

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP**

Adriano Vilela Sampaio

**Liberalização Financeira e Autonomia de Política
Econômica: O caso brasileiro de 1990 a 2007**

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

**São Paulo
2009**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP**

Adriano Vilela Sampaio

**Liberalização Financeira e Autonomia de Política
Econômica: O caso brasileiro de 1990 a 2007**

MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Economia Política sob a orientação da Prof^a Doutora Patrícia Helena Fernandes Cunha

São Paulo
2009

BANCA EXAMINADORA

Autorizo, exclusivamente para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta dissertação por processos de fotocopiadoras ou eletrônicos.

Assinatura: _____ Local e Data: _____

Agradecimentos

Aos meus pais, de quem sempre tive apoio incondicional e confiança irrestrita. Pelos grandes incentivadores que sempre foram e por nunca deixarem de acreditar em mim. Pelo suporte em todos os sentidos, que nunca me faltou e foi fundamental ao longo desta trajetória. À minha irmã, pelo incentivo, confiança e carinho de sempre.

À minha namorada Cecília, por ser uma grande companheira e por dividir e ajudar a superar as dificuldades que a distância nos impôs. Alguém com quem sempre pude dividir as alegrias, angústias e maus momentos e que foi um porto seguro nesses dois anos. Por acreditar tanto em mim e ser uma grande incentivadora e companheira. Pela lealdade, carinho e amor incondicionais.

À toda minha família, avós, tios, tias, primos e primas, que, mesmo que alguns não entendam bem o que seja um curso de mestrado, sempre me apoiaram.

Aos amigos Coró, Pedro e Foca, com quem pude dividir grandes momentos e aprendizados que vão muito além da vida acadêmica. Aos amigos da Unesp, Emílio, Clara e Raphael, com quem tive a felicidade de manter o contato e que tornaram a vida em São Paulo muito mais fácil. Aos amigos do mestrado, Fabiana, Bruno, Jorge, Daiane, Osmar, Guilherme, Estela e Javier, com quem dividi tantos momentos ao longo de todo o curso.

À professora Patrícia Helena Fernandes Cunha, por sua incansável dedicação e entrega. Pela seriedade e rigor acadêmico que contribuíram decisivamente na minha formação como pesquisador. Ao professor Carlos Eduardo Ferreira de Carvalho, pelo constante incentivo à busca pelo novo.

A Capes pelo suporte financeiro.

Resumo

O objetivo deste trabalho é o estudo da autonomia da política econômica brasileira no contexto de crescente mobilidade de capitais e liberalização financeira iniciada a partir dos anos 90. Para tanto, faz-se uma breve apresentação da evolução do sistema financeiro internacional e do debate entre liberalização e controles de capitais na literatura teórica e empírica com o propósito de compreender de que forma o funcionamento do sistema financeiro internacional pode restringir a autonomia de política econômica dos países e se essa restrição é desejável ou não. A análise de trabalhos econométricos que trataram dos impactos da liberalização financeira brasileira mostrou que, dada a divergência dos resultados, não é possível corroborar a hipótese de que a liberalização financeira brasileira trouxe os benefícios apregoados por seus defensores. Em relação aos trabalhos que discutiram a autonomia de política econômica, os resultados não permitiram uma conclusão mais segura. Foi realizado um exercício econométrico para avaliar os impactos da integração financeira, representada pelos fluxos de capitais, sobre a autonomia de política econômica. Os resultados sugerem a perda de autonomia de política econômica no período jan/1995-dez/1998 e que não houve essa perda no período jan/1999-dez/2007 embora os fluxos de capitais tenham se mostrado relevantes na explicação da taxa de juros.

PALAVRAS-CHAVE: Liberalização financeira; controles de capitais; autonomia de política econômica; fluxos de capitais; economia brasileira.

Abstract

The objective of this work is the study of the Brazilian economic policy autonomy in the context of increasing capital mobility and financial liberalization initiated on the 1990s. In order to accomplish our purpose, it is made a brief presentassesation of the evolution of the international financial system and of the debate between liberalization and capital controls on the theoretical and empirical literature with the purpose of comprehending how the functioning of the international financial system may restrict the economic policy autonomy and whether this restriction is desirable or not. The analysis of econometrical papers that tried to assess the impacts of the Brazilian financial liberalization showed that given the divergences of the results, it is not possible to corroborate the hypothesis that the financial liberalization generated the benefits proclaimed by its defenders. About the works that discussed the economic policy autonomy, the results didn't allow a definitive conclusion. It was made an econometrical exercise to assess the impacts of the financial integration, represented by capital flows, over the economic policy autonomy. The results suggest a loss on the economic policy autonomy in the period jan/1995 – dec/1999 and that such loss didn't occur in the period jan/1999 – dec/2007, although the capital flows had been relevants on explaining the interest rate.

KEYWORDS: Financial liberalization; capital controls; economic policy autonomy; capital flows; Brazilian economy.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	1
1. SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL, E AUTONOMIA DE POLÍTICA ECONÔMICA: DE BRETTON WOODS AO PADRÃO DÓLAR FLEXÍVEL.....	4
1.1 - O SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL DE BRETTON WOODS AO PADRÃO DÓLAR FLEXÍVEL	5
1.1.1- <i>A construção do sistema de Bretton Woods</i>	5
1.1.2 - <i>De Bretton Woods ao padrão dólar flexível</i>	7
1.1.3 - <i>O regime do dólar flexível</i>	9
1.2 - LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E CONTROLES DE CAPITAIS: DEFINIÇÕES	12
1.3 A NOVA ORTODOXIA: LIBERALIZAÇÃO DA CONTA DE CAPITAIS	13
1.4 - O DEBATE ENTRE LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E CONTROLES DE CAPITAIS	14
1.4.1 <i>Argumentos a favor da liberalização financeira</i>	14
1.4.2 - <i>Fragilidade externa e instabilidade – Os defensores dos controles de capitais</i>	18
1.4.3 <i>Liberalização financeira e controle de capitais: As evidências empíricas</i> ...	27
1.5 – A AUTONOMIA DE POLÍTICA ECONÔMICA.....	31
2. A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA: REFERÊNCIAS PARA DISCUSSÃO DO CASO BRASILEIRO	37
2.1 - A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL.....	37
2.1.1 – <i>Reintegração e modernização: A necessidade da abertura</i>	38
2.1.2 – <i>Principais etapas da liberalização financeira brasileira</i>	42
2.2 – O DEBATE SOBRE A CONVERSIBILIDADE	46
2.2.1 - <i>A proposta de conversibilidade plena do Real</i>	47
2.2.3 – <i>Críticas à proposta de conversibilidade plena do Real: A hierarquia de moedas</i>	50
2.3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS DOS IMPACTOS DA LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL	53
2.3.1 – <i>Os resultados</i>	54
2.3.2 – <i>Há uma conclusão possível?</i>	57
2.4. LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E AUTONOMIA DE POLÍTICA ECONÔMICA	58
2.4.1 – <i>Os resultados</i>	59
3. OS IMPACTOS DA LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA BRASILEIRA SOBRE A AUTONOMIA DE POLÍTICA ECONÔMICA	61
3.1. A MENSURAÇÃO DA LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E DOS CONTROLES DE CAPITAIS	61
3.1.1 – <i>Principais indicadores</i>	62
3.1.2 – <i>Qual medida é mais apropriada?</i>	66
3.2 – COMO MEDIR A AUTONOMIA DE POLÍTICA ECONÔMICA?	67
3.3. FLUXOS DE CAPITAIS E AUTONOMIA DE POLÍTICA ECONÔMICA NO BRASIL: AS EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS	68
3.3.1. <i>Variáveis – Fontes e tratamento dos dados</i>	68
3.3.2. <i>O modelo VAR</i>	71

3.4 PERÍODO JAN/1995 – DEZ/1998	72
3.4.1. <i>Variáveis selecionadas</i>	72
3.4.2. <i>Análise de estacionariedade</i>	73
3.4.3. <i>Seleção do modelo VAR</i>	77
3.4.4. <i>Causalidade de Granger</i>	78
3.4.5 <i>Análise de decomposição da variância</i>	80
3.4.6. <i>Função impulso-resposta</i>	81
3.4.7 <i>Análise dos resultados: período 01/1995-12/1998</i>	83
3.5 PERÍODO JAN/1999 – DEZ/2007	84
3.5.1 <i>Variáveis selecionadas</i>	84
3.5.2 <i>Análise de estacionariedade</i>	85
3.5.3 <i>Seleção do modelo VAR</i>	86
3.5.4 <i>Causalidade de Granger</i>	87
3.5.5 <i>Análise de decomposição da variância</i>	89
3.5.6 <i>Função impulso-resposta</i>	90
3.5.7 <i>Análise dos resultados: período jan/1999 - dez/2007</i>	91
3.6 À GUIA DE CONCLUSÃO	91
4. CONSIDERAÇÕES FINAIS	93
BIBLIOGRAFIA	97
ANEXO 1	104
ANEXO 2 - SÉRIES TEMPORAIS (01/1995 – 12/2007)	108
ANEXO 3 – TESTES DE ESTABILIDADE	111
ANEXO 4 – MODELOS ESTIMADOS	113

Introdução

O objetivo dessa dissertação é o estudo da autonomia da política econômica brasileira no contexto de crescente mobilidade de capitais e liberalização financeira iniciada a partir dos anos 90. Mais especificamente, como em um ambiente internacional de grande integração e liberalização financeira a autonomia de política econômica de cada país é reduzida e porque isso pode ser prejudicial a eles.

O funcionamento do sistema financeiro internacional e as restrições externas que cada país precisa enfrentar sempre foram fatores de grande importância para o desenvolvimento econômico das nações. Durante o regime de Bretton Woods, a regulamentação financeira era a regra vigente nos países, mas com o seu fim os mercados financeiros foram sendo liberalizados e passaram a ser cada vez mais integrados e interdependentes.

No entanto, com as seguidas crises financeiras ocorridas na década de 1990, particularmente a crise da Ásia em 1997, houve uma retomada da discussão acerca dos reais benefícios e prejuízos oriundos da liberalização financeira. Retomada que foi reforçada pela experiência exitosa de alguns países com o uso de controles de capitais durante a década de 1990, caso de Chile, Malásia, China e Índia¹. Da parte dos defensores desse processo, houve um breve recuo, quando eles passaram defender a cautela e o gradualismo na implementação da abertura, além da necessidade de reformas prévias para fortalecer o sistema financeiro doméstico. Já os que se mostravam favoráveis a restrições na mobilidade de capitais viram nessas crises a oportunidade de discutir as fragilidades a que as economias, especialmente as emergentes, podem se expor ao colocar em prática tal política

Um dos aspectos presentes nesse debate é a questão da autonomia de política econômica de cada país. Enquanto na construção do regime de Bretton Woods houve uma preocupação em restringir a mobilidade de recursos justamente para a manutenção dessa autonomia, no regime seguinte, do dólar flexível, a livre mobilidade de capitais passou a ser um objetivo, e um dos benefícios que ela traria seria exatamente a redução de autonomia de política econômica. Há praticamente um consenso de que uma maior liberdade para a circulação de fluxos internacionais de capitais reduz o grau de

¹ Sendo que Chile e Malásia retomaram o uso desses instrumentos após os abandonarem, enquanto China e Índia sempre os mantiveram.

autonomia de política econômica, as divergências se dão acerca dos benefícios ou prejuízos que ela pode acarretar.

