

Liberalização financeira e política econômica no Brasil recente: três momentos e duas visões¹

André Martins Biancareli²

Resumo: O presente artigo trata do processo recente de liberalização financeira da economia brasileira do ponto de vista das idéias que o sustentam ou que o avaliam criticamente. O debate entre economistas brasileiros é mapeado em suas relações com as diferentes conjunturas e fases da política econômica desde o início das mudanças. O acompanhamento de boa parte da produção acadêmica brasileira neste período permitiu a identificação de duas grandes visões sobre o tema, denominadas aqui “liberal” e “crítica”. As discussões estão divididas em três momentos, correspondentes a três fases da política econômica: do final dos anos 80 a 1994; de 1995 a 98; e de 1999 a 2003 – que não estão desvinculadas das oscilações nos fluxos de capital.

Palavras-chave: liberalização financeira; política econômica; economia brasileira.

Abstract: This paper deals with the recent financial liberalization of the Brazilian economy, focusing the ideas supporting or criticizing it. This debate between Brazilian economists is presented with the aim to pointing the relations with the macroeconomic aspects and the economic policy (in its different stages), since the beginning of the reforms. Analyzing the academic literature along this period, two major perspectives on this subject are identified: the “liberal” and the “critic”. The discussions are divided in three moments, according to three stages of the economic policy: from the end of 80’s to 1994; from 1995 to 1998; and from 1999 to 2003 – stages that are related with the swings in the capital flows.

Key words: financial liberalization; economic policy; Brazilian economy.

I – Introdução

Das frentes de liberalização em curso na América Latina nas últimas duas décadas, uma das mais relevantes é a relativa à abertura financeira. Ao longo dos últimos anos, os países da região eliminaram restrições e, entre outras mudanças, abriram novos canais de investimento estrangeiro de portfólio. Investimento que volta a esses países, de forma abundante, no início da década de 90. No caso brasileiro, tal processo dá seus primeiros passos no fim dos anos 80 e início dos 90, iniciando um processo cujas linhas gerais podem ser rapidamente apontadas.

Num primeiro plano, o da captação de recursos externos, há um nítido movimento, desde o início do governo Collor, de liberalização das possibilidades e condições de endividamento externo: diversificação dos instrumentos (*commercial papers*, *bônus* e *notes*), ampliação das possibilidades de repasse interno, regulamentação do lançamento de papéis em bolsas estrangeiras (DRs), e (já em 1999) a permissão para a livre aplicação interna dos recursos captados. No que se refere à entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro local, a criação em 1991 do “Anexo IV” à Lei

¹ Artigo concluído em fevereiro de 2004, fruto em grande parte da dissertação de mestrado do autor.

² Doutorando em economia – IE/Unicamp (andreimb@eco.unicamp.br)

1401 é o passo inicial e decisivo, ao permitir a aplicação no mercado brasileiro a partir de carteiras próprias (com exigências de prazos e de diversificação menores que nos anexos anteriores), num processo que atinge seu ápice em 1999 e 2000, com a abolição das diferenças entre os anexos e a livre aplicação dos recursos ingressantes, inclusive em instrumentos de renda fixa. Já em relação à saída de recursos, as linhas de adaptação da legislação passam pelas alterações progressivas no mercado de câmbio, iniciadas ainda em 1989 com a criação do segmento de taxas flutuantes – ao qual um número cada vez maior de operações é incorporado e que convive até hoje em paralelo com o oficial, sendo a arbitragem livre desde 1999. Por outro lado, ainda quanto às remessas de recursos, assiste-se a uma redução dos entraves burocráticos e tributários ao envio de divisas ao exterior, seja na forma de lucros e dividendos, seja para investimentos externos brasileiros – para o que também são criados novos canais institucionais. Por fim, outra importante fonte de mudança são as chamadas contas CC-5, de não residentes no mercado financeiro doméstico, cuja movimentação, a partir de 1992, passa a ser feita através do segmento flutuante – abrindo um canal privilegiado de remessa de divisas, principalmente nos momentos de crise.

Apesar de, num plano “estrutural”, o movimento ter sido cumulativo e na direção da desregulamentação, em alguns momentos foram utilizados instrumentos de natureza mais conjuntural, com o objetivo de calibrar a entrada de recursos às necessidades do país. Quase sempre se utilizando da manipulação de prazos mínimos para empréstimos e amortizações, e das alíquotas do Imposto sobre Operações Financeiras, tais expedientes foram particularmente utilizados na época da introdução do Plano Real, quando a situação era de abundância na entrada de capitais.

O presente artigo parte deste processo de reforma e procura encará-lo do ponto de vista das idéias que o sustentam ou que o avaliam criticamente. Ou seja, é ao debate entre economistas brasileiros sobre a liberalização financeira que as atenções aqui estão voltadas, e de um ângulo específico: suas relações com as diferentes conjunturas e fases da política econômica desde o início das mudanças. O acompanhamento de boa parte da produção acadêmica brasileira neste período permitiu a identificação de duas grandes visões sobre o tema, denominadas aqui “liberal” e “crítica” (na falta de títulos mais apropriados). Mais do que isso, é possível separar o debate em três momentos, correspondentes a três fases da política econômica: do final dos anos 80 a 1994; de 1995 a 98; e de 1999 a 2003 – que não estão desvinculadas das oscilações no financiamento externo.

O trabalho se divide em quatro partes além desta Introdução. Em cada uma das seções seguintes, um dos momentos do debate é analisado, dividindo-se a exposição entre as duas visões,

precedidas de uma breve panorâmica da situação macroeconômica correspondente. Uma seção final resume as principais conclusões do mapeamento da discussão.

II – Da idade da dívida à idade do capital

Um primeiro momento (de 1989 a 94) do processo recente de liberalização financeira no Brasil pode ser apresentado, inicialmente, por alguns de seus principais traços macroeconômicos, com ênfase no comportamento do setor externo e nas suas repercussões internas.

E, em se tratando do final dos anos 80, seria impossível não partir da renegociação da dívida externa. Depois das idas e vindas da segunda metade dos anos 80 (moratória em 87, novas idéias com Bresser-Pereira e retomada dos moldes convencionais com Maílson da Nóbrega), pode-se dizer que a virada de década marcava a falência do *muddling through* (“empurrar o problema com a barriga”). Falência esta substituída pelo “Plano Brady”, lançado em março de 1989 e que incorporava, às intenções do governo americano, os elementos mais presentes na discussão internacional: securitização, deságio, recompra e redução das dívidas. Sob os seus moldes, o Brasil renegocia seu passivo entre 1993 e 94, depois de alguns países vizinhos.

Mas o fato é que, mesmo antes de concluída a renegociação, o setor externo da economia brasileira já vinha apresentando características que contrastavam fortemente com o período anterior de escassez de financiamento. A partir principalmente de 1992, assiste-se a uma forte entrada de capitais estrangeiros, principalmente pelos novos canais institucionais e dirigidos para aplicações em ações e em renda fixa. Tal movimento faz com que o estoque de reservas internacionais se eleve, aliviando a administração do balanço de pagamentos e iniciando um processo de apreciação da taxa de câmbio. Em relação ao comportamento interno, uma das principais consequências desse novo quadro era a possibilidade, inexistente ao longo dos anos 80, de vincular um programa de estabilização ao apoio financeiro externo, com papel central jogado pelo câmbio.

Em poucas palavras, esse primeiro momento é marcado portanto pela transição das restrições e dificuldades na renegociação da dívida para a abundância dos novos fluxos de capital privado, que invertem o sinal do balanço de pagamentos e contribuem decisivamente para a formulação e implementação do Plano Real. O debate econômico brasileiro, em meio a tais transformações, exhibe os primeiros traços das duas visões sobre a liberalização financeira.

II.1 A visão “liberal” no primeiro momento

O ponto de partida da discussão é a renegociação da dívida externa. Como já apontado, era disseminada a percepção da falência do enfoque *muddling through* e da necessidade de alternativas menos custosas ao país. Nesse aspecto inicial, o que marca a visão “liberal” é que a defesa de uma nova forma de negociação sempre foi mesclada com a ênfase no ajustamento interno (encarado de forma razoavelmente independente do externo) e no respeito às regras vigentes, evitando qualquer confronto com os credores. Mais do que isso, diante dos novos instrumentos de financiamento que se colocavam à disposição do país, questões como as posições de poder na negociação, as contradições entre os credores e, no limite, as próprias bases mais favoráveis para o pagamento da dívida, se tornavam marginais. O foco deveria ser cada vez mais a recuperação da credibilidade junto à “comunidade financeira internacional”³. E, nessa linha, a recepção ao Plano Brady trazia embutido um novo olhar sobre o antigo problema, explícito nas palavras de Bacha (1991, p.11-12):

“...Restoration of confidence is one of the main potential benefits of an agreement with the creditors. (...) a normalization of the relations with the banks should encourage private investors (including domestic investors managing their flight capital) and official creditors to finance the debtor countries’ investment needs. An index of investors’ confidence is the secondary market price of foreign debt: the higher it is, the more confident investors must be on a country’s solvency. Judged by this yardstick, the Brady plan has been quite successful...”

O que este e outros autores vislumbravam era uma nova fase na disponibilidade de financiamento internacional, que deixava para trás a crise da dívida e prometia uma reinserção virtuosa na economia internacional. O raciocínio de Langoni (1991, p. 45) é exemplar:

“Para recuperar o atraso relativo acumulado especialmente nos últimos dez anos, a abertura brasileira não poderá ser apenas comercial. É essencial eliminar as barreiras também para o capital de risco externo (...) A desregulamentação dos mercados financeiros e de capitais (...) decretou o fim da geografia, forçando países como o Brasil a queimar etapas e pensar em formas ambiciosas de integração. (...) saímos da idade da dívida e caminhamos para a idade do capital”.

