo financiando projetos de longa maturação, essas economias estavam caminhando no sentido *speculative* movidas por forças inerentes ao próprio sistema capitalista, que em períodos prolongados de otimismo apresenta esse comportamento. Mais ainda, ao persistir neste modelo, agora com o passivo fortemente denominado em moeda conversível enquanto que o ativo permanece em moeda local, a estrutura financeira se encontra duplamente comprometida, caracterizando a extensão do modelo de fragilidade financeira de Minsky para a economia aberta.

Em linha de raciocínio semelhante, López (1997) analisou o caso da crise mexicana de 1994. Num primeiro momento, houve um amplo processo de liberalização econômica e financeira no transcorrer da segunda metade da década de 1980 e início dos anos 1990. No campo comercial, vale destacar a abertura efetuada no comércio exterior, abarcando redução de tarifas e eliminação de barreiras não-tarifárias, tudo isso associado à adesão do México ao GATT (1986) e ao NAFTA (1993). Paralelamente, no lado financeiro, houve amplo processo de liberalização e desregulamentação. Com mais destaque, reservas compulsórias foram eliminadas, taxas de juros foram liberadas, os bancos foram autorizados a tomar empréstimos externos sem restrição e os não-residentes foram autorizados a investir em ativos financeiros doméstico praticamente sem impedimentos.

Entretanto, a experiência mexicana de liberalização não trouxe consigo um surto de crescimento no investimento estrangeiro direto, mas atraiu de fato um vasto fluxo de recursos financeiros em portfólio. A desregulamentação do setor financeiro doméstico deu aos bancos uma maior margem de manobra na administração de seus ativos e passivos, além de novas oportunidades para reduzir os requerimentos de reservas bancárias e inovar com novos instrumentos financeiros. No sentido minskiano essas práticas elevaram a fragilidade financeira mexicana, deslocando a economia para a uma posição menos *hedge* e mais *speculative*.

Muito embora este processo de liberalização e desregulamentação financeira tenha de fato estimulado tanto o consumo quanto o investimento doméstico, houve também um movimento paralelo de apreciação cambial, dado o nível de juros mais elevado na

economia mexicana e o arcabouço de livre mobilidade de capitais. Isso ocasionou uma perda de competitividade para a produção doméstica e, dessa forma, as exportações não lograram alcançar um patamar substancialmente mais elevado ao passo que as importações aumentaram progressivamente. Por fim, isso acabou conduzindo a economia a uma deterioração nas transações correntes, até atingir um déficit superior a 7% do PIB em 1994. A crise foi, portanto, a consequência de uma estratégia falha: o governo promoveu reformas institucionais e tomou medidas que conduziram à recuperação econômica num primeiro momento, mas provocaram um desequilíbrio externo desde o princípio. Desequilíbrio esse que elevou a fragilidade externa da economia mexicana a tal ponto que a crise de dezembro de 1994 se tornasse o desfecho inevitável da política econômica adotada (López, 1997).

4. A economia brasileira e o índice de fragilidade externa

Em relação à economia brasileira, Paula e Alves (2000) fazem uma leitura de sua fragilidade externa, no sentido proposto por Minsky, para o período que compreende a primeira fase do Plano Real (1994-1999). Esta fase abrange o período em que o plano de estabilização esteve calcado na política cambial e a moeda norte-americana, após uma desvalorização inicial, passou a flutuar dentro de um sistema de bandas cambiais, que na prática operava quase como um câmbio fixo⁶. Os supracitados autores argumentam que um plano de estabilização com âncora cambial só é sustentável enquanto houver fluxo de capital disposto a financiar o déficit em conta corrente decorrente da valorização cambial. Para mensurar então a fragilidade externa da economia brasileira, eles elaboraram o *external fragility index* – EFI, que basicamente mede a razão entre o passivo externo mais imediato da economia (potencial e efetivo) e os recursos disponíveis para fazer face a esses compromissos.

Como observado anteriormente, Minsky (1986) desenvolveu o conceito de fragilidade financeira como sendo a capacidade de uma economia de lidar com restrições em sua condição de financiamento sem que isso provoque uma desorganização generalizada nos fluxos de pagamentos entre os agentes econômicos. Uma aceleração na taxa de crescimento do produto leva as firmas a se tornarem crescentemente endividadas a fim de expandirem a produção, ao passo que o setor bancário tende a acomodar essa crescente demanda por crédito. Este processo, alicerçado em fatores inerentes ao sistema

⁶ Paula e Alves (2000) fazem um relato bastante abrangente dessa primeira fase do Plano Real.

capitalista de produção, leva a economia a caminhar de uma posição inicial *hedge* para outra *speculative* e, no limite, *Ponzi*. As flutuações cíclicas da economia resultam da forma como as firmas financiam seus portfólios, com a fragilidade financeira se elevando em períodos de crescimento econômico devido à atividade dos agentes especulativos. Minsky percebeu que a decisão de investir caminha *pari passu* com a escolha dos meios de financiamento. Ambas as decisões definem a extensão do grau de vulnerabilidade da economia a alterações adversas no cenário macroeconômico.

Retomando o EFI, dadas as informações do balanço de pagamentos de um país, é possível saber qual é o seu grau de fragilidade financeira externa. Para tanto, faz-se uma mensuração de quão grande é a necessidade de esse país ter que recorrer ao mercado internacional de capitais a fim de renegociar posições financeiras em aberto, *i.e.*, que não podem ser honradas de imediato. Nesse sentido, o EFI está relacionado com a capacidade da economia de honrar seus compromissos externos no vencimento, ou seja, o índice compara o passivo externo de curto prazo, efetivo e potencial, com a capacidade de pagamento mais imediata:

$$(3.1) \quad \text{EFI} = (\mathbf{M} + \mathbf{D}_i + \mathbf{D}_{os} + \mathbf{A} + \mathbf{STC-1} + \mathbf{NIP-1}) / (\mathbf{X} + \mathbf{R}_i + \mathbf{R}_{os} + \mathbf{RE-1} + \mathbf{FDI} + \mathbf{Lml})^7$$

As obrigações efetivas de pagamentos compreendem as despesas com importações (**M**), juros (**D_i**) e outros serviços (**D_{os}**), além das amortizações de empréstimos (**A**). Já as obrigações potenciais são representadas pelo estoque de capital de curto prazo (**STC-1**) e pelo estoque de investimento líquido em portfólio (**NIP-1**), ambos com um trimestre de defasagem e agregados desde o primeiro trimestre de 1991⁸. Essas variáveis perfazem os passivos mais representativos (efetivo e potencial) dentro da estrutura de balanço de

⁷ onde: **M** = importações; **X** = exportações; **D** = despesa com juros (i) e outros serviços; **R** = receita de juros (i) e outros serviços; **A** = amortização de empréstimos; **STC-1** = estoque de capital de curto prazo, com um trimestre de defasagem; **NIP-1** = estoque de investimento líquido em portfólio, com um trimestre de defasagem; **RE-1** = nível de reservas oficiais internacionais no último dia do trimestre anterior; **FDI** = fluxo de entrada correspondente aos investimentos estrangeiros diretos; **Lml** = empréstimos de médio e longo prazo.