A relação da autonomia de política econômica com o funcionamento do sistema financeiro internacional é de fundamental importância, já que as características do sistema podem propiciar ou não condições para que tal autonomia seja preservada. Mais especificamente, em um sistema onde o objetivo é proporcionar livre mobilidade de recursos, a autonomia é constrangida frente aos severos impactos que movimentações de grandes volumes de recursos podem ter para os países.

No Brasil, a liberalização financeira se iniciou no fim da década de 1980, com a eliminação gradual das normas que restringiam a movimentação de capitais, processo que se intensificou a partir da adoção do Plano Real. E como em outros países que promoveram a liberalização da conta de capital, ainda há muitas dúvidas acerca de seus reais benefícios.

Além desta introdução, esta dissertação é composta de três capítulos e das considerações finais. No primeiro capítulo é feito um estudo da evolução histórica do sistema financeiro internacional desde o regime de Bretton Woods até os dias atuais, com foco na mobilidade de capitais e nas conseqüências das mudanças ocorridas para a autonomia de política econômica dos países. Para esse estudo é realizada também uma apresentação das definições dos conceitos mais relevantes e do debate entre autores que defendem a liberalização financeira como melhor forma de integração ao sistema financeiro internacional e os que argumentam que os problemas advindos desse processo (como a maior volatilidade dos fluxos e uma maior sujeição às instabilidades internacionais) superam seus benefícios e por isso a movimentação de fluxos internacionais deve ser restringida. Por último, há a discussão em torno da questão da autonomia de política econômica, tanto no que se refere às condições para que cada país a exerça em um contexto de alta mobilidade de capitais quanto à necessidade e benefícios de sua manutenção.

O segundo capítulo trata do processo de liberalização financeira posto em prática no Brasil no fim da década de 1980. São apresentados alguns dos argumentos que justificariam sua implementação e é feita uma análise de suas principais etapas. É analisado também o debate mais recente em torno da proposta de conversibilidade plena da moeda nacional. Ao final, há a discussão de trabalhos que tiveram como objetivo estudar empiricamente os impactos desse processo, de forma a avaliar se eles fornecem

evidências que apontam para impactos benéficos ou perversos nas variáveis selecionadas.

No último capítulo é realizado um exercício econométrico cujo objetivo é avaliar os impactos da liberalização financeira brasileira sobre a autonomia de política econômica através de um modelo de vetores auto regressivos (VAR). Antes, há uma discussão acerca das diferentes maneiras de se mensurar a liberalização financeira e os controles de capitais, uma importante questão envolvendo os trabalhos econométricos dessa área.

1. Sistema financeiro internacional, e autonomia de política econômica: de Bretton Woods ao padrão dólar flexível

“Boom-and-bust cycles are hardly a sideshow or a minor blemish in international capital flows; they are the main story” (Rodrik, 1998, p.56).

Segundo Medeiros e Serrano (2000), o desenvolvimento e o crescimento econômico dos países sempre estiveram ligados às suas restrições externas. Em cada período histórico pode-se destacar dois determinantes da natureza dessa restrição: o funcionamento geral do sistema monetário internacional, particularmente a forma pela qual o país central opera o padrão monetário internacional e a orientação geopolítica da potência (ou potências) dominante.

O sistema financeiro internacional engloba o mercado monetário (caracterizado por três requisitos básicos: o regime de taxas de câmbio, o regime de reservas e as obrigações de ajustamento), de crédito e de capitais.

Neste capítulo é discutida a questão da autonomia de política econômica frente ao funcionamento do atual sistema financeiro internacional. Primeiramente é feita uma análise das transformações deste sistema desde o regime de Bretton Woods até o vigente, o chamado padrão dólar flexível. O objetivo é mostrar como a autonomia de política econômica era vista em cada sistema, como essas visões influenciaram a construção e o funcionamento de cada um deles (especialmente no que se refere à mobilidade de capitais) e como o funcionamento desses regimes a influenciou.

Após essa análise, passa-se para o debate entre os defensores da liberalização financeira e os que defendem restrições à mobilidade de capitais. Primeiramente são apresentados os argumentos dos que vêem os mercados como agentes mais eficientes na alocação de recursos e por isso defendem a livre mobilidade de capitais, mas pregam

uma liberalização financeira cuidadosa e gradual. Depois, os argumentos dos que defendem intervenções no seu funcionamento, dada a instabilidade e propensão à crises do sistema financeiro internacional. É feita, então, uma divisão dentro dessa linha, entre os que vêem o uso de controles de capitais como um *second best problem* e os que argumentam que a incerteza que permeia o funcionamento desses mercados leva à necessidade de controles de capitais de forma permanente e que a solução para essas instabilidades também passa pela reforma da arquitetura financeira internacional. E, é feita ainda uma breve análise de *surveys* que trataram de trabalhos empíricos envolvendo o tema. O objetivo foi mostrar um outro aspecto de debate.

Por fim, discute-se mais a fundo a questão da autonomia de política econômica, destacando como ocorre sua limitação frente aos problemas apontados na seção anterior e a importância de sua manutenção.

1.1 - O sistema financeiro internacional de Bretton Woods ao padrão dólar flexível

1.1.1- A construção do sistema de Bretton Woods

1.1.1.1 Em busca de um novo sistema

Ainda em meio à segunda guerra mundial, os países desenvolvidos se viram na necessidade de estabelecer um novo sistema financeiro internacional. A idéia era criar um sistema que permitisse superar as restrições impostas pelos sistemas conhecidos, o padrão ouro e o de desvalorizações cambiais competitivas.

Esses sistemas impunham restrições não só ao comércio internacional, como à operação das economias domésticas. Assim, o objetivo era criar um sistema que propiciasse a retomada e a expansão do comércio internacional e que permitisse a adoção de políticas voltadas para a busca do pleno emprego e do crescimento econômico.

Nas reuniões que deram origem ao regime de Bretton Woods, as discussões se deram em torno de duas propostas, a da Inglaterra, elaborada sob o comando de John Maynard Keynes (Plano Keynes) e a dos EUA, sob o comando de Harry Dexter White (Plano White). Apesar de serem consideravelmente diferentes, ambas compartilhavam “a esperança de que a reconstrução das relações econômicas pudesse ser realizada de modo a coordenar esforços da comunidade internacional na busca do pleno emprego e da prosperidade continuada” (Carvalho, 2004a, p.1).

Políticas domésticas poderiam ser insuficientes na busca do pleno emprego e do crescimento econômico, por isso era preciso criar um sistema internacional com instituições e regras que não impusesse restrições a adoção de políticas voltadas para esses fins, como ocorria no período anterior à 2ª Guerra Mundial. (*Ibid*, p.4)

1.1.1.2 O Plano Keynes

Keynes defendia um sistema em que houvesse uma ampla cooperação internacional em matéria monetária. Propôs a criação de uma União Internacional de Compensações (UIC), que seria uma espécie de banco central (BC) dos bancos centrais e de uma moeda mundial (o *bancor*), que seria usada somente entre BCs para pagamentos internacionais e funcionaria como moeda de reserva do sistema.

A idéia era estruturar um sistema que permitisse a simetria entre países deficitários e superavitários, de modo que ambos arcassem com os custos de ajustes nos balanços de pagamentos dos países. Apesar de prever juros maiores se um país solicitasse recursos de forma recorrente à UIC, o Plano Keynes não considerava a necessidade de condicionalidades, preservando, assim, a autonomia das políticas domésticas de cada país.

O uso de controles de capitais seria de livre escolha de cada país, mas Keynes via isso como inevitável no caso da Inglaterra, para impedir especulações cambiais, fuga de capitais por motivos políticos, mas principalmente, para que não se perdesse o controle sobre a taxa interna de juros (Keynes, 1984, p.203).

Keynes já defendia o uso de controles de capitais desde sua obra “*A Treatise on Money*” de 1930 como meio de reduzir pressões deflacionárias. Nesse livro ele argumenta que o objetivo central da política monetária deveria ser a manutenção de uma taxa de juros compatível com o pleno emprego e que isso não seria possível com o livre fluxo de capitais (Skidelsky, 2002, p.191).

1.1.1.3 O Plano White

O Plano White previa a criação de um fundo internacional de estabilização, que viria a ser o Fundo Monetário Internacional (FMI), e de um banco internacional, que viria a ser o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD ou Banco Mundial). O primeiro teria a função de manter o bom funcionamento do sistema monetário e de crédito internacionais e promover a restauração do comércio internacional e o Banco ficaria responsável por fornecer o grande volume de capitais

necessário para a reconstrução e recuperação econômica dos países destruídos pela Guerra.

Não haveria uma moeda mundial, as moedas seriam lastreadas em ouro e teriam livre conversibilidade para esse metal. E o Fundo Monetário Internacional (FMI) serviria somente como fonte de liquidez de emergência, dispondo de recursos limitados. O fundo previsto no plano White teria menos poder que a UCI de Keynes. No caso do ajuste por parte dos países superavitários, o fundo só poderia pressioná-los a gastar ou investir seus superávits, no caso dos deficitários ele teria o poder de impor e supervisionar políticas de ajuste².

Essa proposta também previa o uso de controles de capitais, embora estes não fossem vistos com tanta importância como no Plano Keynes. Outro ponto em comum entre as duas propostas era que o aumento do emprego e da renda era visto como um pré-requisito para a expansão do comércio mundial.

O plano aprovado foi basicamente o dos EUA, o que já refletia a nova configuração geopolítica mundial, com os EUA se consolidando definitivamente como a potência hegemônica do mundo capitalista.

1.1.2 - De Bretton Woods ao padrão dólar flexível

1.1.2.1 O funcionamento do sistema

Ao fim da Guerra, os EUA detinham aproximadamente 2/3 das reservas mundiais de ouro, sendo, portanto, o único país com condições de garantir a conversibilidade de sua moeda, o que inviabilizaria a própria proposta norte-americana de que todas as moedas tivessem lastro em ouro. Dessa forma, o dólar passou a ser a moeda-chave do sistema, funcionando como meio de pagamento internacional, unidade de conta nos contratos e nos preços dos mercados internacionais e reserva de valor. A cotação das demais moedas seria dada com base no dólar, caracterizando um padrão dólar-ouro.

O funcionamento do sistema financeiro internacional durante o regime de Bretton Woods foi caracterizado por taxas de câmbio fixas, mas ajustáveis, limitada mobilidade de capitais e a existência de uma instituição multilateral com função de auxiliar os países em seus problemas de balanço de pagamentos. A regulamentação financeira era a regra vigente nos países, que faziam uso extensivo dos controles de

² No Plano Keynes a UCI teria poder para impor condições também aos países superavitários, de forma a garantir a liquidez mundial e não criar pressões contractionistas no sistema.

capitais e de políticas keynesianas, que tinham como objetivo estimular a economia através do crédito dirigido ao setor produtivo, buscando o pleno emprego.