Inseridas nessa perspectiva, podemos encontrar as idéias específicas sobre a liberalização financeira na visão “liberal”. E estas justificam a abertura acelera com o entusiasmo e as promessas trazidas pela nova fase. Bacha (1993) é um bom roteiro para mapear tais idéias.

Sua argumentação não desconhece que o determinante das volta dos fluxos privados para o Brasil pudesse estar mais relacionada com fatores externos à nossa economia – como as baixas taxas de juros americanas. Mas isso não se refletia em uma postura de precaução: apesar de apontar

³ “O confronto aberto com o sistema financeiro internacional tem um preço, que não devemos e não precisamos pagar. Tal preço é tornar-se o Brasil um país marginal, não diante da comunidade bancária, mas diante da comunidade econômica mundial. E o preço dessa marginalização não é, como às vezes se diz, perder os fluxos voluntários de créditos financeiros, porque estes não voltarão tão cedo. Mas existem outros fluxos voluntários em que estamos grandemente interessados e que poderão ser afetados por tal marginalização: os fluxos de comércio, de tecnologia, de investimentos diretos, de capitais de portfólio, etc.” (Reis Velloso, 1990, p.107)

a reversibilidade dos fluxos como elemento de risco, o norte do artigo é a identificação das possibilidades abertas pela passagem para a “idade do capital”. (p. 1):

“As a result of these developments, the key external financing issues for an important group of Latin American countries now concern the management of the new spontaneous capital flows, rather than dealing with the existing debt.”

Em relação a tais fluxos, mesmo havendo espaço para regulação estatal – principalmente diante dos prazos curtos e dos riscos associados à entrada de tais capitais (valorização e crises cambiais) – a interferência na entrada de recursos deveria ser evitada ao máximo, tendo em vista a construção da confiança para a atração de fluxos de prazo mais longo (p. 9):

“...a country has to start somewhere in his entry process, and the short-term end of the market may be the only part available to it.”

No Brasil, como é sabido, a liberalização financeira se deu no mínimo em paralelo com a comercial, e foi bastante anterior ao ajuste fiscal, à estabilização e à reforma financeira doméstica. Isto dificulta a defesa da predominância dos fatores internos determinando a volta dos fluxos, e leva a uma atitude pragmática (em relação às outras reformas) por parte desses autores. O crucial naquele momento era construir as condições mais imediatas de atração do capital externo disponível: elevado diferencial de rentabilidade e garantia de liberdade na entrada e saída. Por isso Bacha dá pouca ênfase aos aspectos de reforma e regulação do sistema financeiro, e ao ajuste fiscal prévio⁴. Mas era explícita a preocupação com a influência dos fluxos de capital sobre a política econômica, no sentido da liberdade conferida pela abundância, gerando adiamento dos ajustes necessários.

Mas a postura favorável à liberalização em curso não se resumia a pragmatismo. Duas áreas são apontadas como alvo de grandes benefícios com aquele processo: o desenvolvimento do mercado acionário e a emissão de títulos nos mercados internacionais.

Sobre a primeira, a idéia generalizada era a de que o ingresso dos recursos e investidores externos traria enormes ganhos quantitativos e qualitativos para o anêmico mercado nacional de capitais⁵. Bacha (1993) defende que esta abertura deveria conter o mínimo de intervenção ou regras de disciplinamento, já que não haveria substituto para tais novos atores – e estes, para serem atraídos, exigiriam uma ampla liberdade de entrada e saída. Barros & Mendes (1994), por sua vez, sustentam o otimismo com base no potencial de atração das ações brasileiras, dada a relação

⁴ Sabe-se que a questão da “seqüência das reformas” – a necessidade ou não de pré-requisitos para a liberalização financeira: abertura comercial, ajuste fiscal, estabilidade de preços e sistema financeiro sólido – era um dos pontos de controvérsia no debate internacional de então no interior do *mainstream* acadêmico-financeiro.

⁵ Ver, por exemplo, o volume dedicado ao tema nas discussões do “Fórum Nacional” de fins da década de 80: Reis Velloso (coord., 1991). Em um nível menos acadêmico do debate, o tom otimista em relação à abertura é o mesmo.

favorável entre o seu preço e o valor patrimonial das empresas: poderia ser repetido o fenômeno de valorização observado na Argentina e no México. Em relação ao lançamento de papéis no exterior, este último trabalho faz uma ampla investigação da volta brasileira ao mercado internacional entre 1991 e 93 e conclui – apesar da grande seletividade do mercado internacional quanto à propriedade e o setor da empresa emissora, das condições adversas em termos de *spreads*, *yields* e prazos, e da baixa participação de investidores institucionais como tomadores – ser esta a principal forma de se participar dos benefícios dos novos tempos. A liberalização financeira seria, apesar dos riscos, uma “aventura obrigada”, de caráter imperativo para países como o Brasil.

Duas outras questões podem ser identificadas ainda na visão “liberal”. A primeira delas se referente aos controles e à fuga de capitais. Esta expressaria a falta de confiança na economia brasileira – fruto não apenas da crise da dívida mas também das recorrentes mudanças nas regras e quebras de contrato. E, como os controles de capital teriam se revelado incapazes de evitar o movimento de saída, apostar na construção das condições para a atração e permanência dos fluxos de capital seria um modo muito mais adequado, e eficiente, para lidar com os riscos da liberalização.

Por fim, a outra novidade trazida com a mudança no setor externo (a possibilidade de combate à inflação com o uso do câmbio) também encontra eco entre alguns autores deste lado do debate. A idéia mais ousada nessa direção – que tenderia a subordinar a emissão interna de moeda ao movimento de entrada de recursos externos – foi a do “Conselho da Moeda” (Lara Resende, 1992). Desta idéia polêmica, interessa aqui o raciocínio que a sustenta e que parece crer em movimentos de capital guiados unicamente pelo diferencial de taxas de juros (p. 119):

“Se os juros internos na moeda conversível fossem muito superiores aos juros externos em dólares, haveria um influxo de dólares para o Conselho e um conseqüente aumento do volume de moeda conversível em circulação. A expansão da oferta de moeda conversível reduziria os juros até que cessasse o influxo de recursos. Estaria estabilizada a oferta de moeda conversível segundo o clássico mecanismo de arbitragem da conta de capital, num regime de padrão ouro.”

Do que foi exposto, com o fecho da referência ao padrão ouro, emerge uma síntese da visão “liberal”: o país ingressara em uma nova era, que trazia consigo a superação dos problemas da dívida externa, prometia dinamizar o mercado de capitais e reabrir as portas externas para os títulos brasileiros, e acenava com a possibilidade da estabilização através do compromisso rígido entre a oferta monetária e o ingresso dos fluxos de capital. Adaptar a legislação às mudanças internacionais, garantindo a liberdade de entrada e saída para aproveitar as oportunidades, era a linha de ação prescrita (e em grande parte implementada) neste primeiro momento.

II.2 A visão “crítica” no primeiro momento

Uma outra visão sobre a liberalização financeira também pode ser captada em seus traços iniciais a partir da discussão sobre a dívida externa. Para alguns autores, o ponto central, mais relevante do que as propostas de redução e securitização então em voga, era a contestação do *status quo* das negociações, a partir de atitudes próprias do devedor. Entende-se que, sem uma mudança nas condições e no jogo de poder, pouco se avançaria na superação dos problemas internos causados pela excessiva transferência de recursos ao exterior. Nas palavras de Batista Jr. (1988, p. 22):

“Se o objetivo for esse (transformar a dívida em títulos, com a apropriação parcial do deságio) é melhor não alimentar certo tipo de ilusão. (...) a solução do problema da dívida externa brasileira depende fundamentalmente da iniciativa do Brasil”.

A preocupação central, aqui, não passava pela credibilidade junto à “comunidade financeira internacional”, nem vislumbrava a volta do financiamento voluntário. Nesse sentido, Portella Filho (1994) caracteriza o Plano Brady como uma estratégia americana para retomar o controle da redução das dívidas, e constata (nas renegociações em curso sob os seus moldes) um abatimento nos serviços muito aquém do esperado. Ou seja, a perspectiva “crítica” não vê motivo para otimismo em relação à “era do capital”, e por isso as medidas para aproveitá-la são encaradas de outro modo: enfatizam os riscos associados à abertura, e duvidam dos benefícios prometidos. O que leva inclusive a uma certa subestimação do movimento de volta dos fluxos privados.

Essa dimensão fica clara, por exemplo, no trabalho de Baer (1992). Após fazer um mapeamento das alterações no mercado financeiro internacional e dos casos de reinserção mexicana, chilena e venezuelana, chega a conclusões que colocam os novos tempos mais como desafios do que como possibilidades para a endividada economia brasileira. Considerando que as duas restrições cruciais para a retomada do desenvolvimento – a cambial e a fiscal – não seriam resolvidas naquele ambiente financeiro muito mais seletivo, a autora conclui (p. 186):

“...fica evidente que agentes econômicos altamente qualificados podem ter capacidade de atrair novos fluxos financeiros para a região e que aspectos conjunturais internacionais também podem favorecer transitoriamente a entrada de capitais. No entanto, até o momento não se vislumbram aspectos permanentes de superação do problema da restrição financeira externa...”