⁸ Paula e Alves (2000) decidiram, para o cálculo do EFI, utilizar dados de capital de curto prazo e investimento em portfólio com um trimestre de defasagem, pois eles entendem que esses passivos só podem ter vencimento a partir do trimestre subsequente ao influxo. O mesmo tratamento foi dado às reservas internacionais, posto que os passivos de cada trimestre podem ser cobertos com receitas externas deste mesmo trimestre somadas às reservas internacionais verificadas ao final do trimestre anterior.

pagamentos de uma economia. Esses passivos podem ser cobertos por meio das receitas de exportação (**X**), outros serviços (**R_{os}**), empréstimos de médio e longo prazo (**L_{ml}**) e investimento estrangeiro direto (**FDI**), além da posição das reservas ao final do trimestre anterior (**RE-1**).

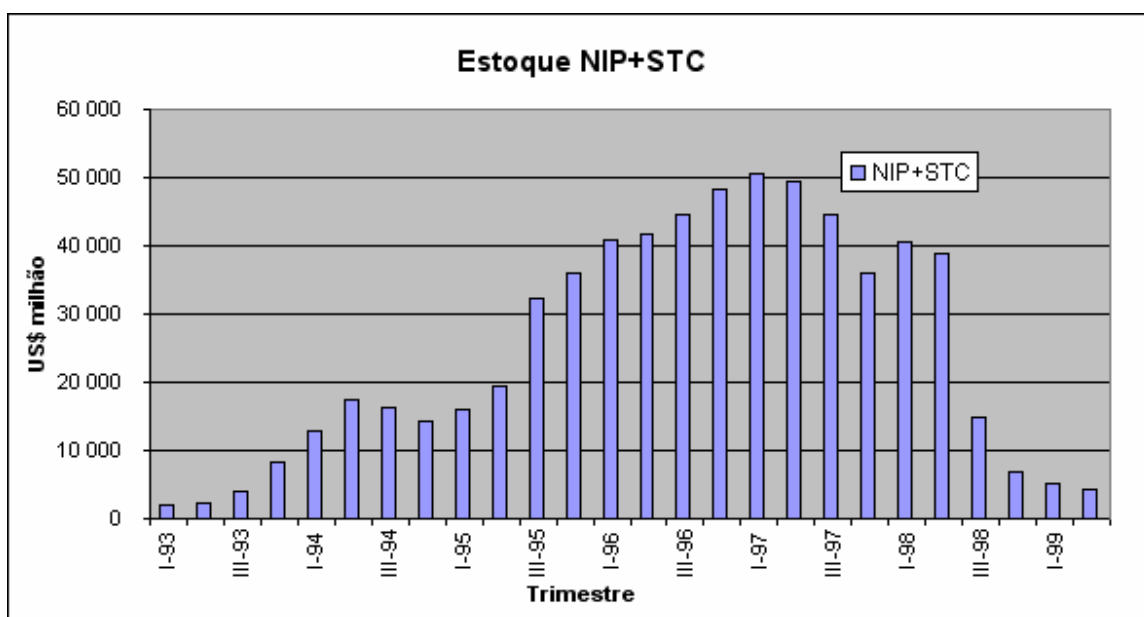
Desse modo, quanto mais alto o valor do índice maior é a propensão da economia a ser afetada por uma mudança súbita no cenário externo, tal como uma elevação da taxa de juros no país emissor da moeda-chave. Visto de outra forma, quanto maior o índice menor é a capacidade dessa economia de honrar seus passivos mais imediatos, deixando-a mais dependente de refinanciamento externo e do uso de suas reservas. Alternativamente, quanto menor o índice maior é a capacidade do país de honrar seus compromissos financeiros de curto prazo com recursos próprios, *i.e.*, sem a necessidade de recorrer ao mercado internacional de capitais. Esta interpretação torna possível classificar a postura financeira de um país de uma maneira análoga à desenvolvida por Minsky em sua hipótese de fragilidade financeira. Quando o EFI cai, os passivos efetivos e potenciais de curto prazo estão sendo cobertos por receitas correntes e por fontes de financiamento de médio e longo prazo, tal que a economia como um todo se encontra numa situação mais *hedge*. Por outro lado, quando o EFI sobe, a economia está cada vez mais vulnerável, tendendo a depender cada vez mais do humor do mercado financeiro internacional para refinarçar seus vencimentos de curto prazo, que já não são mais possíveis de serem pagos com recursos próprios. Noutros termos, a economia se encontra numa posição mais *speculative*⁹. Portanto, ainda que a fragilidade financeira seja uma característica de qualquer economia monetária moderna, como demonstrou Minsky, naquelas com sistemas financeiros mais completos esse risco é de certa forma atenuado pela existência de mecanismos de *funding* de longo prazo.