Segundo Eichengreen (2000), a função dos controles de capitais era a de conciliar a estabilidade do câmbio com objetivos de curto prazo como a reconstrução do pós-guerra e de longo prazo como a busca do pleno emprego. Os controles eram essenciais para o regime de taxas de câmbio fixas e ajustáveis, pois relaxavam o vínculo entre as condições financeiras externas e internas, dando liberdade aos governos para buscar objetivos domésticos sem comprometer a estabilidade do câmbio.

1.1.2.2 A derrocada de Bretton Woods

O fim do regime de Bretton Woods é comumente atribuído ao chamado dilema de Triffin³. Segundo esse dilema, em um sistema internacional baseado em uma moeda nacional, o país emissor tem que incorrer em déficits em conta corrente de forma a prover a liquidez necessária para o crescimento econômico, no entanto, isso faz com que haja uma perda de confiança na moeda. De acordo com o dilema haveria ou uma crise de liquidez (e conseqüentemente baixo crescimento) ou de confiança no sistema. Então, para que o sistema funcionasse corretamente os EUA, como provedor da moeda de referência mundial, não poderiam incorrer em déficits maciços em conta corrente (o que aumentaria suas obrigações líquidas em relação ao ouro) e nem desvalorizar sua moeda.

No início da vigência do novo regime, os Estados Unidos tinham saldo comercial e em conta corrente positivos. Mas a política adotada na guerra fria, de apoiar maciçamente a reconstrução e o desenvolvimento dos países capitalistas, fez com que, via ajuda, empréstimos e investimento direto, os Estados Unidos passassem a apresentar crescentes déficits no balanço de pagamentos.

Esses déficits levaram à necessidade de uma desvalorização do dólar, no entanto tal desvalorização poderia significar a perda de seu papel de detentor moeda-chave do sistema e, conseqüentemente, o fim do privilégio de emissão da moeda internacional. A solução encontrada foi decretar a inconvertibilidade do dólar (1971), abrindo espaço para sua posterior desvalorização. A partir daí, os países passaram a abandonar o regime de câmbio fixo e a adotar o de taxas flutuantes. Em 1976, nos acordos de Kingston (Jamaica), é institucionalizada a flutuação das moedas, abolido o preço oficial do ouro e

³ Para uma visão contrária ver Serrano (2002).

estabelecida a proibição de os países estabelecerem paridade em ouro. A declaração da inconvertibilidade do dólar em ouro (1971) pode ser considerada o fim do regime de Bretton Woods, fim que foi “oficializado” pelos acordos de Kingston.

Em 1979, em uma reunião do FMI, houve uma pressão dos países membros pela adoção de um novo padrão monetário internacional, em que o dólar perderia seu papel de moeda-chave. Isso representaria uma séria derrota para os EUA, já que ao perder a função de emissores da moeda mundial, eles perderiam o privilégio de não enfrentarem qualquer tipo de restrição externa. Os EUA tomaram, então, medidas drásticas, entre elas um aumento radical nas taxas de desconto do Federal Reserve Bank (FED) e a imposição de controles creditícios compulsórios.

Como reflexos dessas medidas tivemos o início de uma recessão nos EUA e a valorização do dólar. Houve também uma interrupção dos fluxos que sustentavam o euromercado, o que levou a uma grande contenção de crédito, deixando os países devedores (especialmente os da periferia capitalista e os socialistas) em uma situação muito delicada. Mas o objetivo principal foi atingido:

(...) restaurando a centralidade do dólar no sistema monetário internacional e a autoridade do *Federal Reserve* sobre os movimentos de capital, os Estados Unidos passaram a atuar não apenas como banqueiro do mundo e câmara de compensação das operações de débito e crédito internacionais, mas como banco central da economia mundial. (TEIXEIRA, 2000, p.9)

De acordo com Medeiros e Serrano (2000), essas mudanças marcam o início de um novo regime monetário, o do dólar flexível, em que a moeda central do sistema é inconvertível, puramente fiduciária. Dentro desse novo padrão, os EUA ainda têm a vantagem de poder incorrer em déficits no balanço de pagamentos, ou seja, há a eliminação completa de sua restrição externa, já que seu passivo externo líquido é composto de obrigações denominadas em dólares e inconvertíveis.

1.1.3 - O regime do dólar flexível

1.1.3.1 As características do novo sistema

Com o fim do regime de Bretton Woods, os mercados financeiros passaram a ser cada vez mais integrados e interdependentes, fenômeno conhecido por globalização ou

mundialização financeira⁴. Entre os fatores que tiveram grande importância nesse processo estão a criação do mercado de eurodólares⁵ (precursor do processo de desregulamentação financeira), a liberalização e desregulamentação dos sistemas financeiros nacionais, as inovações financeiras, o desenvolvimento tecnológico e a emergência dos investidores institucionais.

De acordo com Chesnais (2005), a desregulamentação financeira iniciou-se no mercado cambial, com a eliminação dos controles de capitais que permitiram a abertura dos sistemas financeiros nacionais para o exterior. A partir do fim da década de 1970, os EUA, posteriormente a Inglaterra e num terceiro momento os demais países desenvolvidos iniciaram um processo de liberalização e desregulamentação de seus mercados financeiros. Nos países emergentes tal processo foi posto em prática a partir do final da década de 1980. Junto com a desregulamentação vieram a desintermediação bancária, que resultou no crescimento da oferta de crédito por instituições não bancárias e a descompartmentalização interna e externa. A descompartmentalização interna refere-se à remoção de barreiras que impediam os bancos de atuar em diferentes segmentos do sistema financeiro e a externa à liberalização dos mercados de câmbio, abertura do mercado de títulos públicos aos operadores estrangeiros e a abertura da Bolsa às empresas estrangeiras.

A criação de novos instrumentos financeiros permitiu a operação das instituições financeiras cada vez mais à margem das regulamentações dos BCs. Com isso, a capacidade desses órgãos de controlar a liquidez foi reduzida consideravelmente.

O sistema pós Bretton Woods (ou dólar flexível) pode ser caracterizado pela predominância de regimes de câmbio flutuante (livre ou administrado) e grande mobilidade de capitais (fruto da liberalização financeira). O sistema financeiro internacional caminhou para um ambiente cada vez mais desregulamentado e integrado, e as transações financeiras foram se “livrando” cada vez mais de regras e limitações, experimentando um aumento expressivo de seus volumes⁶.

Essas mudanças permitiram a emergência de agentes econômicos que se tornariam um elemento característico desse novo sistema, os investidores

⁴ Alguns dados ilustram bem esse processo, enquanto em 1990 os investidores estrangeiros detinham 7% dos títulos privados, 11% dos títulos públicos e 9% das ações em mais de cem países, em 2006 essas proporções passaram para 21%, 31% e 27% respectivamente (McKinsey Global Institute, 2008, p. 73).

⁵ O mercado de eurodólares, criado em 1958 na *City* de Londres, era uma espécie de mercado *offshore*, um mercado interbancário de capitais registrados em dólares. Esse mercado tinha estatuto próprio estando, portanto, livre dos controles sobre movimentações de capitais vigentes na maioria dos países.

⁶ Em 1980, o volume de ativos financeiros globais era de US\$12 trilhões, equivalente a 109% do PIB global e de US\$167 trilhões ou 346% do PIB global em 2006. (McKinsey Global Institute, 2008, p.10)

institucionais⁷. Ao mesmo tempo em que o seu surgimento se deu pelas transformações ocorridas dentro do novo regime, o aumento de sua importância, dado o enorme volume de recursos que estes passaram a controlar, contribuiu para essas mudanças.

A avaliação do investimento pelos investidores institucionais é feita através da comparação de sua rentabilidade com outras formas de aplicação, estabelecendo um retorno mínimo para o capital investido. Outra característica importante desses agentes é a demanda por ativos líquidos, de forma que eles possam se desfazer rapidamente de aplicações com retorno abaixo do exigido. Assim, a existência de mercados secundários líquidos é fundamental para a ação de investidores dessa natureza. Com imensas quantidades de recursos em mãos e ativos líquidos, os investidores institucionais detêm grande poder de pressão, tanto sobre as empresas quanto sobre países.

Isso é mais grave no caso dos países em desenvolvimento, já que estes são mais suscetíveis à fuga de capitais não relacionadas aos fundamentos políticos e/ou econômicos. Dada a magnitude de seus recursos e o seu comportamento, os investidores institucionais contribuíram para a grande volatilidade dos movimentos de capitais que passou a predominar nesses países. A decisão de retirada de recursos por um único grande investidor passou a ser um fator com poder para desencadear graves crises. Ainda que dotados de poder financeiro suficiente para gerar instabilidade e volatilidade no sistema como um todo, esse comportamento descrito não ficou restrito aos investidores institucionais, passando a ser o predominante na maioria dos agentes relevantes.

Assim, quanto maior for o grau de abertura financeira das economias periféricas, mais estarão sujeitas às bruscas mudanças de humores dos investidores estrangeiros levando à acentuada e, por vezes, nefasta volatilidade de suas principais variáveis financeiras (Farhi, 2006, p.154).

1.1.3.2 – Anos 2000 – Acumulação de reservas e mobilidade de capitais

É importante destacar uma mudança relevante ocorrida no desenho do sistema financeiro internacional a partir do início dos anos 2000. Após as crises financeiras que marcaram a década de 1990⁸, os países emergentes buscaram formas de reduzir sua vulnerabilidade externa, sobretudo pela acumulação de expressivos volumes de reservas internacionais. Com essas reservas eles passaram a ser importantes financiadores dos

⁷ Fundos de pensão, fundos mútuos, seguradoras, *hedge funds*.

⁸ Principalmente a crise da Ásia em 1997.

países desenvolvidos, especialmente os EUA, que vem apresentando déficits externos de grande magnitude.

Apesar dessa significativa mudança na relação entre países desenvolvidos e emergentes, em que os últimos deixaram de ser importadores de capital, os aspectos centrais da presente análise, a livre mobilidade de capitais e a grande volatilidade dos fluxos, permaneceram inalterados em relação ao padrão dólar flexível. Além disso, o dólar continua sendo a moeda central do sistema⁹ e sem a necessidade de ter um lastro em ouro, ou seja, continua flexível¹⁰.

1.2 - Liberalização financeira e controles de capitais: definições

Antes de passar para o debate propriamente dito é importante definir alguns conceitos que são usados nesse trabalho.

Liberalização ou abertura financeira é entendida aqui como a remoção ou redução de entraves legais para a obtenção de ativos e passivos denominados em moeda estrangeira por parte dos residentes, além da permissão do acesso de não-residentes ao mercado financeiro doméstico (Prates, 1999). Ou simplesmente o relaxamento das regras que impedem a livre movimentação de capitais entre os países. É tratada aqui como sinônimo de abertura ou conversibilidade da conta de capitais¹¹.

É importante fazer a distinção entre abertura e integração financeira. Integração financeira pode ser entendida como o volume de fluxos de capitais de um país com o resto do mundo. A abertura pode até ser um passo para a integração, mas não necessariamente a promove.