Às vésperas da crise mexicana, em outro cenário, já se revelavam novas preocupações (Baer, 1995). A descrença na disseminação do crédito externo dá lugar à ênfase na reversibilidade dos fluxos: agora era a abundância (duradura ou não), e não mais a escassez, que dominava a discussão destes autores. O Brasil continuava sendo um país periférico, e isso não seria alterado por uma onda de maior propensão ao risco de um mercado mais pulverizado e volátil. Nesse sentido, a ausência de créditos oficiais e a falta de financiamento para o setor público eram motivos de

preocupação e indicavam as limitações daquele movimento em seu potencial de solução da crise. Se uma das restrições – a cambial – agora parecia superada, a outra – fiscal – estava longe de uma solução. Os problemas de financiamento, portanto, não haviam sido e nem seriam resolvidos com as novas oportunidades abertas.

Outra fonte comum de preocupações eram os efeitos macroeconômicos e sobre os instrumentos de política da entrada excessiva de capitais externos. Aqui se destacam os impactos da reversibilidade dos fluxos sobre as perspectivas de crescimento e os riscos do direcionamento dos recursos entrantes para o consumo, além da indesejada valorização cambial⁶. No entender de alguns autores – reunidos num grande estudo (Coutinho & Ferraz, orgs., 1994, p. 77) –, para aproveitar o novo potencial de captação de recursos no mercado internacional,

“...o país deve manter os controles sobre os fluxos cambiais, com o objetivo de captar poupanças estáveis de médio e longo prazos, compatíveis com condições equilibradas de serviço (...) a convivência com a globalização financeira deve evitar a entrada não-regulada de capitais de curto prazo, eminentemente especulativos, cuja volatilidade pode comprometer no futuro a solidez do nosso balanço de pagamentos.”

Além de defenderem genericamente o uso de instrumentos considerados ineficazes pelos “liberais”, os autores “críticos” demonstram ceticismo frente às promessas do novo financiamento externo. Com relação aos investimentos estrangeiros nas bolsas de valores, Meyer (1992) analisa o caso chileno, chamando a atenção para a predominância de operações de conversão da dívida externa e privatizações (sem dinheiro novo) na entrada de fundos regionais de investimento, que poderiam representar bolhas facilmente reversíveis. A própria emissão de ADRs nas bolsas americanas tem suas vantagens questionadas diante da seletividade daqueles mercados.

No que se refere à emissão de títulos no mercado internacional, um aspecto importante – mas praticamente ausente das análises mais otimistas – é a presença freqüente das cláusulas de *put* e *call option*, que permitem a liquidação antecipada da obrigação, por iniciativa do devedor ou do credor. Este é um dos pontos levantados por Meyer (1992) quando relativiza o sucesso mexicano na emissão de bônus, ao lado dos prazos reduzidos, dos custos altíssimos e das garantias exigidas como colaterais (receitas futuras de exportação, por exemplo). Raciocínio semelhante, já com um leque maior de exemplos regionais a ilustrá-lo, faz Portella Filho (1994) ao questionar as vantagens e as promessas do financiamento securitizado para a América Latina pós-Plano Brady.

⁶ Meyer (1993a), diante disso, conclui: “A possibilidade de absorção de recursos externos tem se revelado, assim, muito aquém da entrada líquida de capitais externos. Nestas circunstâncias, caso não se queira sacrificar objetivos de política econômica, não há outra alternativa senão restringir o ingresso de recursos externos.”

Por fim, a outra esperança surgida com a volta dos fluxos de capitais – a possibilidade de estabilização com uma âncora cambial – é encarada aqui ou com subestimação⁷ ou com crítica à dolarização e aos riscos que a idéia trazia (Batista Jr., 1993). Mesmo sem ter uma proposta concreta para isso, o já citado estudo coordenado por Coutinho & Ferraz (1994) admite o uso da taxa de câmbio como arma auxiliar no combate à inflação, mas não economiza cautela em relação aos riscos de sobrevalorização, deterioração das contas externas e demais conseqüências estruturais do uso daquele instrumento – diante das quais defende o uso de controles seletivos sobre as entradas.

Assim, a visão “crítica” nesse primeiro momento poderia ser resumida em três pontos centrais: a crise da dívida não seria superada pelas novas formas de financiamento; a entrada excessiva de recursos trazia elevados riscos à economia brasileira; e as suas promessas eram questionáveis diante dos exemplos regionais. Eram autores que de início subestimaram a mudança de ambiente, mas que sustentavam (ainda que genericamente) sua oposição ao processo de liberalização.

III – Da estabilização às crises cambiais

Novamente, podem ser sumariados os principais traços macroeconômicos de um segundo momento (entre 1995 e 98) da trajetória acompanhada. A própria delimitação do período está ligada ao principal desses traços: a vigência da âncora cambial implantada pelo Plano Real – que apresenta expressivos resultados no combate à inflação mas gera progressiva deterioração nos resultados comerciais e correntes do balanço de pagamentos. A estratégia adotada atrelava o comportamento interno ao financiamento externo, e restringia o uso da política monetária para objetivos doméstico, obrigada que estava a sustentar a flutuação da moeda estrangeira dentro de estreitos limites. Como um dos resultados, as taxas de juros tiveram que ser mantidas em patamares muito elevados, com uma média real de mais de 25% ao ano entre 1995 e 98.

E quanto ao financiamento externo, a marca passa a ser a presença de flutuações bruscas, decorrentes de sucessivas crises em outros “mercados emergentes” (México, Ásia, Rússia), que além de representarem interrupções súbitas no ingresso de recursos (gerando apertos adicionais na política econômica), tornavam cada vez mais arriscada e difícil a manutenção da taxa de câmbio

⁷ Numa impressão que rapidamente se revelou equivocada, Meyer (1993b, p. 143), afirmava: “...vale lembrar que os movimentos de capitais privados, nos termos e condições observados neste início dos anos 90, não constituem base adequada para o financiamento de programas de estabilização. (...) A volta sustentável de recursos privados, com termos e condições mais aceitáveis(...) requer resultados positivos prévios da política de estabilização.”

administrada. A mudança forçada do regime cambial em janeiro de 1999 é o desdobramento desse quadro, e encerra o segundo momento.

Se a passagem da escassez para a abundância é a marca do primeiro período, neste a questão central é portanto a administração da abundância por vezes interrompida, e suas ameaças à estratégia macroeconômica. O que faz com que as discussões sobre a liberalização financeira, em ambos os lados acompanhados, sofra forte influência do debate sobre o regime cambial.

III.1 A visão “liberal” no segundo momento

O sucesso do Plano Real é um marco no processo de liberalização da economia brasileira. Em meio às novas idéias sobre a “globalização”, a conquista da estabilidade revelava-se um grande trunfo das idéias “liberais”, que desde a década anterior pregavam a desregulamentação e a diminuição da intervenção estatal como formas de retomar o desenvolvimento brasileiro.⁸ De início, cabe observar como essa visão lidou com o centro do debate brasileiro nessa fase: a evolução da taxa de câmbio entre 1994 e 98, e a conseqüente deterioração da conta corrente.

Se alguns dos formuladores do plano entendem que a política cambial era inicialmente flexível e que uma apreciação indesejada seria evitada com os mecanismos adotados de controle sobre os capitais ingressantes (Bacha, 1998; Franco, 1995, cap. 2); à medida que o tempo passa e os déficits em conta corrente vão crescendo, restam poucas vozes a defender a âncora cambial, ou a duvidar da apreciação da moeda nacional. Através de estimativas sobre a sustentabilidade do endividamento, autores como Giambiagi (1997) e Almonacid (1998), defendem a alteração na estratégia, alertando para os riscos de insolvência externa, absorção de poupança internacional para o financiamento do consumo e para as limitações ao crescimento da economia, que rapidamente esbarrava nos constrangimentos causados pelo câmbio fora do valor de equilíbrio. Eram mudanças necessárias, e cada vez mais problemáticas no contexto internacional de crescente aversão ao risco. Assim, acabava-se também por criticar a dependência do financiamento externo, sujeito aos riscos (mais evidentes) de mudanças no cenário global.

Mas o ponto a se destacar da visão “liberal”, neste segundo momento, é o fato de não avançar além da crítica à estratégia macroeconômica: o grau de abertura da conta de capitais não é posto em discussão mesmo diante das dificuldades progressivas. Pelo contrário, as medidas pontuais de

⁸ Em texto notório e polêmico, Franco (1999, cap.1) estabelecia as linhas gerais da visão dominante no governo sobre a inserção externa e o desenvolvimento.

controle utilizadas no início do Plano Real são enfaticamente descartadas. A articulação dessas duas dimensões da argumentação parece clara nas palavras de Dias Carneiro (1997b, p. 5 e 16):

“Um problema de regulação hoje é se devemos criar obstáculos aos fluxos de capital, como sugerido pelos defensores da *Tobin tax* ou das barreiras, quarentenas e outras restrições aos fluxos. Mas isso é ignorar o fato de que saber administrar a abundância não significa saber administrar a escassez. (...) O perigo destas crises é que elas podem gerar mais instituições de atraso do que de controle, na medida em que submetem as instituições de mercado ao teste de convicção dos políticos. A falta de confiança generalizada nos mercados, o que é natural durante crises, não torna o momento de hoje favorável.”