Ao fazerem a análise da economia brasileira durante a primeira fase do Plano Real à luz do EFI, Paula e Alves (2000) destacam que o estoque de capital de curto prazo bem como o investimento líquido em portfólio começaram a aumentar no início de 1993 (gráfico 1) como resultado de diferentes fatores, tais como a remoção de controles na conta

⁹ Studart (2005) alerta para o problema crônico de carência de financiamento de longo prazo nos países da periferia em geral, e no Brasil em particular, em oposição à situação dos países de centro, que contam com um mercado financeiro bastante desenvolvido e com vasta oferta de financiamento privado de longo prazo. No Brasil, o restrito acesso a esse crédito se dá em geral por meio de atuação do Estado, como no caso do BNDES

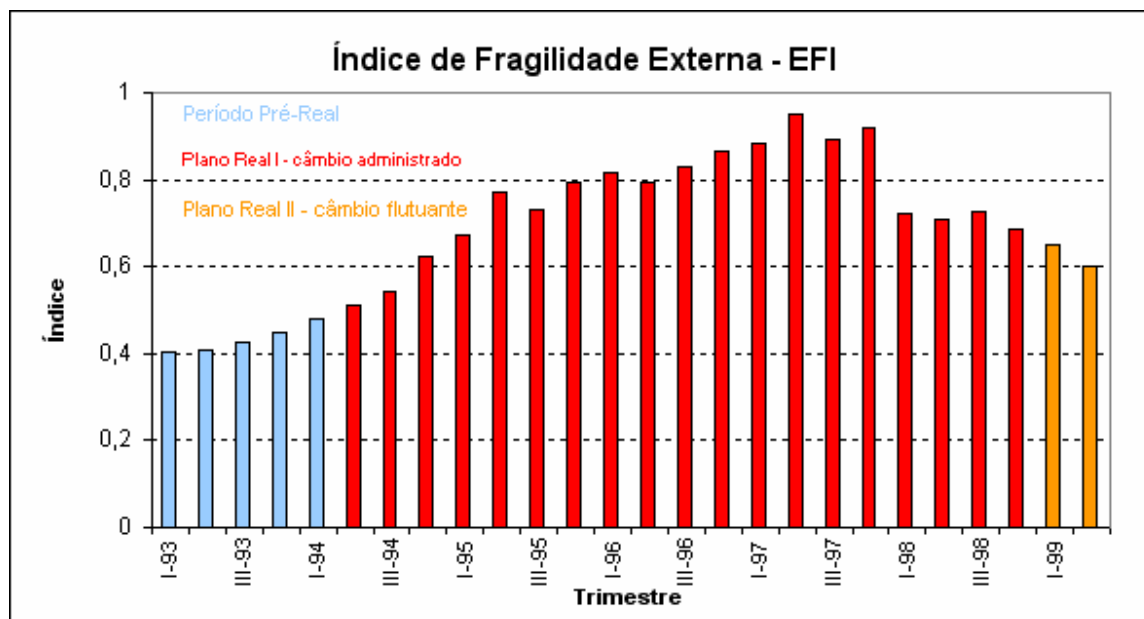
capital, o diferencial entre as taxas de juros doméstica e externa e a maior diversificação entre os investidores institucionais internacionais. Eles ressaltam a correlação positiva existente entre esse estoque de capitais de curto prazo e em portfólio e o EFI, objeto do gráfico 2. Isso se deve ao fato de que quanto mais elevado for esse estoque, maior é o potencial de saída de capitais em momentos de reversão das expectativas por parte dos agentes econômicos, portanto terminando por se refletir na elevação da fragilidade externa.

Gráfico 1 – Investimento em Portfólio e Capital Curto Prazo 1993-1999



Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais

Gráfico 2 – Índice EFI 1993-1999



Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais

Com o início do plano, a contínua atração de capitais de curto prazo, em função do diferencial de juros e da alta liquidez internacional, aliada à deterioração do saldo comercial em razão do câmbio sobrevalorizado, ocasionaram a elevação da fragilidade externa da economia brasileira até o pico verificado em 1997, quando do desfecho da crise asiática iniciada em outubro. Naquele momento, o efeito contágio provocado pela crise desencadeou fuga de capitais na periferia, o que se traduziu em gradual retração do EFI. As economias periféricas tendem a seguir e absorver a disposição do sistema financeiro internacional em estender empréstimos e aceitar financiar projetos sujeitos a uma vulnerabilidade maior. Isso causa ciclos reflexos nessas economias, em que o desenvolvimento econômico está condicionado aos ciclos de liquidez internacional (Resende e Amado, 2007). Quando muda essa percepção otimista por parte dos provedores de liquidez internacional, o fluxo financeiro inverte o sentido, proporcionando todas as condições para a emergência de uma crise financeira na periferia, com repercussões no setor real da economia. Assim foi no período 1997-1999, com o desencadeamento de seguidas crises nos países emergentes, iniciando pelo leste asiático.

Neste ponto, vale uma ressalva apontada por Paula e Alves Jr. (2000). Em períodos de normalidade o comportamento do EFI retrata a maior ou menor vulnerabilidade externa

de uma economia. Já em momentos de crise, como ocorrido em 1997, a fuga de capitais, com a conseqüente redução do estoque de capitais de curto prazo e em portfólio, acarretam em redução do EFI, o que pode transmitir a equivocada impressão de a economia estar mais sólida. Nesse contexto, o EFI deve ser interpretado diferentemente, no sentido de que durante uma crise cambial a tendência descendente do índice evidencia uma situação externa crítica causada por fuga de capitais e deterioração das reservas internacionais.