Os controles de capitais são tratados aqui como instrumentos que restringem a movimentação de fluxos de capitais entre sistemas financeiros de diferentes países. Por ser um conceito muito amplo, vale destacar alguns de seus tipos.

Segundo Jomo (2001) há diferentes tipos de medidas de controles de capitais e suas conseqüências variam de acordo com a natureza desses instrumentos. Eles podem ser definidos de acordo com os tipos de transações que afetam e pela sua natureza.

⁹ O que fica evidenciado pelo comportamento dos investidores na crise do *subprime* (2007) quando, apesar dos EUA serem o epicentro da crise, esses agentes buscaram segurança e liquidez justamente no dólar e em títulos do governo norte americano.

¹⁰ Não há aqui a pretensão de discutir as características mais recentes do sistema financeiro internacional, para isso ver Dooley, Folkerts-Landau e Garber (2003;2004) e Biancareli, Cunha e Prates, (2007)

¹¹ conversibilidade da conta de capitais é, no entanto, diferente de conversibilidade da moeda, cuja definição encontra-se no capítulo dois.

Os controles podem ser sobre a entrada ou a saída de fluxos e incidir de formas distintas sobre diferentes tipos de fluxos, levando em conta principalmente a expectativa de sua permanência no país.

Em relação à sua natureza, podem ser mecanismos de incentivos ou desincentivos de mercado, ou seja, cobranças de impostos diferenciados de acordo com fluxos ou movimentações específicas. Também são chamados de controles de mercado ou indiretos. Ou podem ser quantitativos (também chamados de administrativos ou diretos), estes limitam ou proíbem certos tipos ou volumes de transações mesmo que os agentes estejam dispostos a realizá-las a custos maiores. Os controles do primeiro tipo são considerados *market-friendly*, já que utilizam mecanismos de mercado para privilegiar ou desincentivar tipos específicos de fluxos ou transações (Carvalho e Sicsú, 2004; Jomo, 2001).

Há ainda uma distinção importante feita por Carvalho e Sicsú (2004) entre controles permanentes e temporários. Os primeiros são parte de uma estratégia de política que considera os ganhos esperados da liberalização financeira como inferiores às perdas ou aos riscos que ela acarreta. Os temporários podem ser tanto instrumentos de transição até que a economia alcance as condições necessárias para promover a liberalização financeira, quanto instrumentos de administração de crises (como um controle sobre saídas para impedir fuga de capitais) ou ainda para objetivos específicos, como evitar a sobrevalorização cambial em um momento de grandes entradas de capitais.

1.3 A nova ortodoxia: liberalização da conta de capitais

Se na construção do sistema de Bretton Woods houve uma grande preocupação em controlar os fluxos de capitais, no regime surgido após sua derrocada, o do dólar flexível, a idéia predominante passou a ser a de que a mobilidade de capitais era algo desejável e por isso os países deveriam remover as barreiras que impediam sua livre circulação. Apesar desse novo sistema não ter tido uma construção planejada¹² como o de Bretton Woods, alguns personagens são importantes para explicar como foi atingida essa nova configuração, entre eles os EUA e o FMI. Os EUA porque foram o primeiro a promover a desregulamentação de seu sistema financeiro, em um processo que se impôs como paradigma ao resto mundo (CINTRA, 1997). E o FMI porque exerceu forte

¹² O que não quer dizer que essa construção foi espontânea, apenas que não houve um processo de discussões entre os principais países para a determinação de regras.

pressão sobre os países em desenvolvimento para que eles promovessem a liberalização financeira. Como durante toda a década de 1990 vários desses países precisaram recorrer aos empréstimos do FMI, essa pressão pôde ser posta em prática sob formas de condicionalidades.

Essa foi a posição que passou a predominar entre os países mais representativos e o FMI, tornando-se uma nova ortodoxia¹³. Entretanto, após os graves acontecimentos da crise da Ásia em 1997, houve o reconhecimento do FMI, de que a proposição favorável à liberalização financeira era fundamentada mais em uma opinião *a priori* do que em trabalhos de pesquisa conduzidos nessa área (Carvalho e Sicsú, 2004). E isso levou a um breve recuo de sua posição, conforme é exposto posteriormente.

1.4 - O debate entre liberalização financeira e controles de capitais

Embora o debate acerca dos benefícios e prejuízos causados pela liberalização financeira envolva diversos aspectos específicos, pode-se dizer que, em linhas gerais, a divergência se dá em torno da aceitação ou rejeição do mercado como agente mais eficiente na alocação de recursos e capaz de assegurar posições de equilíbrio que maximizem o bem estar. Ou, em outras palavras, entre a hipótese dos mercados eficientes (HME) e a hipótese dos mercados imperfeitos (HMI) (Carvalho, 2004b). Em geral, os que aceitam a primeira proposição defendem a eliminação das restrições aos movimentos de capitais, pois dessa forma os agentes poderiam promover uma melhor alocação de recursos. Para os que vêem o mercado como um agente ineficiente, um grau elevado de liberdade de movimentação de fluxos aumenta a vulnerabilidade externa (especialmente dos países em desenvolvimento) e pode dar margem à ocorrência de fenômenos como o comportamento de manada (*herd behavior*) e as profecias auto-realizáveis. Assim, seria necessária a implementação de controles sobre os fluxos de capitais.

1.4.1 Argumentos a favor da liberalização financeira

Aqui são expostos alguns dos argumentos utilizados por autores que vêem a liberalização financeira como algo desejável e positivo, mas que admitem que ao colocar em andamento tal processo os países se tornam mais vulneráveis às

¹³ Em contraposição à anterior, a de restrição da mobilidade de capitais.

instabilidades internacionais. Para os autores dessa linha, no entanto, isso ocorre por conta de fragilidades dos próprios países e não da liberalização em si.

Entre os argumentos favoráveis à liberalização financeira está a idéia de que ela promove uma melhor alocação de recursos. Com a livre mobilidade de capitais, os investidores podem aplicar recursos nos países que proporcionem os maiores retornos. Sendo a produtividade marginal do capital maior onde sua intensidade é baixa, como nos países em desenvolvimento, os fluxos tendem a migrar para esses países, aumentando suas disponibilidades de poupança¹⁴. Esse aumento na oferta de recursos levaria à uma queda da taxa de juros, estimulando o crescimento e, conseqüentemente, o crescimento econômico.

A liberalização financeira também seria capaz de amenizar os ciclos de consumo. Em momentos de queda da renda interna o país pode recorrer à poupança externa para sustentar o consumo, de forma que sua queda seja menor que a da renda.

Outro argumento utilizado por seus defensores é que a conversibilidade poderia levar a uma maior eficiência do sistema financeiro doméstico, já que o expõe à concorrência estrangeira e porque os investidores e instituições estrangeiras seriam mais resistentes a corrupção que os locais (Carvalho e Sicsú, 2004).

Além disso, a abertura da conta de capitais seria um processo inevitável. Dado o grande desenvolvimento tecnológico (especialmente nas áreas de informática e telecomunicações) e o surgimento de diversos tipos de instrumentos financeiros, os agentes poderiam “driblar” qualquer tentativa de controles sobre as movimentações de recursos. A eficiência desses instrumentos seria, na melhor das hipóteses, temporária, mesmo que funcionassem em um primeiro momento, os agentes acabariam descobrindo formas de contorná-los. Isso seria ainda mais válido nos casos em que os controles estão sendo usados para permitir políticas inconsistentes, como a manutenção de uma taxa de câmbio percebida como insustentável. Dessa forma, os únicos efeitos que uma imposição de controles teria seriam a criação de custos administrativos e possibilidade de favorecimentos e corrupção. Forbes (2005b) também chama a atenção para o fato dos controles provocarem distorções no comportamento de firmas e indivíduos que

¹⁴ Em uma investigação empírica envolvendo 146 países no período 1980-2007, Damasceno (2008b) encontrou evidências que contrariam essa proposição. Os resultados indicam que os fluxos de capitais fluem, em termos líquidos, dos países em desenvolvimento para os desenvolvidos e que diferenças nas estruturas institucionais e no estoque de capital humano não explicam esse padrão.

modificam seus processos de tomada de decisão para minimizar os custos dos controles ou até mesmo evadi-los.

De acordo com Fischer (2002), a experiência histórica mostra que, apesar dos países desenvolvidos terem utilizado controles de capitais, eles acabaram os abandonando. Isso ocorreu porque perceberam que com um sistema financeiro doméstico bem desenvolvido eles estavam prontos para promover a integração financeira internacional e poderiam se beneficiar dela. Conclui, então, que a liberalização financeira é uma etapa inevitável do processo de desenvolvimento dos países. Ou seja, após certo grau de desenvolvimento os países acabam promovendo essa abertura.

Mesmo conhecendo os supostos benefícios da liberalização financeira e a vendo como um processo irreversível e inevitável, seus defensores reconhecem que em alguns países ela levou à ocorrência de crises. No entanto, defendem que elas são decorrentes não do processo em si, mas da maneira como ele foi realizado. Atribuem a ocorrência dessas crises às distorções e fragilidades dos sistemas financeiros domésticos dos países atingidos pelas crises.

It is not financial liberalization that is at the root of the problem but rather weak management in the financial sector and inadequate prudential supervision and regulation, whose consequences are magnified by liberalization. (EICHENGREEN *et al.*, 1999, p.5).

Houve o reconhecimento de que a defesa da liberalização financeira se baseava mais em preceitos ideológicos, a idéia geral do mercado como agente eficiente na alocação de recursos, que em estudos teóricos e empíricos. Da mesma forma que nos mercados de bens e serviços, nos mercados financeiros a intervenção governamental levaria a uma redução de sua eficiência e do bem estar da sociedade. Menos que uma mudança, houve um breve recuo na defesa da abertura da conta de capitais, um reconhecimento de que a proposição da liberalização financeira como instrumento de aceleração do crescimento necessitava de uma melhor fundamentação.

Mesmo o FMI, que tem um discurso favorável à liberalização financeira, reconhece que a livre movimentação de capitais pode trazer complicações para os países: “(...) *the inflows also create important challenges for policymakers because of their potential to generate overheating, loss of competitiveness, and increased*

vulnerability to crisis.” (IMF, 2007, p. 105)¹⁵. O FMI pode ser considerado um representante dessa linha, que reconhece as fragilidades as quais os países se expõem mas as atribuem aos próprios países.

Fischer (2002, p.39) reconheceu que as crises dos anos 1990 foram um sinal de que o sistema financeiro internacional não funciona tão bem quanto deveria.

As the Mexican crisis developed, and as the Asian crisis intensified, it was easy to conclude that the capital markets were too powerful and too volatile, that contagion was excessive, and that they failed to discriminate appropriately among different levels of performance.

Atualmente prevalece a idéia de que um sistema financeiro doméstico bem desenvolvido, com forte supervisão e regulação prudencial é condição necessária para que um país abra sua conta de capitais sem ficar vulnerável a crises. Assim, somente em países onde essas condições estiverem presentes os benefícios da liberalização financeira superarão seus custos. Além disso, foi reconhecida a necessidade de cautela e gradualismo ao se iniciar a remoção dos controles.