Como já dito, o que marca esse segundo momento é justamente a alternância entre abundância e escassez. Em relação à primeira, a diretriz central é avaliar a experiência do início do Plano Real de controles sobre a entrada. O mais citado desses estudos (Garcia & Barcinsky, 1996), conclui categoricamente: os instrumentos não eram eficazes, não permitiam disciplinar o movimento. Ou, dito de outra forma, tentar restringir a entrada e relaxar a saída não eliminava os problemas trazidos pelo excesso de divisas. Também ganha espaço a idéia de “endogeneidade” dos controles (Cardoso & Goldfajn, 1997), segundo a qual a intensidade da regulação seguia uma função de reação do governo às mudanças de direção nos fluxos de capital (e não o contrário, como se poderia esperar). A lição era que tais instrumentos, quando muito, tinham efeitos apenas no curto prazo, pelas brechas que acabavam sendo encontradas na legislação.

Se os controles de entrada eram ineficazes na abundância, o risco da escassez deveria ser evitado com medidas muito distantes da idéia heterodoxa de controles na saída. Em primeiro lugar, é reforçada a percepção de que os problemas do influxo exagerado não se resumiam à apreciação cambial: também desestimulavam o processo de reformas liberalizantes. Nesse aspecto é que se situavam os ensinamentos da crise mexicana, como mostram Garcia & Barcinsky (1996, p. 27-8):

“The capital flows to Brazil represent (...) a blessing and a curse. They are a blessing because without them the Real Plan would not have subsisted so far. They are a curse because (...) structural reforms are usually a result of crises, not good times. By making available foreign savings, the capital flows reduce the sense of urgency of the structural reforms, thereby jeopardizing the ultimate success of the stabilization plan. (...) As shown in the Mexican case of December 1994, investors may change their minds extremely fast as to the likelihood of success of the stabilization policy once the structural reforms are not being carried on. (...). The capital flows that served so far as a backbone of the stabilization plan may very well turn into a very hard punishment if the notoriously volatile investors' confidence is threatened.”

Tenta-se então transformar tal ameaça em impulso reformista. Por outro lado, o prazo curto e o tipo dos capitais atraídos também é justificado pela incerteza em relação ao prosseguimento do caminho correto, razão pela qual ele deveria ser reforçado (Dias Carneiro, 1997a, p. 18):

“Quality of inflows should improve with the decrease in the probability of bad scenarios. This means that higher confidence in the progress of economic reforms should increase the share of FDI in total capital inflows.”

Assim, o raciocínio “liberal” parece claro: quase todos (com a importante exceção do condutor da política cambial) concordavam que a estratégia macroeconômica estava equivocada e expunha o

país aos riscos do ambiente internacional adverso. Mas a tarefa diante disso, além da mudança no regime, era apressar as reformas para melhorar o perfil dos capitais e evitar as crises, mantendo intocada a abertura – inclusive porque os controles eram ineficazes para evitar a entrada. A “era do capital” mostrava uma face não prevista na argumentação esperançosa do primeiro momento, mas o necessário agora era acelerar e reafirmar, e não questionar, o rumo que vinha sendo seguido.

III.2 A visão “crítica” no segundo momento

Sendo uma época de turbulências e problemas, esse segundo momento parece ter dado fôlego novo à visão “crítica”. A começar pelo centro do debate: os ataques à adoção da âncora cambial e à valorização do câmbio, com ênfase nos seus aspectos conjunturais e estruturais, e nos riscos que deixava cada vez mais claros⁹. De qualquer forma, nesse plano a visão dos “críticos” não destoava muito da que predominava no lado “liberal”.

O que marcava a diferença eram as questões de fundo que nos interessam aqui. A oposição um tanto quanto desarticulada à liberalização financeira ganha maior consistência, a começar pela análise crítica que se faz da “globalização” – seja considerando-a uma “cortina de fumaça” (Batista Jr., 2000, parte I), seja vinculando-a a processos políticos e econômicos de graves implicações para os países periféricos (Tavares & Fiori, orgs., 1997). Em relação à abertura da conta de capital e ao movimento de entrada que se assistia, misturam-se diagnósticos, avaliações dos seus efeitos e proposições genéricas sobre outros rumos.

Coutinho & Belluzzo (1996), por exemplo, retomam as convicções difusas do momento anterior sobre os determinantes dos fluxos e sobre os riscos de se atrelar a eles (p. 140-1):

“Apesar da retórica ‘reformista’ que escoltou e ainda acompanha o retorno dos capitais privados às praças latino-americanas, a verdade é que se tratou apenas, pelo menos no primeiro momento, do tradicional e conhecido *money chasing yield* (...) Nos portfolios dos grandes investidores dos mercados globalizados, os ativos oferecidos pelas economias com histórias monetárias turbulentas são naturalmente os ativos de maior risco e, portanto, aqueles que se candidatam em primeiro lugar a movimentos de liquidação, no caso de mudanças no ciclo financeiro.”

As novidades na argumentação seriam o programa de estabilização, que deixava cada vez mais clara essa vinculação às oscilações do mercado financeiro internacional, e as manifestações reiteradas dos principais traços desse mercado: volatilidade, irracionalidade, mimetismo, assimetria de informações, etc.

⁹ A lista de trabalhos aqui é extensa. Podem ser destacados Batista Jr.(1996), Coutinho & Belluzzo (1996), Gonçalves (1998) e Paula & Alves Jr. (1999). Uma das grandes peculiaridades desse segundo momento é a aproximação de Delfim Netto (1998) com a argumentação desse grupo de autores.

Em outra frente, procura-se avaliar os resultados já alcançados com a liberalização. Prates (1999) analisa os impactos sobre a bolsa de valores, e não observa os efeitos dinamizadores que se poderia esperar. Os principais fenômenos ocorridos iam na direção contrária: o interesse dos estrangeiros restrito às empresas privatizáveis barrando novas emissões primárias e mantendo a alta concentração na Bovespa; a fusão ou mesmo aquisição por parte de investidores estrangeiros se revelando uma opção mais atrativa para controladores brasileiros; a aversão das empresas familiares brasileiras à abertura de capital, mantida e até reforçada pelas possibilidades favoráveis de colocação de títulos no exterior; o tratamento inadequado dado pela legislação ao acionista minoritário; sem contar os custos envolvidos nessas operações e as condições macroeconômicas do período (elevadas taxas de juros e baixas taxas de investimento). Isso tudo além dos riscos associados às bolhas de ativos, que teriam ficado claros nos momentos de crise.

Em relação à outra promessa do início da década – a emissão de títulos no exterior – Prates & Freitas (1999) constata a ausência de mudanças na composição do *funding* do sistema bancário doméstico, tendo o endividamento externo se direcionado primordialmente para a aplicação em títulos públicos e contribuído marginalmente para o investimento produtivo das pequenas e médias empresas (com as grandes emitindo diretamente seus papéis no mercado externo). A ampla disseminação do *hedge* nas aplicações (através de títulos públicos indexados ao dólar) também ameaçava as finanças públicas no caso de uma fuga de capitais com crise cambial.

Em outra frente, Batista Jr. (1997) entende que o país repetia injustificadamente erros anteriores (cujos desdobramentos mal haviam sido superados), e apresenta uma receita para evitar os efeitos nocivos do endividamento. A lista inclui: o controle do ritmo de absorção de capitais e de crescimento dos passivos externos; o controle da estrutura temporal das obrigações acumuladas; a garantia de financiamento da formação de capital e não do consumo; a atenção para a qualidade dos investimentos financiados; o direcionamento prioritário para setores exportadores ou substituidores de importações; e o cuidado para evitar que empresas e bancos acumulassem descasamento entre passivos e ativos em moeda estrangeira. Vários desses itens estavam sendo desrespeitados, ampliando a vulnerabilidade externa.

Diante de tal quadro – que não tinha relação apenas com a estratégia macroeconômica –, este e outros autores tentam encontrar um caminho distinto, às vezes citando a experiência chilena de controles na entrada de capitais. Com objetivos semelhantes, Singer (1996) vai além e defende a criação de amplos conselhos para administrar a absorção de tais recursos externos, e Gonçalves (1996, p. 163) aponta a presença de um velho problema, bem como uma possível solução:

“A restrição externa volta a ser uma variável de grande significância para a economia brasileira, forçando, inclusive, um retrocesso na política comercial e mudanças abruptas na política cambial. Neste sentido, dificilmente pode-se escapar à recomendação de se dar um retrocesso no processo de liberalização cambial, com limitações a despesas na conta de serviços e maior controle sobre entradas e saídas na conta de capital.”

Em suma, é fato que os “críticos” exibiam um discurso em relação ao regime cambial próximo do que predominava no lado “liberal” nesse segundo momento. No entanto, por menos claras que tenham ficado, existiam diferenças de fundo no raciocínio. O sentido da “globalização financeira”, os objetivos e o comportamento dos fluxos de capital que se dirigiam aos “países emergentes” e os efeitos internos da absorção daqueles fluxos, informavam um argumento mais articulado do que no primeiro momento, e levavam a uma crítica que ia além da estratégia macroeconômica. Mesmo que as proposições para enfrentar o problema maior fossem pouco específicas, e que as alegações de ineficiência dos controles ficassem sem resposta.

IV – Da flutuação do câmbio à busca por alternativas

O período iniciado em janeiro de 1999 apresenta, em relação aos anos anteriores, algumas mudanças no ambiente macroeconômico. A principal delas, evidentemente, é a flutuação acentuada da taxa de câmbio, permitida pelo novo regime cambial e consequência da grande volatilidade no financiamento externo. Mas também há continuidades, principalmente a não retomada do crescimento econômico – que havia sido, em média, de 1,68% a. a. entre 1989 e 94; de 2,57% a. a. entre 1995 e 98; e gira em torno de 2,03% a. a. de 1999 a 2002.