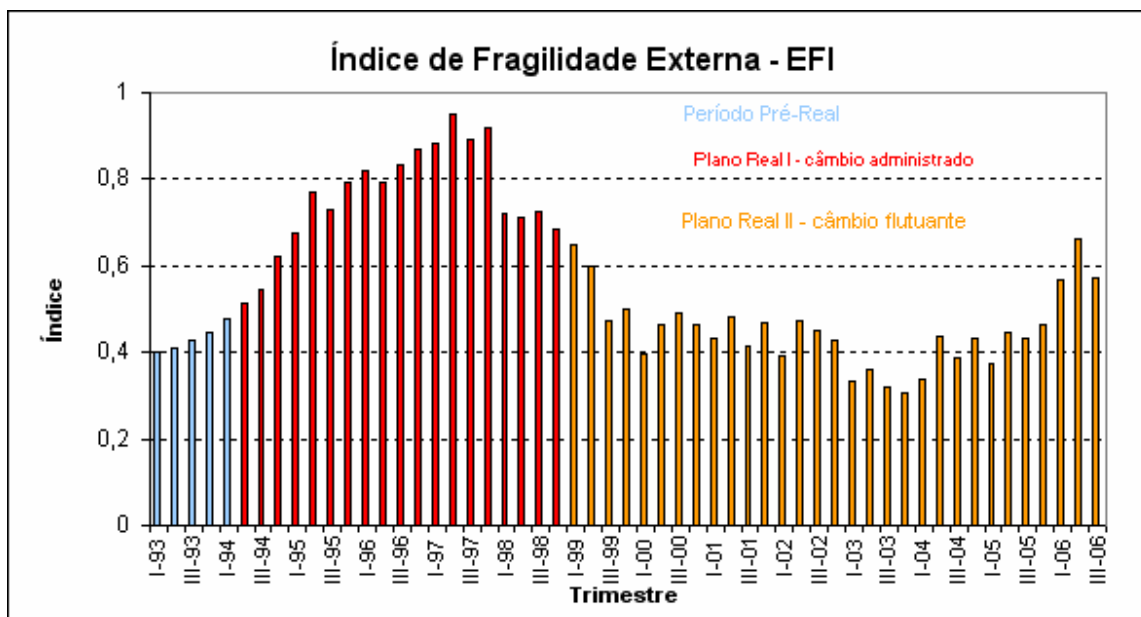
O ataque especulativo contra o real iniciado em outubro de 1997 forçou uma pronta resposta por parte do governo, que foi obrigado a vender parte de suas reservas internacionais, que caíram de US\$ 61,2 bi, em setembro, para US\$ 51,4 bi, em dezembro. Além disso, no esforço para salvar a moeda, a taxa de juros básica para a economia, Selic, foi elevada de 21% para 44% a.a. e o Banco Central passou a ofertar títulos públicos com cláusula cambial, na tentativa de oferecer *hedge* ao mercado e arrefecer a demanda por dólares que pressionava o câmbio naquele momento. O ano de 1998 igualmente foi marcado por vulnerabilidade na esfera macroeconômica e, com o desencadear da crise russa, em outubro e novembro o governo se viu instado a novamente promover uma elevação dos juros básicos na tentativa de conter o processo especulativo em andamento. A taxa Selic foi elevada para 42,2% a.a. e, por fim, o Brasil celebrou um acordo de assistência financeira junto ao FMI, no valor total de US\$ 41 bi. Em janeiro de 1999, em que pese todos os esforços empreendidos na tentativa de preservar o valor da moeda, a situação se tornara insustentável. Após forte desvalorização inicial, o real passou doravante a operar oficialmente sob um regime de livre flutuação, muito embora na prática o que se verifica seja uma flutuação suja.¹⁰

5. Uma extensão do EFI para a segunda fase do Plano Real

Nesta seção, estenderemos o EFI para o período 1999-2006, a fim de verificarmos como tem se comportado a vulnerabilidade externa da economia brasileira nesta segunda fase do Plano Real, o período de câmbio flutuante. O gráfico 3 mostra o comportamento do índice para todo o período – as duas fases do Plano Real – e o gráfico 4 retrata o estoque de investimento líquido em portfólio e capitais de curto prazo.

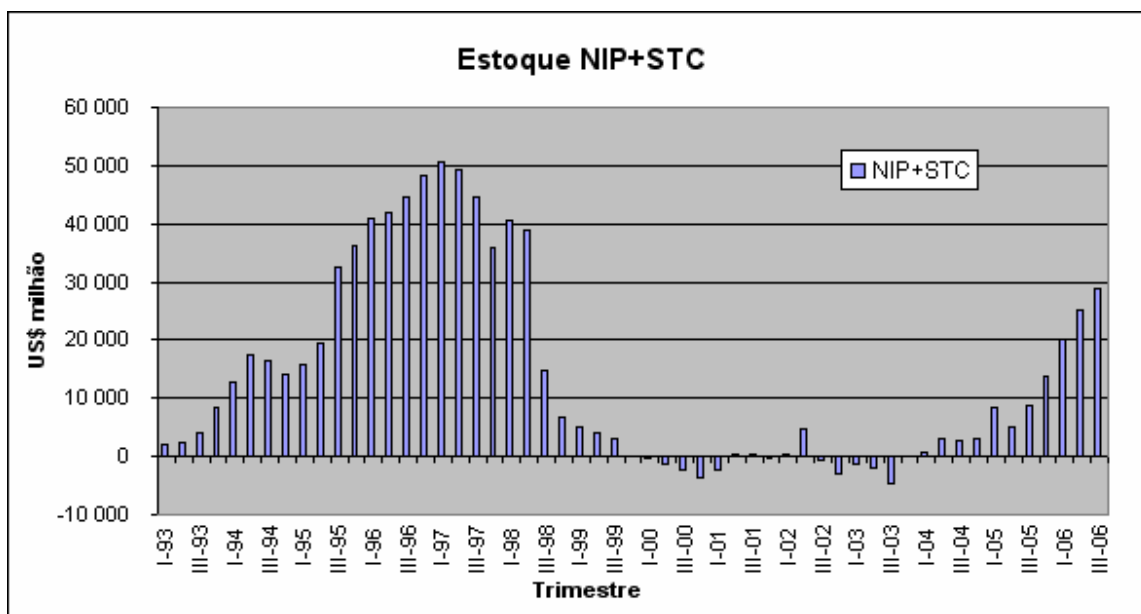
¹⁰ Paula e Alves (2000) fazem uma análise bastante pormenorizada dos fatos econômicos que marcaram a primeira fase do Plano Real, relacionando-os com o índice de fragilidade externa – EFI.

Gráfico 3 – Índice EFI 1993-2006



Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais

Gráfico 4 – Investimento em Portfólio e Capital Curto Prazo 1993-2006



Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais

De imediato, percebe-se a drástica redução no estoque de portfólio e capitais de curto prazo, ocorrida entre 1997 e 1999, em decorrência das crises asiática (1997), russa (1998) e brasileira (1999), culminando na livre flutuação da moeda a partir de janeiro.

Desde então, esse estoque tem se comportado de maneira oscilante até o primeiro trimestre de 2004, quando começa novamente a se avolumar. Em decorrência disso, o EFI, após um arrefecimento no momento de crise, provocado pela vultosa fuga de capitais, passa mais uma vez a exibir tendência ascensionista a partir de 2004, embora ainda não tenha alcançado o nível auferido no momento pré-crise de 1997. Não obstante, isso não deixa de ser um fator de preocupação, visto que no espírito da hipótese de fragilidade financeira de Minsky, a economia brasileira está caminhando num sentido mais *speculative*.