Durante o processo de abertura algumas medidas prudenciais, como a limitação do endividamento externo pelas instituições financeiras, são recomendáveis. O próprio FMI admitiu que alguns tipos de controles, como os destinados a controlar as entradas de capitais de curto prazo podem ser úteis (Fischer, 2002). No entanto, apesar desse recuo em sua posição, não autorizou nenhum país a reinstalar controles para que as reformas pudessem ser implementadas (Carvalho e Sicsú, 2004).

Em suma, controles de capitais não poderiam ser utilizados como uma forma de isolamento da economia para que os governos pratiquem políticas “irresponsáveis”, ou como forma de defender uma determinada paridade cambial¹⁶. Controles temporários, específicos para alguns tipos de fluxos e utilizados como instrumentos de prevenção às instabilidades poderiam ser úteis enquanto as reformas necessárias não fossem

¹⁵ Além disso, na assembléia anual do FMI de 1997, foi aprovada a remoção do artigo que permitia a adoção de controles de capitais e foi firmado o compromisso com a conversibilidade da conta de capitais. Mas após a crise da Ásia essa iniciativa não avançou (Carvalho e Sicsú, 2004).

¹⁶ Tanto que quando a Malásia adotou controles sobre saídas em 1997 para frear a desvalorização de sua moeda, o ringgít, as agências de riscos rebaixaram seu *rating* ou até a excluíram de seus índices (Aryioshi *et al.*, 2000). Além disso, quando a Colômbia, em 2007, impôs, entre outras medidas, a obrigação de um depósito não remunerado de 40% sobre a entrada de investimentos de portfólio (extintas em setembro de 2008) para conter a apreciação cambial, ela foi criticada por ter adotado medidas consideradas *market unfriendly* (Batista Jr., 2007).

concluídas¹⁷. Além disso, a prática de políticas macroeconômicas “consistentes¹⁸” é fundamental para que o país desfrute dos benefícios propiciados pela liberalização. Ou seja, ainda que admitam que a liberalização financeira pode ser um fator de instabilidade para as economias, o “saldo” final ainda seria positivo, desde que cada país disponha das condições adequadas para colocar em prática tal processo.

Mas muitos autores questionam a idéia de que a prática de políticas macroeconômicas saudáveis e o fortalecimento do sistema financeiro doméstico sejam uma garantia contra as instabilidades propiciadas pela liberalização financeira. Esse é um dos argumentos dos autores que pregam a necessidade da redução da mobilidade de capitais.

1.4.2 - Fragilidade externa e instabilidade – Os defensores dos controles de capitais

De acordo com autores que aceitam a HMI, as reformas domésticas não seriam suficientes para propiciar uma integração segura, especialmente no caso dos países em desenvolvimento. Rodrik (1998) afirma que os defensores da liberalização financeira sempre encontram um erro nas políticas de países que sofreram crises financeiras como forma de justificar as instabilidades. A correção dessa falha (ou falhas) torna-se então o “antídoto da moda” para que o país se integre com segurança ao sistema financeiro internacional. O “antídoto” de hoje é “*strengthening the domestic financial system and improving prudential standards. Tomorrow’s is anybody’s guess (Ibid, p. 59)*. Ou seja, sempre haverá um erro que justificará a ocorrência de crises, negligenciando a questão central, as falhas de mercado decorrentes do próprio funcionamento do sistema financeiro internacional.

Essas falhas de mercado, imperfeições inerentes ao funcionamento do sistema financeiro internacional que o tornam tão volátil, fazem com que muitas vezes as movimentações de recursos não sejam fruto das mudanças nos chamados fundamentos das economias. Como destaca Rodrik (1998, p.14): “(...) although fundamentals surely

¹⁷ Mas há alguma divergência quanto ao *timing* da liberalização. Forbes (2005a), por exemplo, afirma que os países não precisam esperar as reformas serem concluídas para promover a abertura de sua conta de capitais. Uma abertura feita em fases, iniciada pelos investimentos diretos, criaria uma pressão de competitividade e disciplina sobre a economia que aceleraria o processo de reformas. Dessa forma, o país não precisaria esperar anos ou mesmo décadas até que as reformas (que não são triviais) estivessem concluídas para desfrutar dos benefícios da liberalização financeira.

¹⁸ Geralmente entendidas como políticas que priorizavam o combate à inflação (mesmo às custas de um menor crescimento) e a geração de superávits primários para honrar dívidas.

underlie every financial crisis in at least some small way, the magnitude of the crises are often incommensurate with any plausible change in the fundamentals”.

Uma diferença importante dessa linha para a primeira é a percepção acerca das particularidades dos mercados financeiros que os diferenciam dos mercados de bens e serviços. Para Carvalho e Sicsú (2004, p. 172) a incompletude dos mercados faz com que os benefícios citados pelos defensores da liberalização financeira dificilmente sejam atingidos. Essa incompletude leva a previsões incorretas de preços futuros e a decisões ineficientes. Além disso, no mercado financeiro se trabalha com expectativas de retornos futuros, o que torna a formação dos preços dos ativos bastante complexa (Rodrik, 1998).

Para Stiglitz (2000), a diferença fundamental entre esses dois mercados é que a principal função dos mercados de capital e financeiro é a obtenção de informações, a busca dos investimentos com maiores probabilidades de altos retornos. Enquanto o mercado de bens e serviços opera com certo grau de eficiência e previsibilidade, isso não ocorre nos mercados financeiros. A existência da assimetria de informações abre espaço para empréstimos excessivos a projetos de alto risco (especialmente quando há a garantia implícita do governo) que aumentam a vulnerabilidade externa da economia e para fenômenos como as profecias auto-realizáveis, o comportamento de manada e o efeito contágio. A seguir é feita uma breve conceituação de tais fenômenos. .

As chamadas profecias auto-realizáveis ocorrem quando há uma deterioração das expectativas, não baseada em mudanças nos fundamentos da economia, que propicia as condições necessárias para a ocorrência de uma crise. Ou, segundo Oreiro (2004, p.06): “mudanças autônomas e espontâneas nas expectativas dos agentes econômicos a respeito da capacidade do país honrar os seus compromissos externos sem a ocorrência de nenhuma ruptura com o regime de política econômica adotado pelo mesmo.” Um exemplo comum é o caso de regimes de câmbio fixo, se há o temor de que um país não conseguirá manter a paridade estabelecida, isso pode desencadear uma fuga de capitais que de fato torne o regime insustentável¹⁹.

Por mais que essa deterioração das expectativas possa estar baseada nos fundamentos da economia, ela pode fazer com que algo que era apenas possível se torne concreto. Algo que talvez não acontecesse se os agentes não mudassem seus comportamentos de forma tão drástica frente a mudanças de expectativas. Mesmo que

¹⁹ Este é um conceito que apresenta certa analogia às corridas bancárias, situações em que os bancos podem se tornar insolventes simplesmente pelo temor de que isso possa acontecer.

um país consiga debelar uma situação como esta, a necessidade de liquidar ativos de longo prazo para arcar com compromissos de curto prazo pode levar a um comprometimento duradouro do desempenho macroeconômico.

Banerjee (1992) define o comportamento de manada como situações em que os agentes fazem o que todos estão fazendo, mesmo tendo informações indicando para uma ação diferente. Um conceito análogo é o de cascatas informacionais (*cascades*). As cascatas ocorrem quando os agentes abandonam suas informações privadas para seguir o comportamento dos que já tomaram decisões. De acordo com o autor, esse seria um comportamento racional porque o comportamento dos outros pode indicar que eles possuem informações que nós não temos. Esse comportamento reflete a idéia de que “A sabedoria universal indica ser melhor para a reputação fracassar junto com o mercado do que vencer contra ele.” (Keynes, 1985, p.115).

Esse tipo de comportamento faz com que o processo de tomada de decisão dos agentes seja baseado menos em suas próprias informações que na dos outros, o que torna suas ações pouco informativas. Segundo Bikhchandani, Hirshleifer e Welch (1992), quando há a ocorrência de uma cascata, as decisões tomadas por um agente deixam de ser informativas aos que tomam decisões depois deles, de forma que não há a agregação de mais informações ao longo do tempo. Se não houvesse cascatas, a quantidade cada vez maior de informações levaria à decisão correta.

Esse comportamento imitativo dos agentes faz com que, em um processo de tomada de decisão por um investidor, o comportamento dos outros investidores seja mais importante que a própria política econômica (Gabriel e Oreiro, 2008).

De acordo com Calvo e Mendoza (1999), o efeito contágio ocorre quando os investidores seguem o mercado ao invés de incorrerem nos custos de obtenção de informações para avaliar um determinado país. Com isso, eles passam a levar em conta os rumores sobre os países na decisão de alocação de portfólio. Essa seria uma escolha racional quando o custo de se obter informações sobre um país se torna maior que a sua utilidade esperada²⁰.

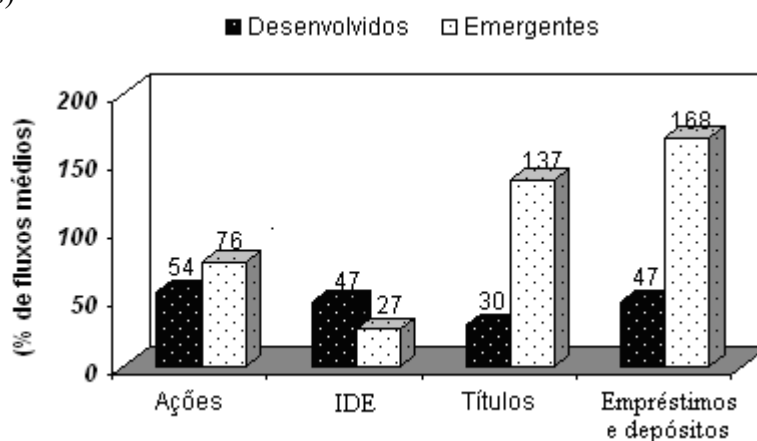
Segundo esses autores, a integração dos países emergentes ao mercado internacional proporcionou oportunidades de investimentos em países para os quais não

²⁰ Oreiro (2004, p.13) chama a atenção para a diferença entre o comportamento de manada e o efeito contágio. Enquanto no efeito contágio o investidor toma sua decisão baseado em rumores acerca de um determinado país, no caso do comportamento de manada ele segue o comportamento dos demais investidores. Ou seja, o comportamento de manada pressupõe a tomada de decisão por parte de alguns agentes, enquanto no primeiro caso isso não é necessário.

existiam tantas informações disponíveis. Por isso, os investidores os consideram similares, não levando tanto em conta informações sobre um país específico. E à medida que aumenta o número de países para os quais se pode alocar recursos esse comportamento se torna mais usual, já que aumenta a diferença entre a utilidade esperada dessa informação e o custo de se obtê-la.