No que se refere ao funcionamento da política econômica, e como elemento importante na explicação desse desempenho medíocre, está a permanência dos elevados patamares das taxas reais de juros – que apesar de inferiores aos do período da âncora cambial, não se sustentaram abaixo dos 10% a.a. (à exceção do inflacionário ano de 2002). Implementado logo após a adoção do câmbio flutuante, o regime de “metas para a inflação” – marcado pela fixação das taxas de juros com objetivos internos, determinados por uma meta pré-estabelecida de variação nos preços – surge como grande novidade institucional para uma economia que buscava se livrar dos constrangimentos externos, agora supostamente administrados pela flutuação da taxa de câmbio.

Quanto aos fluxos de capital propriamente ditos e ao conjunto do financiamento externo, o terceiro período é marcado por valores mais baixos do que nas etapas anteriores, com volatilidade acentuada. Após o que parecia ser o início de uma recuperação em 2000, os anos de 2001 e 2002 exibem novas retrações das entradas de capital nas diferentes modalidades. Portanto, ao longo dos últimos anos, vários dos problemas associados à estratégia macroeconômica errada do período

anterior persistiram sob outro arcabouço da política econômica – que, aliás, não muda com a troca de governo em 2003. Em torno dessas questões gira o debate analisado, nesse terceiro momento.

IV.1 A visão “liberal” no terceiro momento

Mesmo tendo sido alterado, o regime monetário-cambial continua a ser um tema que ajuda a emoldurar o quadro em que se dão as discussões sobre a liberalização financeira. Aqui, a visão “liberal” acompanha uma das conclusões dos modelos Mundell-Fleming – a da “trindade impossível” entre liberdade de movimento dos capitais, política monetária e política cambial. Para muitos, o Brasil passara pela simples troca do instrumento sacrificado: era agora a taxa de câmbio que fugiria do controle das autoridades. Pastore & Pinotti (2000, p. 23-4) expõem o raciocínio à perfeição:

“No regime de câmbio flutuante os controles de capitais para garantir a eficácia da política monetária são desnecessários. O Banco Central está liberado para utilizar a taxa de juros voltada para o objetivo da estabilidade de preços, e a flutuação cambial é que realiza o equilíbrio externo. (...) como o regime de câmbio flutuante inibe ataques especulativos, toda a discussão sobre a necessidade de controlar capitais ‘especulativos’ perde sentido.”

Com os mesmos pressupostos, o arcabouço afinal escolhido para o funcionamento da política econômica – as “metas para a inflação” – também tinha sua flexibilidade louvada diante da rigidez da âncora cambial. A análise de Canuto (1999) é um exemplo, sugerindo que a nova forma de manipulação das taxas de juros teria a capacidade, além de comandar as expectativas inflacionárias, de reduzir significativamente os efeitos dos problemas externos enfrentados de 1994 a 98.

Nos quatro anos seguintes, o que se viu foi uma frustração de boa parte dessas expectativas otimistas. E aqui entra a característica central do lado “liberal” nesse terceiro momento: a explicação do fracasso e algumas alternativas propostas, quanto à liberalização financeira, caminham na direção de aprofundar o caminho tomado no início dos anos 90.

O enfrentamento da vulnerabilidade externa, explícita e ponto pacífico nas discussões entre 2001 e 02, era alvo, segundo Pires de Souza (2002, p. 177), de três grandes abordagens, distintas:

“...a redução rápida do déficit em conta-corrente, através da geração de saldos comerciais crescentes; o crescimento (...) das exportações e das importações, aumentando sua participação no PIB; e por fim, o avanço nas reformas, a criação de instituições que evitem retrocessos na política macroeconômica e a exibição de redobrado virtuosismo fiscal (...), de forma a que o Brasil seja promovido à categoria de *investment grade*.”

Em comum entre as três, a ausência de qualquer menção ao grau de abertura da conta de capitais. Langoni (2002), por exemplo, aposta na terceira linha, insistindo no avanço institucional e no progresso das reformas, e revelando a intenção de continuar contando com a contribuição da “poupança externa”. Outros trabalhos, como o de Dias Carneiro (2002), se preocupam com os questionamentos levantados quanto ao rumo geral imposto à economia brasileira, diante dos

resultados pífios em termos de crescimento, volatilidade e altas taxas de juros. Mesmo fazendo a vinculação das dificuldades macroeconômicas com o cenário de financiamento externo adverso, suas conclusões procuram reforçar as ligações estabelecidas com o sistema financeiro internacional e a importância da atração de investidores. Mas alguns autores vão além.

Garcia (2003) investiga as razões da frustração com o câmbio flutuante e com as metas de inflação, em busca de alternativas que tirassem o país da armadilha dos juros altos (que ameaçava também as finanças públicas). A receita oriunda dos seus resultados inclui ortodoxia monetária e fiscal e mudanças na composição do estoque da dívida pública, sempre com vistas à garantia da credibilidade. Mas, para encaminhar o crescimento sustentado, seria também fundamental enfrentar corretamente a vulnerabilidade aos choques financeiros externos, o nosso “calcanhar-de-Aquiles”. Da lista de medidas práticas sugerida (p. 22), os dois pontos iniciais são os mais importantes aqui:

- “To further the integration of Brazilian and international financial markets. This will help increase the amount of international liquidity of the economy;
- To increase the exportability of the economy. This implies both larger exports and larger imports. It is not akin to import substitution. More exports or more services and products that can be shifted to external markets represent further international liquidity. Import substitutes that can only survive protected by high tariffs do not increase international liquidity;”

Estas recomendações fazem referência às idéias de Bacha (2002), que intentava apresentar alternativas para aquele que teria sido o grande erro do neoliberalismo implantado na América Latina com o “Consenso de Washington”: ignorar o obstáculo monetário ao desenvolvimento representado pela “restrição de divisas” (a dificuldade de conversão das receitas internas em moeda forte, limitando o ingresso de investimentos). Dentre as possibilidades, só via viabilidade na saída nacional, que passaria pela ampliação da “exportabilidade” do PIB, assim definida (p. 365):

“... não se trata de substituir a poupança externa pela poupança interna, para ‘reduzir a vulnerabilidade do balanço de pagamentos do país’ (...) Ao contrário, a ampliação, pela exportabilidade, do volume de ativos internacionalmente colateralizáveis permitirá ao país deter, com segurança, um maior volume de dívida externa, de forma a acelerar o crescimento do PIB pelo aproveitamento das oportunidades existentes de investimento, que devem, em princípio, ser mais atrativas do que em países industrialmente avançados.”

O raciocínio ainda seria completado. Bacha (2003) procura, em um paralelo com a trajetória das idéias cepalinas sobre a inflação, uma saída para o problema histórico da vulnerabilidade externa¹⁰. Num ponto culminante da reflexão desse lado do debate, emerge a saída escolhida (p. 149):

¹⁰ Uma alternativa é descartada de partida (p. 149): “...antes da URV, os mecanismos de coordenação (...) incluíram o congelamento de preços e salários (...) ou de ativos financeiros (...) No nível externo, tais processos tiveram sua contrapartida na interrupção dos pagamentos da dívida externa em 1982 e na centralização cambial e moratória da dívida externa em 1987. Os altos custos que o país ainda paga por essas experiências reduzem seu atrativo nas circunstâncias atuais. Como sugere a exitosa experiência do Real, um mecanismo adequado de coordenação deveria emular as tendências do mercado – e não suprimir tais tendências – como faria o controle de capitais.”

“... um programa de conversibilidade integral da moeda (...) sinalizaria com firmeza o desiderato da sociedade brasileira de incorporar-se à globalização (...) Mais concretamente, junto com a flutuação, a conversibilidade seria uma forma de dar ‘exportabilidade’ ao PIB como um todo, pois tornaria o dólar acessível mesmo às firmas voltadas para o mercado doméstico – e, nesse sentido, deveria aumentar o acesso do país ao financiamento internacional.”

A idéia surgira no debate em fins de 2002, num artigo na imprensa depois republicado (Arida, 2003a) – no sentido de consolidar os ganhos do Plano Real. Este autor entendia que a transição para a flutuação ainda não era completa, dada a permanência de mecanismos de controle típicos do regime de taxas fixas – com destaque para a separação formal entre os dois segmentos, comercial e financeiro, do mercado de câmbio. Mesmo havendo livre comunicação entre os dois, persistiria o risco de, a partir de uma decisão da autoridade monetária, serem reintroduzidas restrições à transformação da moeda nacional em estrangeira. A manutenção dessa possibilidade teórica impedia a entrada de uma oferta potencial de financiamento e adicionava ao risco de crédito um risco de racionamento de divisas. Entre outras vantagens, o principal argumento favorável à conversibilidade envolvia, assim, o custo dos empréstimos externos e suas conseqüências (p. 154):

“O ponto a reter (...) é que se tivéssemos plena conversibilidade (...), afastando o risco da reintrodução de controles por via administrativa, teríamos menores taxas de juros em dólares nos títulos de longo prazo no exterior e, por conseqüência, menores taxas de juros em reais. O custo de se manter o controle cambial no universo dos mundos possíveis é pago aqui e agora através de taxas de juros mais altas do que deveriam ser.”

Outras vantagens posteriormente são sugeridas (Arida, 2003b), agora em relação à política fiscal. A conversibilidade restrita sinalizaria a desconfiança na moeda como reserva de valor, fazendo crescer o risco percebido pelos tomadores de títulos públicos, e exigindo assim um nível mais elevado de superávit primário para a estabilização duradoura.