Com efeito, essa extensão do EFI mostra o caráter cíclico minskiano que está presente na análise feita por Paula e Alves (2000). Após o *boom* da primeira fase do plano, motivado pela euforia nos mercados centrais e a maior propensão desses a correr riscos, veio em seguida o momento de frustração e a subsequente contração da liquidez internacional para os países periféricos. Não obstante, a partir de 2004 observa-se a retomada desse processo e o início de um novo ciclo. Ademais, percebe-se que a mudança de regime cambial verificada em 1999 não invalida esse processo. Em verdade, esses fluxos de capital em direção aos países da periferia estão muito mais atrelados a uma dinâmica exógena a essas economias. Estão de fato condicionados às decisões de política monetária do país emissor da moeda-chave, bem como dos demais países centrais (Prates, 2005). Bahry e Porcile (2004) retratam a recorrência desses ciclos de endividamento minskiano na economia brasileira para o período 1968-1999. Em geral, foram identificados ciclos em que um rápido processo de endividamento, ancorado no setor externo, foi seguido de uma situação de crescente fragilidade minskiana, com a conseqüente queda das taxas de crescimento da economia. Assim foi a conduta da economia nos períodos do milagre econômico (1968-1973) e do segundo PND (1974-1976). Após o conturbado período de ajustamento recessivo da década de 1980, frente à nova realidade de fechamento do mercado financeiro internacional para a economia brasileira, na década de 1990 tem-se o retorno da elevada liquidez internacional viabilizando um novo ciclo de expansão na América Latina.

Em linhas gerais, as duas fases do Plano Real podem ser diferenciadas da seguinte forma: a primeira (1994-1999), que foi objeto do estudo de Paula e Alves, foi essencialmente caracterizada por âncora cambial, crescente dependência do financiamento externo e déficit fiscal. A segunda (1999 em diante) tem sido marcada por câmbio

flutuante, substancial melhora do saldo em transações correntes e forte ajuste fiscal. Como contrapartida do acordo assinado com o FMI no bojo da crise de 1998, que veio resultar na livre flutuação cambial em janeiro de 1999, o governo se comprometeu a perseguir rígidas metas de ajuste fiscal. Metas essas que, entre outras medidas, acabaram por se traduzir na aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF e nas reiteradas tentativas de reforma da previdência.

A forte desvalorização do real ocorrida em janeiro de 1999, quando a taxa de câmbio passou de R\$/US\$ 1,20 para mais de R\$/US\$ 2,00 num prazo de menos de 45 dias, contribuiu de forma decisiva para o movimento de reversão nas transações correntes que se verificou na economia brasileira. Em função de uma contração das importações num primeiro momento e, posteriormente também de um progressivo aumento das exportações, o Brasil saiu de uma posição deficitária na balança comercial e passou a obter saldo comercial positivo e crescente já a partir de 2001. Todavia, no esforço para controlar o repasse da desvalorização cambial para o nível de preços (*pass-through*), a equipe econômica promoveu simultaneamente um rígido aperto monetário. A taxa de juros básica real, portanto descontada a inflação, se manteve no patamar de 15% a.a. em 1999, já operando dentro no novo modelo de metas de inflação que havia sido introduzido pelo BC a partir da livre flutuação cambial (BCB, 1999, 2000 e 2001).

Em que pese esse descompasso entre o nível de juros interno e externo, por conseguinte propiciando oportunidades de ganho de arbitragem, ainda pairava grande incerteza quanto ao rumo que o câmbio flutuante iria tomar no curto e médio prazo. Além disso, o ano de 2001 foi particularmente conturbado no cenário externo, eis que foi marcado pela crise argentina, pondo fim ao regime de conversibilidade, e pelo atentado terrorista de 11 de setembro nos EUA. No plano interno, o país sofreu com a crise energética e todos esses fatores contribuíram para o não-retorno dos capitais de curto prazo e em portfólio, como mostra o gráfico 4. O ano de 2002 não teve comportamento muito diferente por parte do mercado financeiro. Entretanto, desta vez o temor por parte dos agentes econômicos era político, posto que o então candidato Lula já despontava como franco favorito para vencer as eleições presidenciais de outubro e ainda restavam dúvidas quanto à conduta da política econômica do futuro governo. Neste cenário, a taxa de câmbio atingiu patamares recordes, situando-se ligeiramente abaixo de R\$/US\$ 4,00 em outubro.

Já a partir do momento de transição governamental e, mais ainda, no início do novo governo em 2003, as incertezas do mercado financeiro começaram a se dissipar após as reiteradas mostras de continuidade da política econômica ortodoxa do governo anterior (Giambiagi, 2005). Com efeito, os capitais de curto prazo e em portfólio voltaram a ingressar com força na economia brasileira a partir do início de 2004, aproveitando a janela de oportunidade para auferirem ganhos de arbitragem com o diferencial de juros interno/externo. Na outra ponta, o saldo comercial sempre crescente fez com que o Brasil passasse a apresentar superávit em transações correntes já a partir de 2003, mudando o país da posição de importador para exportador de poupança externa. Este fato contribuiu para reduzir ainda mais a desconfiança do mercado financeiro internacional, o que se traduziu em mais ingressos de capital (BCB, 2001, 2002 e 2003).

Portanto, desde o início do plano, podem-se destacar dois ciclos de elevada liquidez internacional e conseqüente fluxo de capitais em direção à economia brasileira. O primeiro se inicia ainda antes do lançamento oficial do Plano Real e vai até a seqüência de crises financeiras que assolou as economias periféricas entre 1997 e 1999. Já o segundo se inicia em 2004 e perdura até o presente momento (fev/2007). A economia brasileira padece de um problema histórico de inadequação do sistema financeiro doméstico no que tange aos mecanismos de financiamento de longo prazo (Studart, 2005). De tal forma, ela fica excessivamente dependente desses ciclos de expansão da liquidez internacional como forma de financiar seu desenvolvimento. É uma característica comum às economias latino-americanas apresentarem surtos de expansão condicionados a essa maior oferta de capital externo, caracterizando assim os ciclos reflexos de desenvolvimento econômico. A isto soma-se sua vulnerabilidade externa associada ao lado real da economia (Rsende e Amado, 2007).