Então, esta linha defende que a vulnerabilidade e as falhas de mercado a que os países ficam expostos ao promoverem a liberalização da conta de capitais se deve mais ao funcionamento do sistema financeiro internacional que aos problemas internos de cada economia. Conforme dito na seção 1, a configuração atual do sistema financeiro internacional, ao permitir a livre mobilidade de capitais abre espaço para os fenômenos aqui descritos e para a grande volatilidade predominante atualmente. Esse aumento pode ser visto por um indicador de volatilidade que mede o desvio médio dos fluxos de capitais para um país como porcentagem de seus fluxos médios, ou, o montante médio com que os influxos de capitais estrangeiros mudam de um ano para outro. O gráfico 1 mostra essa variação por tipos de fluxos no período 1996-2006 e nele podemos ver que nos países emergentes predomina uma maior volatilidade.

Gráfico 1 - Desvio Médio dos Fluxos de Capitais 1996-2006 (% de fluxos médios)



Fonte: McKinsey Global Institute (2008, p.57).

A existência de um ambiente inerentemente volátil e sujeito a instabilidades faz com que os agentes tomem decisões baseados em informações precárias e em comportamentos imitativos que, apesar de racionais, não maximizam o bem estar. A avaliação dos fundamentos da economia perde lugar para a tendência de seguir o comportamento do mercado, ou mais especificamente, o de poucos *players* representativos, caso dos investidores institucionais. Esta linha atribui a ocorrência de

crises (como as da década de 1990) a esses fatores, destacando o fato de que eles são um importante alerta de que o processo de liberalização financeira tem que ser mais bem avaliado. No entanto, é necessário fazer uma separação entre as diferentes soluções propostas por esses autores que defendem a redução da mobilidade de capitais.

1.4.2.1 A teoria do second best

Alguns autores defendem o argumento de que apesar dos controles poderem gerar distorções na economia, estas seriam preferíveis às provocadas pela livre mobilidade de capitais. Essa é a idéia dos que vêem os controles de capitais como um *second best problem*. A teoria do *second best* diz que a remoção de uma distorção não traz necessariamente o aumento do bem estar se outras distorções estiverem presentes (Eichengreen, 2001).

Para esses autores, a solução vai além das medidas prudenciais que os países devem tomar antes de iniciar um processo de liberalização financeira (solução proposta por seus defensores). Argumenta-se que, dada a dinâmica dos fluxos de capitais, é necessário algum controle sobre eles. São defendidas intervenções pontuais, especialmente os controles sobre entradas de capitais de curto prazo. E de preferência os que sejam *market-friendly*, ou seja, a adoção de controles que utilizem mecanismos de mercado em contraposição aos administrativos. Esta passagem de Eichengreen, Tobin e Wisloptz (1995, p.171) ilustra bem a questão: “The theory of the second best reminds us that (...) welfare can be improved by throwing sand in the wheels of international finance.” Ou seja, a solução passa por medidas mais pontuais, que apenas aumentem a fricção do mercado (areia nas engrenagens). Stiglitz (2000, p.1075), por exemplo, fala em “fraqueza fundamental nos arranjos econômicos globais”, mas deixa claro que quando critica a livre mobilidade de capitais está se referindo apenas aos capitais de curto prazo (*Ibid*, p. 1076).

Os controles sobre entradas serviriam para reduzir a entrada de capitais, especialmente os de curto prazo, e impedir a acumulação de um grande passivo externo de curto prazo. Essa acumulação é problemática porque possibilita a ocorrência de profecias auto-realizáveis, já que uma deterioração da percepção dos investidores internacionais acerca da solvência desse país pode levar a insolvência (Oreiro, 2004). Esses tipos de controles devem ser usados principalmente em períodos de grande liquidez internacional.

Outros autores, no entanto, defendem controles e intervenções mais abrangentes. Além de não aceitarem a hipótese dos mercados eficientes, tampouco se apegam apenas às falhas de mercado, como veremos a seguir. Esses autores justificam suas posições baseados em conceitos comuns aos pós-keynesianos, como a idéia da incerteza keynesiana que permeia as economias monetárias de produção.

1.4.2.2 O funcionamento de economias monetárias de produção e a incerteza keynesiana

Em uma economia monetária de produção (em contraposição a uma economia de salário real ou de trocas), a moeda, além de meio de troca, tem a função de reserva de valor. É uma forma especial de acumulação de riqueza, já que é o ativo mais líquido da economia e é nessa forma de riqueza que os agentes vão manter sua riqueza em momentos de grande incerteza. Por isso, para os pós-keynesianos, a moeda nunca é neutra, influenciando as decisões dos agentes tanto no curto quanto no longo prazo

De acordo com Carvalho e Sicsú (2004), em uma economia de mercado o processo de tomada de decisão é permeado por uma incerteza fundamental e não é influenciado apenas por dados objetivos, mas também pelo estado de confiança e pelo *animal spirits*. E no caso dos mercados financeiros essas incertezas têm papel ainda mais relevante, já que lá são negociadas recompensas futuras. Segundo esses autores a precariedade do conhecimento nesses mercados abre espaço para a influência de uma série de variáveis subjetivas. Essa incerteza fundamental é baseada na idéia de Keynes de que “o futuro é incerto porque é construído pela decisão livre dos agentes econômicos.” (*Ibid*, p.173). É a idéia de uma incerteza não probabilística, ou seja que não pode ser mensurada. Esta passagem ilustra a idéia de incerteza keynesiana:

[f]acts and expectations were assumed to be given in a definite form; and risks...were supposed to be capable of an exact actuarial computation. The calculus of probability...was supposed capable of reducing uncertainty to the same calculable state as that of certainty itself....I accuse the classical economic theory of being itself one of these pretty, polite techniques which tries to deal with the present by abstracting from the fact that we know very little about the future....[a classical economist] has overlooked the precise nature of the difference which his abstraction makes between theory and practice, and the character of the fallacies into which he is likely to be lead. (Keynes, 1937, pp.112-5 *apud* Davidson, 1998)

De acordo com Davidson (1998), não é possível prover informações estatisticamente confiáveis sobre o futuro baseado em informações passadas. Ou seja,

não há uma trajetória de longo prazo que possa ser prevista e que seja baseada nos fundamentos da economia. Segundo o autor, foi essa idéia que Keynes rejeitou ao enfatizar a idéia da incerteza que envolve as recompensas futuras²¹.

Para o autor, em um sistema com essas características, a função principal dos mercados financeiros é prover liquidez. Os mercados financeiros irão prover liquidez enquanto os agentes continuarem achando que o estado da economia permanecerá o mesmo. Mas este estado está fundado em bases muito fracas, sujeitas a mudanças repentinas que podem alterá-lo subitamente.

Por isso, para esses autores, a “solução” para esses problemas passa por medidas envolvendo mais que apenas “areias nas engrenagens” do sistema financeiro internacional. Propõem medidas mais abrangentes, como controles sobre saídas e administrativos. Além disso, um reordenamento do sistema financeiro internacional seria essencial, visando a coordenação das políticas monetária dos principais BCs do mundo.

Os controles de capitais são úteis por serem uma precaução frente às instabilidades financeiras, funcionando como uma linha de defesa da qual o governo não pode abrir mão (Ferrari Filho *et al*, 2005; Ono, Silva, Oreiro e Paula, 2005). O uso de controles de capitais pode ser útil em prevenir mudanças súbitas na demanda por liquidez e no equilíbrio entre *bulls* (altistas) e *bears* (baixistas) que possam levar a alterações bruscas nos preços dos ativos e ter impactos danosos sobre a economia real (Davidson, 1998). Ao reduzir a liquidez dos ativos, os controles de capitais reduzem a possibilidade da ocorrência de comportamentos imitativos e desestabilizadores.

Embora muitos autores pós-keynesianos aprovem o uso de controles temporários sobre a entrada de capitais de curto prazo²², para outros eles não são suficientes. Na verdade, um dos aspectos em comum para os últimos é a consideração do uso de vários tipos de controles, incluindo os sobre saída e os quantitativos, que não são considerados *market-friendly*. A liquidez de um ativo é um atributo muito importante, já que possibilita ao investidor a rápida liquidação de seus investimentos. Por isso, qualquer instrumento que a reduza é mal visto por eles.

²¹ De acordo com o autor, um sistema onde esse tipo de previsão é possível é um sistema ergódico. E a não ergodicidade do sistema faz com que os acontecimentos passados não sejam um guia confiável para o futuro.

²² Pelo mesmo motivo que os autores da teoria do *second best*.

De acordo com Davidson (1997), um imposto como a taxa Tobin²³ (que em última instância é um aumento nos custos de transações), por exemplo, faz com que seja necessário um intervalo mínimo para que o ativo seja liquidado. Mas sempre há um ganho possível de grande magnitude (como uma variação cambial maior que a prevista) que permita ao investidor liquidar seus ativos antes do que seria o tempo mínimo necessário e ainda assim ter um retorno positivo. Então, o efeito que um pequeno aumento do custo de transações como esse teria seria o de aumentar marginalmente o diferencial do retorno futuro e presente de um ativo. Dessa forma, intervenções que sejam apenas “grãos de areia” nas engrenagens do sistema financeiro internacional, seriam úteis somente em casos de pequenas instabilidades. Por isso, para o autor, é um equívoco propor grãos de areia quando na verdade pedras (*boulders*) são necessárias.

Esse raciocínio pode ser estendido aos controles via mecanismos de mercado em geral. Apesar de criarem um custo que desencoraja as transações de curto prazo, eles não são eficientes em momentos de grandes turbulências. Diante de grandes instabilidades, a incerteza e a preferência pela liquidez podem chegar a níveis que levem os agentes a aceitar grandes perdas para liquidar seu investimento.

Apesar de serem considerados *market unfriendly*, os controles sobre saída podem propiciar segurança aos investidores. Sabendo que uma fuga de capitais não é possível, eles teriam a segurança de que, diante de instabilidades internacionais, não haveria uma forte e rápida deterioração da solvência externa do país. Os controles cumpririam, então, a função de coordenar as expectativas dos agentes, impedindo episódios análogos ao de corridas bancárias (Oreiro, 2004). Esses controles também poderiam levar a uma redução do prêmio de risco, já que não haveria desvalorizações cambiais de grande magnitude como resultados de saídas abruptas de grandes volumes de capitais (Ferrari Filho *et al*, 2005).

Porém, mais do que o uso de controles de capitais, alguns desses autores consideram necessária uma reforma no sistema financeiro internacional. Como mencionado anteriormente, nas reuniões para a criação do sistema de Bretton Woods, Keynes já defendia um sistema em que houvesse uma ampla cooperação internacional em matéria monetária. Propôs a criação de uma União Internacional de Compensações (UIC), que seria uma espécie de banco central (BC) dos bancos centrais e de uma

²³ Um percentual sobre as transações financeiras que faria com que os investimentos de curto prazo se tornassem menos rentáveis, reduzindo, assim, movimentos especulativos.

moeda mundial (o *bancor*), que seria usada somente entre BCs para pagamentos internacionais e funcionaria como moeda de reserva do sistema.

Da mesma forma que Keynes via a redução da mobilidade de capitais e a coordenação das políticas dos principais BCs como fundamental para a prosperidade no pós-guerra, esses autores pregam a necessidade de uma arquitetura financeira que gere mais estabilidade e desenvolvimento. Ou, nas palavras de Davidson (1998, p.3):

If efficient market theory (EMT) theory is not applicable to the real world then there is an important role for some degree of international capital flow regulation as a necessary but not sufficient condition to produce a golden age of economic development for the global economy of the 21st century.