Dessa forma, a visão “liberal” no período mais recente muda para reafirmar suas convicções. Das esperanças de “libertação” da política monetária, transita-se à necessidade de enfrentar a vulnerabilidade externa e a “restrição de divisas”. Para isso, propõem ampliar a “exportabilidade” do PIB e dar plena conversibilidade ao real¹¹. Elevar as possibilidades de colateralização e abolir a possibilidade teórica de impedir a troca de reais por dólares reduziria o custo do crédito – com o qual país deveria continuar contando –, e aliviaria o esforço fiscal pelo aumento da confiança. A tarefa, portanto, continuava sendo avançar na liberalização e nas providências que ela impõe.

¹¹ Evidentemente, nem todos os “liberais” concordam com a idéia. Ver, por exemplo, as colunas de D. Gleizer (08/12/2003) e E. Cardoso (10/12), ambas no *Valor Econômico* – que tratam de um seminário recente sobre o tema.

IV.2 A visão “crítica” no terceiro momento

O regime monetário-cambial, que na fase anterior ocultara as diferenças entre as duas visões, agora ajuda a explicitá-las logo de partida. Carneiro (2003), partindo da idéia de uma hierarquia internacional de moedas e da regra de fixação dos juros em países periféricos (taxas externas mais risco-país), não vê liberdade para o uso da política monetária mesmo sob flutuação, e busca a transição “da trindade impossível à autonomia necessária”¹². Sicsú (2002, p. 134) descreve como de fato funcionava o regime de metas de inflação no Brasil, e indica o instrumento para a autonomia:

“...a taxa de juros tem sido utilizada fundamentalmente para controlar movimentos cambiais. (...) a autonomia da política monetária para fixar (reduzir) a taxa de juros está comprometida. (...) Nem sempre, como prega o conhecido modelo Mundell-Fleming, existe no mundo real a *trindade possível*: livre mobilidade de capitais, regime de câmbio flutuante e *autonomia da política monetária*. (...) Se o BCB estivesse dotado de mecanismos de controle do movimento de capitais, não precisaria utilizar a taxa de juros para reduzir a sua (do câmbio) volatilidade, conferindo assim mais autonomia à política monetária.”

Como pode ser notado, o que vai marcar a argumentação dos “críticos” em relação às dificuldades desses últimos anos é a defesa de mecanismos de reversão da liberalização financeira. Mas agora, tanto as razões para iniciativas nessa direção, como as medidas para isso, têm contornos mais precisos. A busca por saídas alternativas, marca do debate nesse terceiro momento, é motivada aqui por fatores conjunturais e estruturais.

Em primeiro lugar, a frustração das promessas da liberalização, em relação ao mercado de capitais e à emissão de títulos no exterior como alternativa de financiamento, é reafirmada. Freitas & Prates (2001), atualizando o diagnóstico, constata o desaparecimento dos fatores impulsionadores do aumento dos investimentos estrangeiros em ações e a evasão de negócios da Bovespa para as bolsas americanas – o que também contribui para barrar o aprofundamento do mercado secundário e para manter as emissões primárias em níveis muito baixos. Quanto às captações, o predomínio das obrigações de curto prazo (tipicamente voltadas ao comércio exterior) e a concentração maior nas operações de repasse haviam sido mantidas.

Outro fator é a necessidade de redução da vulnerabilidade externa – para a qual, na visão “liberal”, existiam as três saídas apontadas acima por Pires de Souza (2002). Batista Jr. (2002) prefere apostar em uma estratégia de “autodefesa”, que inclui o ajuste na conta corrente pelo esforço exportador, mas que vai além e prega a elevação das reservas internacionais (para enfrentar

¹² Entre outros, Mollo & Silva (1999, p. 220-1), mesmo antes de verificadas as dificuldades do câmbio flutuante, já destoavam do otimismo, indo direto ao ponto: “...a taxa de juros interna pode frustrar as expectativas (...) não baixando tanto como esperado. (...) tanto num regime de câmbio quanto no outro a forma de inserção da economia brasileira no contexto da globalização financeira vem tirando margem de manobra da política econômica, o que nos coloca de novo nas mãos dos automatismos de mercado, desta vez internacional.”

as reversões nos fluxos de capital e monitorar a taxa de câmbio), e controles preventivos na conta de capital. A liberalização financeira deveria fazer parte da discussão do problema.

Nesse momento de reavaliações, dois outros economistas (Bresser-Pereira & Nakano, 2002 e 2003) se aproximam desse lado do debate. Partindo da necessidade de redução das taxas de juros (o primeiro texto questiona a relação geralmente estabelecida entre estas e o risco-país¹³) para a retomada do crescimento, os autores criticam a estratégia seguida de “crescimento com poupança externa”, explicitando as crises cambiais e os ajustamentos que ela produz. Defendem maior prudência no relacionamento financeiro com o exterior (citando os casos da Índia e China, entre outros), além de um reforço no ajuste fiscal e na poupança interna. Com pressupostos diferentes, mas também com o caráter de balanço e busca de novas soluções para os problemas estruturais, Belluzzo & Carneiro (2003a), relacionam a abertura imprudente da conta de capital à não participação do Brasil do crescimento econômico, polarizado mundialmente, nas últimas duas décadas. E, partindo das limitações decorrentes do “paradoxo da credibilidade” (Belluzzo & Carneiro, 2003b) a que o governo Lula havia se submetido, incluem o controle seletivo dos fluxos de capital no esboço de uma alternativa que pretendesse a retomada do desenvolvimento.

De fato a manutenção, pelo novo governo, das linhas macroeconômicas gerais seguidas anteriormente, parece incrementar e refinar a defesa dos controles, no último ano desse terceiro momento. São instrumentos centrais das proposições alternativas de política que aparecem no debate: Carneiro (2003) e Paula, Oreiro & Silva (2003) são dois dos exemplos. É também um tema muito presente nas análises apresentadas em seminário sobre os desafios e equívocos iniciais da nova gestão (Paula, org., 2003).

Mas além de conferirem tal papel aos controles – e de rejeitarem categoricamente a plena conversibilidade defendida por alguns “liberais”¹⁴ – os autores detalham melhor as propostas, já que, como diz um dos entusiastas da idéia (Carvalho, 2003, p. 243):

“A defesa abstrata de controles sofre a mesma limitação da crítica genérica: é preciso especificar-se que controles são propostos e com que objetivos.”

Em relação aos objetivos, três parecem ser os principais: aumentar a autonomia na condução da política monetária, descolando em parte a determinação das taxas de juros das taxas internacionais e das avaliações de risco; conferir maior estabilidade à taxa de câmbio (que não poderia variar ao sabor das oscilações dos fluxos de capital), com o auxílio da ampliação no estoque de reservas; e,

¹³ Sicsú (2002) é um dos autores que introduzem, na discussão dessa idéia, a defesa dos controles de capital.

¹⁴ Ver Belluzzo & Carneiro (2003c) e Oreiro, Paula & Silva (2003). Ambos seriam publicados na *Revista de Economia Política* vol. 24, n. 2, mar/2004.

enfim, reduzir o “poder de veto” dos mercados financeiros, internos e externos, em relação a políticas mais favoráveis ao crescimento. De uma forma ou de outra, todos os trabalhos aqui citados contemplam tais metas.

Quanto aos instrumentos, Batista Jr. (2002), Carneiro (2003), Carvalho (2003) e Paula, Oreiro & Silva (2003) concordam com a utilização dos “requerimentos compulsórios”, inspirados na experiência chilena: o depósito com baixa ou nenhuma remuneração de uma parcela do investimento de portfólio ingressante, com o objetivo de limitar a entrada excessiva, e desestimular os fluxos de caráter mais especulativo. Em adição a esses controles de entrada, são propostos controles de saída, particularmente em relação às contas CC5, que envolvessem maior fiscalização e menor liberdade no envio de divisas – tanto para a realização de investimentos no exterior como para o pré-pagamento de dívidas.

Para esse último objetivo, Batista Jr. (2002) cita também a necessidade de alongamento e administração dos prazos, para o que contribuiria a redução ou mesmo a proibição das cláusulas de *put* e *call option* nos papéis emitidos. Carneiro (2003) adiciona a possível necessidade do estabelecimento de uma taxa de câmbio dual (uma para as operações comerciais e de crédito com prazos médio e longo, outra para investimentos de portfólio e capitais especulativos). Para reduzir o descasamento entre ativos e passivos externos, por parte das empresas e bancos, são sugeridos limites ao endividamento externo de empresas não financeiras (Carvalho, 2003); controle da arbitragem através do interbancário, através de limites para posições vendidas e compradas ou recolhimento compulsório diferenciado (Carneiro, 2003); permissão de emissões externas a apenas a empresas com elevada classificação de risco e estabelecimento de uma determinada relação capital próprio/posições de carteira em dólar para os bancos (Paula, Oreiro & Silva, 2003). Por fim, a manipulação das alíquotas do IOF de maneira mais ativa, dificultando as entradas e saídas dos capitais mais curtos, também é parte dos instrumentos propostos.