Não obstante, o sistema financeiro internacional dispensa às economias centrais um tratamento distinto em relação às periféricas. Enquanto aquelas são classificadas como *hedge*, essas são vistas como *speculative/ponzi* em função de sua menor capacidade relativa de gerar o influxo de divisas necessário para honrar seus compromissos externos. Essa incerteza relativamente mais elevada dos países periféricos implica em menor disponibilidade de divisas para eles *vis-à-vis* o centro. Contudo, nas fases ascendentes do ciclo de liquidez internacional essa incerteza é amenizada e o otimismo generalizado

permite a expansão do crédito, inclusive para a periferia (Resende e Amado, 2007). Nas fases descendentes do ciclo o otimismo se desfaz e há um racionamento de crédito assimétrico para a periferia. Verifica-se, então, um aumento da preferência pela liquidez, expresso por meio da compra de ativos estrangeiros e a conseqüente fuga de capitais.

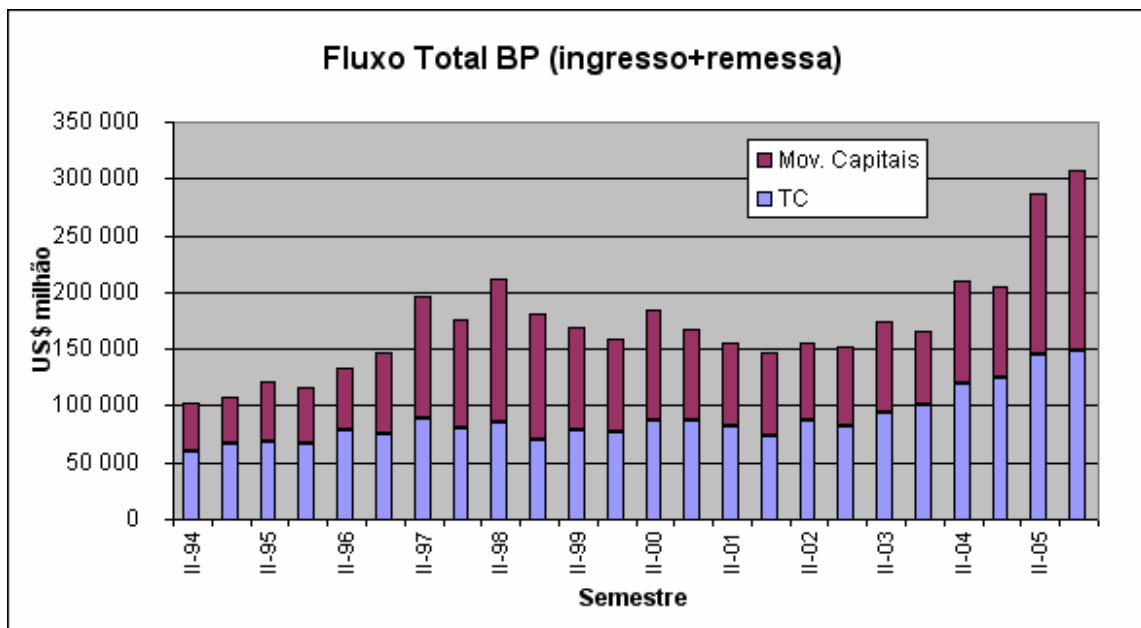
Resende e Amado, 2007, mostram que de fato o aumento do passivo externo líquido, que corresponde ao déficit em conta corrente do balanço de pagamentos, de Brasil, México e Argentina, está correlacionado com a elevação da liquidez internacional nos últimos trinta anos. Entre 1970 e 2002, o coeficiente de correlação entre liquidez internacional e saldo em conta corrente foi de -0,71 para o Brasil, -0,57 para a Argentina e -0,49 para o México¹¹. Essa correlação negativa corrobora o argumento cepalino de deficiência da estrutura produtiva das economias latino-americanas. Essa deficiência implica numa inserção pouco competitiva dessas economias no mercado global, além de uma base produtiva pouco diversificada em relação às economias desenvolvidas. Assim sendo, o crescimento das economias latino-americanas tem como pré-requisito o aumento das importações em meio a uma inserção pouco competitiva das exportações. Ao longo do ciclo de expansão econômica, persiste uma tendência de deterioração da balança comercial e do saldo de transações correntes, viabilizada pelo ingresso líquido de recursos na conta de capitais que ocorre nos momentos de expansão da liquidez internacional. Com efeito, o processo de crescimento da periferia em geral, e da América Latina em particular, é reflexo aos ciclos de liquidez no sistema financeiro internacional (Amado e Resende, 2005).

Inserido nesse contexto de expansão cíclica da liquidez, Plihon (1995), ao tratar a ascensão das finanças especulativas, destaca o processo de financeirização da economia e a tendência de a conta capital cada vez mais ganhar terreno sobre as transações correntes. Fazendo um estudo analítico da economia francesa, ele ressalta que em 1980 os fluxos registrados no balanço de pagamentos repartiam-se entre 71% para transações correntes e 29% para os movimentos de capitais. Em 1993 essa distribuição já se encontrava revertida, dado que as transações correntes representavam 23% e os movimentos de capitais 77% dos fluxos totais registrados. Fazendo uma análise com o mesmo teor para a economia

¹¹ A liquidez internacional, para este cálculo, corresponde à soma dos valores tomados em módulo das seguintes rubricas do balanço de pagamentos dos EUA, Reino Unido, Japão, Alemanha, Itália, França e Canadá: “investimentos em portfólio” (ativo e passivo), “derivativos financeiros” (ativo e passivo) e “outros investimentos” (ativo e passivo).