Davidson (1997) defende a idéia de que essa reforma tem que ter como objetivo um sistema que previna e não que apenas solucione crises. Um sistema que promova a estabilidade das taxas de câmbio, por exemplo, é muito mais eficiente do que controles (especialmente os que utilizam mecanismos de mercado) para reduzir os movimentos especulativos de curto prazo. Nessa mesma linha, diz que a criação de um emprestador de última instância não seria suficiente, já que este seria útil apenas para solucionar crises e não criaria mecanismos para evita-las (Davidson, 1998).

Esta idéia também está bastante presente no relatório da Conferência das Nações Unidas sobre comércio e desenvolvimento (UNCTAD, 2008). De acordo com esse relatório, o funcionamento atual do sistema monetário internacional propicia oportunidades de operações especulativas que apesar de serem muito rentáveis para alguns é altamente desestabilizadora para o sistema como um todo. E essas oportunidades são renovadas pelo fato das políticas monetárias dos países serem muito divergentes.

O relatório também reforça a idéia de que mesmo com mecanismos mais aprimorados e eficientes de gerenciamento de débitos, crises de insolvência podem ocorrer. De acordo com ele, os movimentos de capitais especulativos em busca de ganhos de arbitragem e de variações cambiais é que dificultam a prevenção de crises financeiras.

Por isso, uma reforma deveria buscar a minimização de fluxos especulativos desestabilizadores e o fortalecimento de mecanismos de coordenação de políticas macroeconômicas. Além disso, defende a aprovação de resoluções que permitem solucionar rapidamente as crises, dividindo os ônus entre credores e devedores (UNCTAD, 2008, p.XIII). Uma maior cooperação internacional de políticas

macroeconômicas e financeiras é necessária para conter os fluxos de capitais especulativos e reduzir seus impactos na estabilidade da economia mundial (*Ibid*, p.74).

Vimos então que existe uma linha de pensamento que aceita a hipótese dos mercados eficientes e, conseqüentemente a liberalização financeira. Para os autores que se encaixam nessa linha, as instabilidades a que estão sujeitos os países ao promoverem a abertura da conta de capitais é fruto de suas fragilidades internas e não da liberalização em si. E por isso os controles de capitais só devem ser usados como instrumentos de prevenção de crises durante o período em que a liberalização estiver sendo realizada. Em contraposição a essa idéia, há autores que aceitam a hipótese dos mercados imperfeitos. Para eles as instabilidades e crises que atingem os países são fruto principalmente da livre mobilidade de capitais que a atual configuração do sistema financeiro permite e as falhas de mercado decorrentes disso. Dentro dessa linha, foi feita uma divisão entre os que vêem os controles de capitais como um *second best problem* e defendem a utilização de controles que sejam *market -friendly* e os que utilizam o conceito de economias monetárias e incerteza keynesiana (não probabilística). Estes últimos defendem controles mais abrangentes, que envolvem também os administrativos e os sobre saída.

1.4.3 Liberalização financeira e controle de capitais: As evidências empíricas

Dada a grande divergência existente acerca dessa tema, muitos autores se propuseram a testar empiricamente os efeitos da liberalização financeira e dos controles de capitais. Os resultados, no entanto, não foram capazes de proporcionar uma resposta segura, pois demonstraram tanto efeitos positivos quanto negativos da liberalização financeira e há ainda muitos casos em que os resultados encontrados são mistos ou inconclusivos. Pode-se dizer então que a questão da mensuração dos efeitos da liberalização financeira permanece bastante aberta.

Capital account liberalization, is fair to say, remains one of the most controversial and least understood policies of our day. One reason is that different theoretical perspectives have very different implications for the desirability of liberalizing capital flows. Another is that empirical analysis has failed to yield conclusive results. (Eichengreen, 2001, p.341)

A fim de mostrar a diversidade de resultados envolvendo a liberalização financeira e os controles de capitais, foram selecionados alguns *surveys* de trabalhos empíricos. O objetivo dessa exposição é meramente o de situar o debate, mostrando que ainda há muitas controvérsias. É importante ressaltar que há muitas diferenças entre os trabalhos analisados em cada *survey* no que se refere ao período, objeto de estudo e metodologia, o que torna mais difícil tecer qualquer conclusão a respeito desse tema.

Magud e Reinhart (2006) analisaram mais de trinta trabalhos envolvendo diferentes países, metodologias e períodos²⁴. Pelos resultados dos trabalhos analisados os autores concluíram que os controles sobre as entradas de capitais parecem propiciar uma maior independência de política monetária, alterar a composição dos fluxos de capitais e reduzir pressões sobre a taxa de câmbio real (mas nesse caso os resultados são mais controversos). Mas as evidências mostraram que esses controles não foram muito eficientes em reduzir o volume de fluxos líquidos de capitais. Em relação aos controles sobre saídas de capitais, os trabalhos indicam que o único caso de sucesso seria o da Malásia, que conseguiu reduzir as saídas de capitais e ganhar mais autonomia de política monetária.

Uma questão metodológica importante levantada pelos autores é que não é apropriado comparar países que não promoveram uma abertura financeira substancial (como China e Índia) com países que liberalizaram suas contas de capitais e posteriormente retomaram o uso de controles de capitais, porque os últimos já teriam desenvolvido instituições e práticas que estão integradas em diferentes graus aos mercados internacionais de capitais.

O foco de Eichengreen (2001) é nos estudos *cross country* das causas e efeitos da liberalização financeira e dos controles de capitais, mas aqui são expostas somente as conclusões acerca dos efeitos.

Eichengreen (2001) destaca os trabalhos de Rodrik (1998) e Quinn (1997 *apud* Eichengreen, 2001)²⁵ como dois dos mais citados quando se trata da relação entre crescimento econômico e liberalização financeira. Enquanto o primeiro encontra uma relação negativa, o último encontra uma relação positiva. A falta de resultados robustos para a relação entre liberalização e crescimento, trouxe à tona a questão dos pré-requisitos institucionais para que a liberalização promovesse o crescimento propalado por seus defensores. Normalmente, esses pré-requisitos estão presentes nos países de

²⁴ O foco dos autores foi nos efeitos de curto prazo dos controles de capitais.

²⁵ Um dos trabalhos pioneiros na investigação dessa questão.

alta renda, o que faria com que eles apresentassem maior crescimento com a remoção de controles de capitais. Mas enquanto alguns autores analisados encontraram evidências que confirmariam essa visão, o resultado de outros não encontrou relações significativas ou até mesmo negativas.

Após examinar os trabalhos que medem os efeitos da liberalização sobre o crescimento, Eichengreen (2001) analisou os que tratam dos impactos sobre fatores determinantes do crescimento. Para o investimento não foram encontradas relações entre essa variável e a liberalização financeira.

Muitos estudos confirmaram a relação entre controles de capitais e baixas taxas de juros reais. No entanto o autor chama a atenção para o fato de que os controles de capitais podem ser parte de um “pacote” maior de regras, que incluiria teto de taxa de juros, o que explicaria essa relação²⁶.

Para a questão da “disciplina fiscal” que a liberalização financeira proporcionaria, os trabalhos analisados por ele mostram resultados positivos, mas em um deles isso só é válido para o caso do câmbio fixo.

Segundo o autor, a liberalização financeira aumentaria a elasticidade da oferta de capital, o que levaria a uma redução dos impostos sobre lucros e outros retornos de capital. Mas essa teoria é contrariada pelas evidências empíricas, que indicam que os impostos se mantêm inalterados ou até maiores nos países que promovem a abertura da conta de capitais²⁷.

Um dos motivos pelos quais se utilizam controles de capitais é a tentativa de promover uma mudança na composição dos fluxos de capitais, incentivando os de maior maturação. Os trabalhos analisados por ele indicam que os controles tiveram sucesso nessa questão, principalmente no caso chileno.

E, por último, as evidências dos trabalhos pesquisados pelo autor indicam que os controles de capitais estão positivamente relacionados à ocorrência de crises cambiais, o que contraria um dos principais argumentos dos que defendem o uso desses instrumentos²⁸.

Edison *et al* (2002) analisou trabalhos que relacionam liberalização financeira e performance econômica. Em seis deles foram encontradas relações positivas entre

²⁶ E ele também adverte que medidas como essa podem dar origem ao fenômeno da repressão financeira, o que constrangeria o crescimento (p.354).

²⁷ Mesmo quando são controlados os fatores referentes ao fato de que em países de maior renda, os impostos normalmente são maiores

²⁸ É importante destacar que o uso de controles de capitais é mais freqüente em países e/ou períodos mais sujeitos a crises no setor externo, o que poderia levar a essa correlação positiva.

crescimento e liberalização financeira, embora alguns tenham certas ressalvas, como a de que esse efeito só é válido para os países industrializados. E em três deles as evidências apontaram para uma relação negativa.

O objetivo do trabalho de Agénor (2003) foi investigar se as evidências empíricas indicam que os países podem esperar maiores benefícios que custos da liberalização financeira e, em caso positivo, quais condições devem ser observadas para que isso ocorra.

O autor analisou dois artigos que relacionam crescimento e liberalização financeira. Em um deles foi encontrada uma relação positiva indireta, através do maior desenvolvimento financeiro, mas essa relação só se mostrou válida para países industrializados. No outro, a relação encontrada também foi positiva, mas somente para países que já promoveram a abertura comercial e com razoável equilíbrio macroeconômico.

Em relação aos impactos dos investimentos externos diretos, os resultados analisados pelo autor indicaram que eles podem ter efeitos positivos sobre o crescimento e o investimento em países em desenvolvimento, mas em alguns casos a relação encontrada foi pouco robusta. E quanto a trabalhos que investigaram países que foram grandes receptores de fluxos de capitais na década de 1990, as evidências apontaram para problemas como a criação de pressões inflacionárias, apreciação da taxa de câmbio real e desequilíbrios no setor externo. E esses efeitos foram mais sentidos nos países da América Latina quando comparados aos asiáticos.

Kose *et al* (2006) analisaram cerca de 40 trabalhos e a conclusão geral foi que esses trabalhos fornecem evidências de que os países em desenvolvimento podem se beneficiar da globalização financeira, mas com muitas ressalvas. E que os resultados dos trabalhos não permitem sustentar a idéia de que essa abertura leva a uma maior ocorrência de crises. Além disso, embora haja um rápido crescimento da literatura empírica que indique efeitos positivos da globalização financeira ainda há muitas questões em aberto especialmente no que se refere à maneira pela qual um país deve conduzir seu processo de abertura.

Segundo os autores, na literatura empírica como um todo ainda há pouca evidência de que haja uma relação significativa entre crescimento e integração financeira. Além disso, não há evidências que sustentem a idéia de que a integração financeira promoveu a redução da volatilidade do consumo e a diversificação de risco. Por outro lado, os trabalhos mostraram que a abertura financeira pode (embora não em

todas as circunstâncias) promover o desenvolvimento do sistema financeiro doméstico e impor disciplina à política macroeconômica dos países.