Quanto às críticas aos controles, são divididas por Carvalho (2003) em duas “escolas”: a da ineficiência (as medidas seriam distorções que impediriam o livre funcionamento dos mercados e levariam a comportamentos ineficientes) e a da inocuidade (que duvida da eficácia do instrumento, por corrupção ou descobertas de brechas na legislação)¹⁵. À primeira crítica, responde com a existência de acentuadas imperfeições nos mercados financeiros em nível internacional, que mais

¹⁵ Segundo o autor (p. 239) “Naturalmente as duas escolas são inconsistentes entre si: se controles não impedem as transações, eles não podem reduzir a eficiência da economia e vice-versa.”

do justificariam a intervenção estatal; quanto à segunda, seu argumento vem melhor desenvolvido em outro texto (Carvalho, 1999)¹⁶:

“A exigência de erradicação de um determinado comportamento não é feita, por exemplo, ao aparato de repressão a assassinatos, tráfico de drogas, etc. O intuito de controles, semelhantemente, não é eliminar toda e qualquer probabilidade de circulação de capitais especulativos mas, sim, torná-los marginais, confinando-os a volumes que possam ser administráveis e minimizando seus efeitos.”

Assim, se a livre conversibilidade é o ponto de chegada do lado “liberal”, a abertura da conta de capitais também faz parte, de modo oposto, de um caminho alternativo afinal proposto pela visão “crítica”. Justificada pelas desventuras da política econômica (cujos problemas iam além do arcabouço institucional utilizado) e também pelos reiterados efeitos negativos da absorção e dependência da poupança externa, a imposição de controles de capital, agora muito mais detalhada, é alçada ao posto de condição necessária (mas não suficiente) para a retomada tantas vezes adiada do desenvolvimento. E tal percepção se reforça com a recente troca do governo, mas não da política econômica – em si uma manifestação das pressões que se pretendia combater com os controles.

V – Considerações finais

O principal resultado aqui alcançado foi a identificação das duas grandes visões sobre a liberalização financeira. Por mais que oculte diferenças importantes e que as denominações sejam imprecisas, a distinção entre “liberais” e “críticos” parece se justificar, já que o foco é sobre as idéias e seus pressupostos, e não sobre os portadores delas.

As concepções gerais são, de partida, bastante distintas, e expressam contrastes entre visões de mundo e da economia que vão muito além do tema aqui analisado. Estão em confronto a abertura às “finanças globalizadas” e a defesa da economia brasileira diante de suas características negativas; a liberalização e a manutenção das possibilidades de intervenção estatal; a crença nas propriedades alocativas dos mercados e a necessidade de controle da economia para a satisfação dos interesses sociais. Enquanto uns trabalham, por exemplo, com uma hierarquia de moedas; outros partem da alocação internacional de recursos guiada por diferenciais de remuneração. Para um lado, a pressão dos capitais seria positiva, e encaminharia as políticas e reformas na direção adequada. Para outro, o sistema monetário internacional – instável, eminentemente especulativo e sujeito a comportamentos miméticos – constrange fortemente a autonomia das políticas nacionais.

¹⁶ Um artigo a ser publicado na *Revista de Economia Política* vol. 24, n. 2, mar/2004 (“Controvérsias recentes sobre controles de capitais”, de F. C. de Carvalho & J. Sicsú), , desenvolveria melhor o tema.

Mas além das diferenças de fundo, o que se pode extrair desse debate é um movimento, uma evolução diante das mudanças de conjuntura e política econômica.

A visão “liberal” inicia o debate mirando as possibilidades, a serem aproveitadas ao máximo, com o mínimo de intervenção, de uma nova era. A “idade do capital” retirava importância do tema da dívida externa, prometia dinamizar os mercados de crédito e de capitais e colocava em um horizonte próximo a possibilidade de se implementar um programa de estabilização sustentado por essa entrada de divisas. Quando, nos anos seguintes, a estratégia macroeconômica do Plano Real explicitava todas as dificuldades relacionadas aos movimentos de capital, a argumentação deslocava-se do campo das promessas e esperanças: o avanço nas reformas liberalizantes passa a ser visto como a melhor forma de se proteger contra as crises e de garantir o financiamento externo contínuo e progressivamente melhor, além de serem rejeitados – por ineficácia – instrumentos que pudessem moderar o influxo nos momentos de abundância. Depois de alterado o funcionamento da política econômica mas mantidas algumas das principais dificuldades econômicas dos momentos anteriores, o argumento da incompletude das reformas volta a ocupar papel de destaque. Em busca de uma maior integração comercial e financeira com a economia mundial, indispensável para a superação dos problemas conjunturais e históricos, localiza-se no formato institucional do mercado de câmbio o passo adicional e definitivo: dar plena conversibilidade à moeda nacional. O final da trajetória parece, assim, uma volta da argumentação ao campo das promessas e esperanças.

A visão “crítica”, inicialmente preocupada com uma solução definitiva para a renegociação da dívida, encara com subestimação e desconfiança as possibilidades e promessas do novo financiamento externo. Em meio ao ceticismo e às preocupações com os efeitos macroeconômicos de uma entrada excessiva de divisas – mesmo sendo esta uma situação que favorecia o controle da inflação –, o rumo da liberalização passa a ser criticado. Em seguida, a fase da âncora cambial e da sucessão de crises foi marcada fundamentalmente pelo aprimoramento dos diagnósticos, em relação às novas características da economia internacional, aos primeiros sinais do fracasso das promessas da liberalização, e à ampliação da vulnerabilidade externa que ela ensejava. Por mais que o discurso se aproximasse daqueles que criticavam apenas a opção de política cambial, e por mais que faltasse uma clara proposição de alternativas, as bases do raciocínio eram outras. No terceiro momento, quando mudam os contornos da operação da política econômica mas não os seus resultados, as críticas à abertura e à dependência excessiva da poupança externa mudam de patamar. Um caminho alternativo esboçado elege os controles de capital (agora melhor definidos, mas que em parte já

haviam sido utilizados no início do Plano Real) como instrumento primordial para recuar na liberalização financeira e abrir espaço para outra política econômica.

Enfim, um debate que começa com uma oposição bastante clara de posturas sobre a passagem “da idade da dívida à idade do capital”, se encerra com a proposição de caminhos bem diferentes para o tratamento da liberdade de entrada e saída do capital pelas fronteiras do país. Aquele primeiro momento marcou justamente a adoção do rumo da liberalização. E o momento atual – que também se anunciava como de mudanças e passagens, não isentas de esperanças e promessas, possivelmente numa direção nova – parece aguçar a discussão e exigir opções decisivas. Nesse sentido, talvez este mapeamento possa servir de elemento adicional de reflexão sobre a política econômica, a economia brasileira e os seus desafios.

Referências bibliográficas

- ALMONACID, R. D. (1998), “A mágica do dr. Gustavo Franco, revisitada.” *Revista de Economia Política* vol. 18, n.2, abr-jun 1998, pp. 90-95.
- ARIDA, P. (2003a) “Por uma moeda plenamente conversível”. *Revista de Economia Política*, vol. 23, n. 3, jul/set 2003, pp. 151-154.
- ARIDA, P. (2003b) “Ainda a conversibilidade”. *Revista de Economia Política*, vol. 23, n. 3, jul/set 2003, pp. 135-142.
- BACHA, E. L. (1991), “The Brady plan and beyond: New debt management options for Latin America”. *Texto para discussão* n. 257. Rio de Janeiro: PUC-Rio, maio de 1991, 39 p.
- BACHA, E. L. (1993), “Latin America’s reentry into private financial markets: Domestic and international policy issues”, *Texto para Discussão* n. 299. Rio de Janeiro: PUC-Rio, fev. 1993, 17 p.
- BACHA, E. L. (1998), “O Plano Real: uma avaliação”, in MERCADANTE, A. (org., 1998) *O Brasil pós-Real: a política econômica em debate*. Campinas: IE/Unicamp, 1998, 314 p.
- BACHA, E. L. (2002), “Do Consenso de Washington ao Dissenso de Cambridge”, in CASTRO, A. C. (org., 2002), *Desenvolvimento em debate: novos rumos do desenvolvimento no mundo*. Rio de Janeiro: Mauad/BNDES, 2002, vol. 1, 451 p.
- BACHA, E. L. (2003), “Reflexões pós-cepalinas sobre inflação e crise externa”, *Revista de Economia Política*, vol. 23, n. 3, jul/set 2003, pp. 143-150.
- BAER, M. (1992), “As Restrições Financeiras à Retomada do Desenvolvimento na América Latina”. *Novos Estudos Cebrap* n. 33, jul.1992, pp. 173- 186.
- BAER, M. (1995), “Sistema Financeiro Internacional: Oportunidades e Restrições ao Desenvolvimento”. *Novos Estudos Cebrap* n. 42, jul. 1995, pp. 99- 112.
- BARROS, O. & MENDES, A. P. F. (1994), “O Financiamento Externo Brasileiro e a Captação de Recursos via Títulos e Bônus”. *Revista do BNDES* vol.1, n.1, junho 1994, pp. 175-200.
- BATISTA Jr., P.N. (1988), “A transformação da dívida externa em títulos de longo prazo”. *Revista de Economia Política*, vol. 8, n. 3, jul/set 1988, pp. 22-40.
- BATISTA Jr., P.N. (1993), “Dolarização, âncora cambial e reservas internacionais”. *Revista de Economia Política*, vol. 13, n. 3, jul/set 1993, pp. 5-20.
- BATISTA Jr., P. N. (1996), “O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina”. *Estudos Avançados* n. 28, set/dez 1996, pp. 129-97.
- BATISTA Jr., P. N. (1997), “Apresentação” in FFRENCH-DAVIS, R. & GRIFFITH-JONES (orgs., 1997), *Os fluxos financeiros na América Latina – um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997, 284 p.