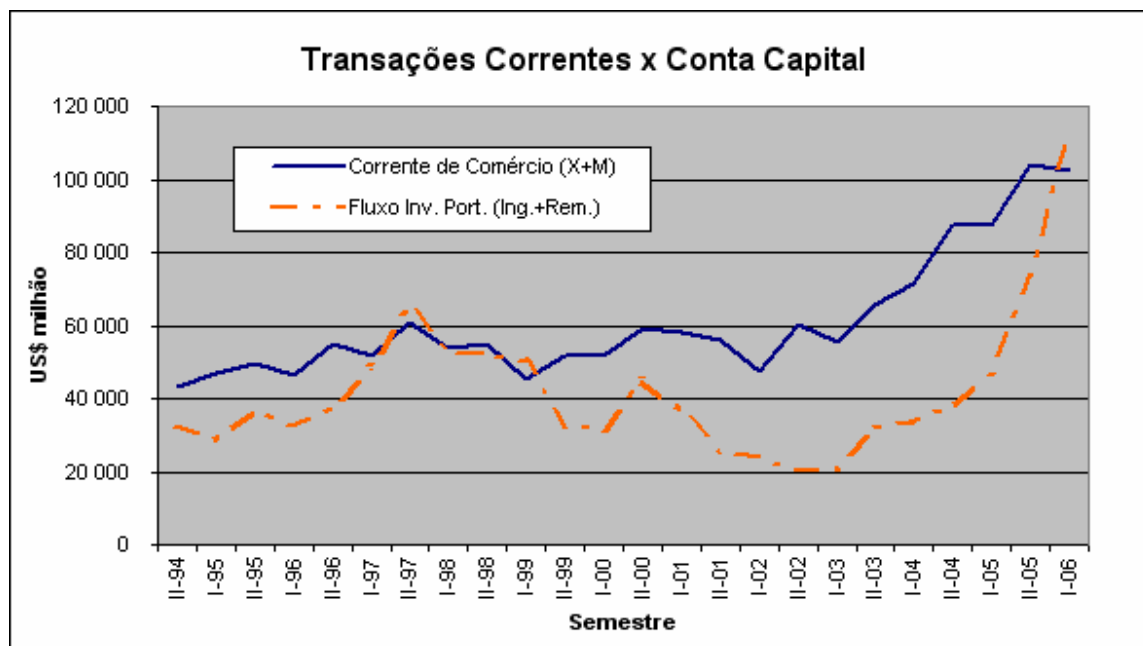
brasileira, o gráfico 5 traz o fluxo total (ingressos + remessas) do balanço de pagamentos, separado entre os movimentos de capitais e as transações correntes, para o período de 1994 a 2006. Percebe-se caráter cíclico de expansão e contração dos movimentos de capitais na economia brasileira, agravado justamente devido à sua característica de economia periférica com os riscos aí embutidos.

Gráfico 5 – Fluxo total BP 1994-2006



Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais

Gráfico 6 – Corrente de Comércio x Investimento Portfólio 1994-2006



Fonte: Banco Central do Brasil – Séries Temporais

Por seu turno, o gráfico 6 ilustra, para o mesmo período, o comportamento das duas rubricas mais representativas dessas duas pernas do balanço de pagamentos: a balança comercial pelo lado das transações correntes e o investimento em portfólio pelo lado da conta capital. Ambas as rubricas foram analisadas em seu fluxo total (ingresso mais remessas) ao longo do ano. É fácil perceber que apesar do relevante incremento da corrente de comércio ocorrido a partir de 2002, o investimento em portfólio cresceu de forma mais acelerada ainda a partir de 2003, terminando por ultrapassar a primeira já no final da série em 2006.

Esse processo de financeirização destacado por Plihon (1995) termina por agravar os efeitos da reversão nos ciclos de liquidez na economia real, em especial nas periféricas. Resgatando Minsky (1986), as crises financeiras são eventos recorrentes na economia, tendo em vista que o sistema financeiro é endogenamente instável. Não só é instável como tende a se fragilizar à medida que a economia se desenvolve. Isto não se deve a acidentes nem a erros de política econômica, mas resulta do funcionamento normal da economia.

Os bancos são, na sua essência, unidades *speculative*, posto que eles captam depósitos à vista e empréstimos de curto prazo numa ponta e concedem financiamentos de mais longo prazo noutra. Agindo assim, nos momentos de excessivo otimismo, o nível subjetivamente aceitável de endividamento se dilata, tornando mais frágil a estrutura financeira. Em outras palavras, existe uma tendência a se investir cada vez mais na economia durante os momentos de prosperidade e esse investimento é cada vez mais viabilizado por projetos de financiamento mais e mais arriscados, o que implica em maior susceptibilidade às crises financeiras.

“...the financial structure becomes more susceptible to a financial crisis even as businessmen and bankers extrapolate success in fulfilling financial commitments into diminished protection against a financial crisis.” (Minsky, 1982b p.26)

Essa susceptibilidade à crise é decorrente da subjetividade dos empresários e bancos acerca do nível aceitável de endividamento e da endogeneidade da oferta de moeda, posto que o sistema financeiro tem o poder de criar liquidez. Não obstante, os bancos permanentemente buscam novas oportunidades de lucro, o que resulta em inovações nas práticas financeiras com a conseqüente expansão da liquidez e agravamento da fragilidade. Esses fatores alimentam a fase ascensionista da economia (Mollo, 1988).

Dado que o processo de criação de meios de financiamento à atividade produtiva é endógeno, no período de *boom* o investimento estará garantido enquanto perdurarem esses canais de financiamento. A situação se reverte na medida em que a subjetividade do comportamento dos agentes provoca uma inelasticidade da oferta de meios de financiamento, o que termina por se traduzir em elevação da taxa de juros. Essa reversão de expectativas, por seu turno, ocorre justamente em função do fator incerteza não probabilizável abordado em Keynes (1985). Dessa forma, os ciclos de euforia e frustração financeira/econômica se repetem sucessivamente, como originalmente enfatizado por Minsky (1986).

Tudo isso somado, chega-se à conclusão de que, em que pese o forte incremento do saldo comercial brasileiro nos últimos anos, atuando no sentido de diminuir a fragilidade externa da economia, o aumento no movimento de capitais voláteis foi ainda mais significativo, mais do que exaurindo os ganhos advindos do comércio exterior. Assim sendo, a economia vem caminhando num sentido de aumentar sua fragilidade nos termos propostos por Minsky, ao assumir uma postura mais *speculative*. Os saldos positivos com

o comércio exterior, todavia, foram registrados com base na ampliação da participação dos produtos primários na pauta de exportações, o que pode mostrar um reforço da posição tradicional do Brasil na divisão internacional do trabalho e colocá-lo em uma posição frágil, também ,sob o ponto de vista de sua estrutura do balanço de pagamentos na esfera real aprofundando os problemas estruturais do comércio internacional e da relação centro/periferia.