- BATISTA Jr., P. N. (2000), *A economia como ela é...* São Paulo: Boitempo, 2000, 426 p.
- BATISTA Jr., P. N. (2002), "Vulnerabilidade externa da economia brasileira". *Estudos Avançados* n. 45, 2002, pp. 173-85.
- BELLUZZO, L. G. & CARNEIRO, R. (2003a), "Globalização e Integração Perversa". *Política Econômica em Foco* n.1, mai/ago 2003, 11 p. (www.eco.unicamp.br)
- BELLUZZO, L. G. & CARNEIRO, R. (2003b), "O paradoxo da credibilidade". *Política Econômica em Foco* n.2, set/dez 2003, 10 p. (www.eco.unicamp.br)
- BELLUZZO, L. G. & CARNEIRO, R. (2003c), "O Mito da Conversibilidade ou Moedas não são Bananas". *Suplemento 1 - Política Econômica em Foco* n.2, set/dez 2003, 4 p. (www.eco.unicamp.br)
- BRESSER PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y. (2002), "Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade" *Revista de Economia Política* vol. 22, n. 3, jul/set 2002, pp. 146-80.
- BRESSER PEREIRA, L. C. & NAKANO, Y. (2003), "Crescimento econômico com poupança externa?" *Revista de Economia Política* vol. 22, n. 2, abr/jun 2003.
- CANUTO, O. (1999), "Regimes de política monetária em economias abertas". *Texto para Discussão* n. 92. Campinas: IE/Unicamp, dez. 1999, 29 p.
- CARDOSO, E. & GOLDFAJN, I. (1997), "Capital flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls". *IMF Working Paper*, September 1997, 48 p.
- CARNEIRO, R. (2003), "A política macroeconômica da era FHC ao governo Lula: da trindade impossível à autonomia necessária", in REIS VELLOSO (org., 2003), *Governo Lula: novas prioridades e desenvolvimento sustentado*. Rio de Janeiro: José Olympio, 2003, 559 p.
- CARVALHO, F. J. (1999), "O debate em torno a controle de capitais". Trabalho preparado para o IBASE, outubro de 1999. (www.ibase.org.br).
- CARVALHO, F.C. (2003), "Controles de capitais e recuperação da iniciativa em política econômica" in PAULA, J. A. (org., 2003), *op. cit.*
- COUTINHO, L. & BELLUZZO, L. G. (1996), "Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas" *Economia e Sociedade* n. 7, dez. 1996, pp. 129-154.
- COUTINHO, L. & FERRAZ, J. C. (orgs., 1994), *Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira*. Campinas: Papirus/ Ed. da Unicamp, 1994, 510 p.
- DELFIN NETTO, A. (1998), *Crônica do debate interdito*. Rio de Janeiro: Topbooks, 1998, 247 p.
- DIAS CARNEIRO, D. (1997a), "Capital Flows and Brazilian Economic Performance", *Texto para Discussão* n. 369. Rio de Janeiro: PUC-Rio, jun. 1997, 32 p.
- DIAS CARNEIRO, D. (1997b), "A sustentabilidade dos déficits externos", *Texto para Discussão* n. 384. Rio de Janeiro: PUC-Rio, dez. 1997, 28 p.
- DIAS CARNEIRO, D. (2002), "Crescimento com estabilidade em ambiente turbulento: herança dos anos noventa e os novos desafios para a política econômica brasileira", in CASTRO, A. C. (org., 2002), *Desenvolvimento em debate: Painéis do desenvolvimento brasileiro 1*. Rio de Janeiro: Mauad/BNDES, 2002, vol. 2, 398 p.
- FRANCO, G. (1995), *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995, 358 p.
- FRANCO, G. (1999), *O desafio brasileiro*. São Paulo: Ed. 34, 1999, 349 p.
- FREITAS, M. C. P. & PRATES, D. M. (2001), "A abertura financeira no governo FHC: impactos e consequências" *Economia e Sociedade* n. 17, dez 2001, pp. 81-111.
- GARCIA, M. G. P. (2003), "Brazil in the 21st Century: How to Escape the High Real Interest Trap?". *Texto para Discussão* n. 466. Rio de Janeiro: PUC-Rio, abr 2003, 30 p.
- GARCIA, M. G. P. & BARCINSKY, A. (1996), "Capital flows to Brazil in the nineties: Macroeconomic aspects and the effectiveness of capital controls", *Texto para Discussão* n. 357. Rio de Janeiro: PUC-Rio, jul. 1996, 30 p.
- GIAMBIAGI, F. (1997), "A Condição de Estabilidade da Relação Passivo Externo Líquido Ampliado/PIB: Cálculo do Requisito de Aumento das Exportações no Brasil". *Revista do BNDES* vol. 4, n. 8, dez. 1997, pp. 101-118.
- GONÇALVES, R. (1996), "Globalização Financeira, Liberalização Cambial e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira" in BAUMANN R. (org., 1996), *op. cit.*

- GONÇALVES, R. (1998), “Desestabilização crônica e incertezas críticas: o governo FH e suas bombas de efeito retardado” in MERCADANTE. (org., 1998), *op. cit.*
- LANGONI, C. G. (1991), “A Economia Brasileira e a Nova Ordem Internacional” in BERGSTEIN, F. et al. (1991), *O Brasil e a nova ordem internacional*. Rio de Janeiro: Expressão e Cultura/FGV, 1991, 152 p.
- LANGONI, C. G. (2002), “Uma economia em transformação: obstáculos internos e externos” in DIAS LEITE, A. & REIS VELLOSO, J. P. (orgs., 2002), *O novo governo e os desafios do desenvolvimento*. Rio de Janeiro: José Olympio, 2002, 781 p.
- LARA RESENDE, A. (1992), “O conselho da moeda: um órgão emissor independente”. *Revista de Economia Política*, vol. 12, n. 4, out/dez 1992, pp. 113-120.
- MEYER, A. (1992), “Perspectivas para o financiamento da América Latina e do Caribe no início da década de 90”. *Revista Brasileira de Economia* vol. 46, n. 3, jul/set 1992, pp. 339-376.
- MEYER, A. (1993a), “Os limites do ingresso de capitais externos no Brasil no início da década de noventa”, in *Boletim de Conjuntura Internacional* vol. 8, n. 4. Brasília: SEPLAN/SEAIN, novembro 1993, pp. 41-54.
- MEYER, A. (1993b), “Apoio financeiro externo e estabilização econômica”. *Revista de Economia Política* vol. 13, n. 1, jan/mar 1993, pp. 135-148.
- MOLLO, M. L. R. & SILVA, M. L. F. (1999), “A Liberalização do Câmbio no Brasil: Revisitando a Discussão dos Pressupostos Teóricos Embutidos nas Prescrições Cambiais Alternativas”. *Estudos Econômicos* vol. 29, n. 2, abr/jun 1999, pp. 189-227.
- OREIRO, J.L., PAULA, L.F. & SILVA, G.J. (2003), “Por uma moeda parcialmente conversível: uma crítica a Arida e Bacha” (mimeo)
- PASTORE, A. C. & PINOTTI, M. C. (2000), “Globalização, Fluxos de Capitais e Regimes Cambiais: Reflexões sobre o Brasil”. *Estudos Econômicos* vol. 30, n. 1, jan-mar 2000, pp. 5-26.
- PAULA, J. A. (org., 2003), *A economia política da mudança: os desafios e os equívocos do início do governo Lula*. Belo Horizonte: Autêntica, 2003, 254 p.
- PAULA, L. F. R. & ALVES Jr., A. J. (1999), “Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no real”. *Revista de Economia Política* vol. 19, n. 1, jan-mar 1999, pp. 72-93.
- PAULA, L.F., OREIRO, J.L. & SILVA, G.J. (2003), “Fluxos e controle de capitais no Brasil: avaliação e proposição de política”, in SICSÚ, J., OREIRO, J.L. & PAULA, L.F. (orgs., 2003), *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri: Editora Manole, 2003.
- PIRES DE SOUZA, F.E. (2002), “A redução da vulnerabilidade externa: dilemas, custos e alternativas” in DIAS LEITE, A. & REIS VELLOSO, J. P. (orgs., 2002), *op. cit.*
- PORTELLA FILHO, P. (1994), “Plano Brady – da retórica à realidade”. *Estudos Econômicos*, vol. 24, n. 1, jan/abr 1994, pp. 55-105.
- PRATES, D. M. (1999), “Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico” in FREITAS (org., 1999), *Abertura do sistema financeiro no Brasil nos anos 90*. São Paulo/Brasília: FAPESP/IPEA, 1999, 205 p.
- PRATES, D. M. & FREITAS, M. C. P. (1999), “Emissões brasileiras no mercado financeiro internacional nos anos 90” in FREITAS (org., 1999) *op. cit.*
- REIS VELLOSO, J.P. (1990), “A dívida externa tem solução?” in REIS VELLOSO, J.P. (coord., 1990), *Dívida externa e desenvolvimento*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1990, 114 p.
- REIS VELLOSO, J.P. (coord., 1991), *A modernização do capitalismo brasileiro: reforma do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1991, 148 p.
- SICSÚ, J. (2002), “Flutuação Cambial e Taxa de Juros no Brasil”. *Revista de Economia Política* vol. 22, n. 3, jul/set 2002, pp. 132-137.
- SINGER, P. (1996), “Perspectivas de desenvolvimento da América Latina”. *Novos Estudos CEBRAP* n. 44, março 1996, pp. 133-164.
- TAVARES, M. C. & FIORI, J. L. (orgs., 1997), *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997, 413 p.