Referências

- Arestis, P. e Glickman, M. (2002).** Financial Crisis in Southeast Ásia: Dispelling Illusion the Minskyan Way. In Cambridge Journal of Economics, v. 26, pp. 237-260.
- Bahry, T. R. e Porcile, G. (2004).** Os Ciclos de Endividamento da Economia Brasileira no Período 1968-1999. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, v. 8, n. 1, pp. 5-32.
- BCB (1999).** Boletim Análise do Mercado de Câmbio. Em: www.bcb.gov.br
- _____. 2000. Boletim Análise do Mercado de Câmbio. Em: www.bcb.gov.br
- _____. 2001. Boletim Análise do Mercado de Câmbio. Em: www.bcb.gov.br
- _____. 2002. Boletim Análise do Mercado de Câmbio. Em: www.bcb.gov.br
- _____. 2003. Boletim Análise do Mercado de Câmbio. Em: www.bcb.gov.br
- Belluzo, L.G. (1995).** “O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados globalizados”. Economia e Sociedade, Campinas, n.4, pp. 11-20.
- Belluzo, L.G. e Carneiro, R. (2004)** “O Mito da Conversibilidade”. Revista de Economia Política, vol.24,n.2: 218-222, abr./jun.
- Chick, V.,** "The Evolution of the Banking System and The Theory of Saving, Investment and Interest". **Economies et Societes**, vol.20, Serie Monnaie et Production, 1986.
- Cunha, A.M. (2006)** “Estratégias periféricas sessenta anos depois do acordo de Bretton Woods”. Revista de Economia Política, vol.26,n.4: 483-501, out./dez.
- Dooley, M. P. et alli (2003).** “An Essay on the Revived Bretton Woods System”. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research (*NBER Working Paper n. 9971*).
- Dow, S.C.,** The Regional Composition of the Money Multiplier Process”, **Scottish Journal of Political Economy**, 29(1), 1982.
- Edison, H. et alli (2002).** Capital Account Liberalization and Economic Performance: a review of the literature. IMF Working Paper 02/120. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Garcia, M.G.P. (2005).** “Dívida Externa em Real”. Em: www.econ.puc-rio.br/Mgarcia/Artigos/Artigos%20Valor/051007%20Dívida%20Externa%20em%20Real.pdf
- Giambiagi, F. (2005).** *Rompendo com a Ruptura: o governo Lula (2003-2004)*. In: Giambiagi, F., Villela, A. (orgs.). Economia Brasileira Contemporânea. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2005.
- IMF (2001).** World Economic Outlook, October. Washington: International Monetary Fund.
- Keynes, J.M. (1936).** A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. São Paulo: Nova Cultural.
- Keynes, J.M.,** "The General Theory of Employment". **Quarterly Journal of Economics**, N. 51, February, 1937.

- Keynes, J.M., A Treatise on Money: The Pure Theory of Money.** The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. V, Macmillan, Cambridge, 1971.
- Keynes, J.M., The General Theory. Part I: Preparation.** Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. XIII, Macmillan, Cambridge, 1973 .
- Knight, F.H., Risk, Uncertainty and Profit.** London School of Economics, London, 1933.
- Kregel, J. (1998).** *Minsky and Asia: 'It' Did Happen Again.* Paper presented at the International Conference on The Legacy of Hyman Minsky, University of Bergamo (Department of Economics), Bergamo, Italy, 10-12 December.
- Kindleberger, C.H. (2000).** Manias, pânico e crashes. 3ª ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira.
- López, J. (1997).** Mexico's Crisis: Financial Modernization and Financial Fragility. BNL Quarterly Review, n. 201, June 1997.
- Minsky, H.P. (1994).** Integração financeira e política monetária. Economia e Sociedade, n.3: 21-36, dez.
- Minsky, H.P. (1986).** Stabilizing an Unstable Economy. New Haven, Yale University Press.
- Minsky, H.P. (1982).** Inflation, Recession and Economic Policy. M. E. Sharpe, New York.
- Minsky, H.P. (1982b).** "The Financial Instability Hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy". In Kindleberger and Laffargue (orgs.) – "Financial Crises", Cambridge, 1982.
- Minsky, H.P.,** Integração Financeira e Política Monetária, Economia e Sociedade, Vol. 3, 1994
- Mollo, M.L.R. (1988).** Instabilidade do Capitalismo, Incerteza e o Papel das Autoridades Monetárias: uma leitura de Minsky. In Revista de Economia Política, v.8, n.1, jan-mar, pp. 100-123: São Paulo.
- Paula, L.F.R. e Alves Jr., A.J. (2000).** External Financial Fragility and the 1998-1999 Brazilian Currency Crisis. *Journal of Post Keynesian Economics.* v.22, n.4, summer, pp. 589-617. M.E.Sharpe: Armonk.
- Plihon, D. (1995).** A ascensão das finanças especulativas. Economia e Sociedade. v. 5, pp. 61-78, dezembro: Campinas
- Prasad, E., Rogoff, K. et alli (2003).** Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence.
- Prates, D. M. (2005).** As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. Revista de economia contemporânea, Rio de Janeiro - RJ mai/ago, v. 9, n. 2, p. 263-288.
- Resende, M.F.C. e Amado, A.M.,** "Liquidez Internacional e Ciclo Reflexo: Algumas Observações para a América Latina".Revista de Economia Política, 2007.
- Studart, R. (2005).** *Financiamento do Desenvolvimento.* In: Giambiagi, F., Villela, A. (orgs.). Economia Brasileira Contemporânea. Rio de Janeiro: Editora Elsevier, 2005.
- UNCTAD – United Nations Conference on Trade and Development (1998).** *Trade and Development Report, 1998.* New York and Geneva, United Nations.
- Velloso, J.P.R. e Albuquerque, R.C. (2005).** "Cinco Décadas de Questão Social e os Grandes Desafios do Crescimento Sustentado". Rio de Janeiro: José Olympio Editora, 2005.
- Wyplosz, C.** "Financial restraints and liberalization in postwar Europe". In: Caprio, G., Honohan, P., Stiglitz, J. (orgs.). *Financial Liberalization, How Far, How Fast.* Cambridge: Cambridge University Press, 2001.