Segundo Prasad *et al* (2003), se há uma relação positiva entre crescimento econômico e liberalização financeira, ela ainda não se mostrou quantitativamente significativa. Em uma análise de quatorze trabalhos envolvendo países emergentes, em quatro não foi encontrado efeito algum, em três foram encontradas relações positivas e em sete os resultados foram inconclusivos.

Além disso, de acordo com os resultados analisados, em alguns casos o processo de liberalização da conta de capitais parece ter sido acompanhado de maior vulnerabilidade a crises. E em alguns países houve aumento da volatilidade do consumo.

Laan (2007) fez uma análise de cerca de treze trabalhos que relacionam crescimento e liberalização financeira. Segundo o autor os estudos empíricos não fornecem uma relação causal forte e robusta entre esses fatores.

Essa rápida análise permitiu dar uma idéia do estado atual dos aspectos empíricos do debate entre controles de capitais e liberalização financeira. Apesar de ter havido um grande crescimento dos trabalhos visando testar empiricamente os efeitos da liberalização financeira e dos controles de capitais, ainda há uma diversidade muito grande de resultados em torno dos diferentes aspectos sobre os quais tais efeitos são testados. Essa diversidade se deve a muitos fatores, mas um dos principais é sem dúvida a dificuldade em se encontrar uma medida adequada para a mensuração da liberalização financeira e dos controles de capitais, tema que é explorado no terceiro capítulo.

1.5 – A autonomia de política econômica

Dadas as facilidades técnicas e legais para a rápida movimentação de recursos e o comportamento mimético dos agentes no atual sistema financeiro internacional, os fluxos de capitais se tornaram muito voláteis. Eles podem ser facilmente aplicados nos países com maiores oportunidades de ganhos e retirados ao menor sinal de instabilidade, decisões que muitas vezes estão desvincilhadas dos “fundamentos” econômicos do país em questão.

Um resultado direto dessa volatilidade é a perda ou redução no grau de autonomia de política econômica dos países integrados a este sistema, quando a capacidade de administração de determinadas variáveis pelo governo é reduzida, ou

seja, quando ele perde poder de influência sobre a trajetória destas. Essa perda ocorre sob dois aspectos, primeiro no que se refere à capacidade de execução de políticas, quando o setor externo passa a ser um fator que torna muito custosa a implementação de uma determinada medida. Isso ocorre, por exemplo, quando o governo quer evitar a sobrevalorização do câmbio e para isso tem que intervir no mercado cambial com compras de divisas em grandes volumes, incorrendo em custo fiscal²⁹. E também ocorre em relação aos impactos sobre o setor externo, quando uma determinada medida gera efeitos desestabilizadores, como uma fuga de capitais, de forma que o governo recue ou nem mesmo a adote, por já prever e/ou temer seus efeitos.

Os agentes passam, então, a ser “fiscais” da política econômica dos países e, dessa forma, medidas que coloquem em dúvida a previsibilidade, a rentabilidade ou a liquidez dos investimentos podem ser “punidas” com fugas de capitais.

O conceito do trilema de política econômica ou trindade impossível, obtido a partir do modelo Mundell-Fleming ilustra bem a questão da autonomia. Existiria um *trade-off* entre livre movimentação de capitais, estabilidade da taxa de câmbio e autonomia de política econômica, essas três possibilidades não poderiam ser verificadas conjuntamente. Com câmbio flutuante e livre movimentação de capitais a estabilidade do câmbio seria perdida, com câmbio fixo e livre movimentação de capitais perde-se a autonomia de política econômica e com câmbio fixo e controles de capitais (o que restaura a autonomia de política) a livre movimentação de capitais seria sacrificada³⁰. (Bradford, 2005, p.5).

Sobre o trilema, Mendonça e Pires (2006), argumentam que de acordo com a equação da paridade descoberta dos juros, há um nível de taxa de juros consistente com o equilíbrio externo cuja determinação foge do raio dos formuladores de política. Além disso, o governo fica sujeito a penalidades, sob a forma de desvalorização se o câmbio for flutuante ou perda de reservas em caso de câmbio fixo (ou administrado), se não seguir as políticas que o mercado considera responsáveis.

Mas, de acordo com Tobin (1978)³¹, com a livre mobilidade de capitais há perda de autonomia independentemente do regime cambial (fixo ou flutuante) adotado, já que

²⁹ O custo fiscal será tanto maior quanto maior for o diferencial de juros do país. Além disso, há o risco de prejuízos decorrentes de eventuais desvalorizações da moeda em que as reservas são acumuladas

³⁰ Aizenman, Chinn e Ito (2008) testaram a validade dessa proposição para um conjunto de países desenvolvidos, emergentes e em desenvolvimento não-emergentes entre a década de 1970 e 2000 e encontraram evidências de que um aumento em uma das variáveis do trilema leva a uma redução nas outras duas, o que indicaria a validade empírica desse *trade-off*.

³¹ Assim como Flassbeck (2001) e Oreiro (2004).

em ambos os casos há transmissão de perturbações originadas nos mercados financeiros internacionais para os domésticos. Os governos não são capazes de se ajustar a grandes movimentações de capitais sem sacrificar de forma significativa a política econômica (*Ibid*, p.154). Mais especificamente, essas movimentações limitam consideravelmente a possibilidade de um país manter diferenças significativas nas taxas de juros domésticas e internacionais.

Essa limitação ocorre à medida que ao manter um substancial diferencial de juros, os impactos sobre o setor externo podem ser muito perversos. Por exemplo, ao manter uma taxa de juros muito acima da internacional (já descontado o risco-país) pode haver uma sobrevalorização cambial no caso de um regime de câmbio flutuante ou, sob câmbio fixo, o governo teria de acumular reservas. Alternativamente, uma taxa de juros muito abaixo da internacional poderia levar a uma rápida desvalorização ou grande perda de reservas. Ou seja, em alguns casos³² até pode ser possível manter um diferencial de juros por algum tempo, mas tal estratégia pode gerar custos significativos, é nesse sentido que a livre mobilidade de capitais restringe a autonomia da política monetária de um país.

Conforme dito anteriormente, a perda de autonomia resultante da livre movimentação de capitais já era uma preocupação de Keynes e outros que estiveram envolvidos na formulação do regime de Bretton Woods. Essa idéia é aceita tanto pelos defensores da liberalização financeira quanto pelos defensores dos controles de capitais (embora não haja um consenso, especialmente quando se trata de períodos de alta liquidez internacional). A controvérsia se dá acerca dos benefícios e prejuízos dessa perda.

De forma geral, os defensores da liberalização financeira vêem essa perda com bons olhos. Para eles, isso permitiria uma melhora na qualidade da administração pública porque esta passaria a ser “fiscalizada” pelos investidores, o que vai ao encontro do pensamento de que o mercado é o agente capaz de tomar as melhores decisões. Por outro lado, os defensores de controles sobre os fluxos acreditam que a autonomia de política econômica deve ser mantida, uma vez que os agentes se guiam unicamente por critérios de rentabilidade (quase sempre de curto prazo), de forma que cabe ao Estado a definição de quais políticas são as mais adequadas.

³² Como o caso do Brasil, que mantém um alto diferencial há muitos anos.

Paula (2006) destaca o papel que a liberalização financeira tem sobre a taxa de câmbio. Segundo o autor com a maior mobilidade de capitais, os saldos da balança comercial e de transações correntes perdem espaço na determinação da taxa de câmbio, com os fluxos de capitais decorrentes de decisões de portfólio dos investidores internacionais ganhando cada vez mais importância. Com isso, a taxa de câmbio se torna mais volátil. Ela é um dos preços mais importantes da economia e suas variações têm impactos significativos sobre vários setores da economia.

Além disso, os fluxos de capitais especulativos impedem que a taxa de câmbio funcione como variável de equilíbrio do setor externo e, dessa forma, evite o surgimento de grandes e persistentes déficits em conta corrente. E esse ajustamento tem se mostrado bastante custoso para os países em desenvolvimento. (UNCTAD, 2008, p. 74).

Muitos autores³³, no entanto, enxergam com bons olhos essa perda de autonomia, que é colocado entre os supostos benefícios trazidos pelo processo de liberalização financeira. Essa é a posição da grande maioria dos autores do chamado *mainstream* e de órgãos internacionais, como o FMI. Segundo eles, se um país adotasse medidas que os investidores considerassem “irresponsáveis” eles o puniriam com uma fuga de capitais e se o governo adotasse medidas consideradas corretas por eles, haveria entrada de novos recursos.

De acordo com Eichengreen (2004), o uso de controles de capitais por esses países seria uma forma de não enfrentar as questões essenciais que fazem com que a liberalização financeira possa ser um fator gerador de crises, sendo a principal delas os “excessos” na política monetária e fiscal. Por isso, segundo Fischer (1998), os formuladores de política nem sempre apreciam essa disciplina imposta pelos mercados, mesmo que ela seja apropriada e costumam culpá-los como se suas atitudes fossem as causas e não sintomas da adoção de políticas equivocadas.

Mas é preciso atentar para o fato do comportamento dos investidores ter como primeiro critério a rentabilidade (e na maioria dos casos a rentabilidade de curto prazo), de forma que é sob esse prisma que eles analisam as medidas tomadas por um país. Se um determinado governo adota uma medida que represente uma perda da rentabilidade de seu investimento, o investidor irá procurar formas mais rentáveis de aplicar seu dinheiro. Ele avaliará se a medida é boa para ele, e não para o país em questão, afinal

³³ Ver Fischer (1998), Arida (2004), Eichengreen *et al.* (1999) e Eichengreen (2004)

seu objetivo é a maximização de seu rendimento e é com base nessa avaliação que ele promoverá a alocação de seus recursos.

Um exemplo disso é que um país poderia ter muitos benefícios se um governo implantasse medidas que reduzissem a volatilidade das variáveis macroeconômicas ou dos fluxos de capitais, mas isso não seria bom para os investidores. Com uma menor volatilidade a possibilidade de ganhos especulativos se reduz, com isso, não seriam necessários tantos instrumentos financeiros que permitem a redução do risco através de mecanismos de *hedge*. A volatilidade e a instabilidade dão enorme impulso às transações financeiras e propiciam novas oportunidades de ganhos aos investidores. O aspecto fundamental a ser observado é que os países e os investidores têm objetivos diferentes, de forma que freqüentemente o que é bom para um pode divergir do que é bom para outro.

Além disso, conforme exposto anteriormente, o processo de tomada de decisão dos agentes muitas vezes é baseado em informações precárias. Por isso torna-se racional para os agentes se guiarem por comportamentos imitativos (que são pouco informativos) e, portanto, sem levar em conta os fundamentos de cada economia.

Sob essa “fiscalização” dos mercados prevalece a idéia de que políticas macroeconômicas boas, corretas ou responsáveis, são as de cunho restritivo. Assim, esses países ficaram reféns de políticas defensivas, para evitar fuga de capitais e manter a confiança dos investidores, que geralmente se traduzem em aumento de juros ou concessões de estímulo à volta dos capitais (BELLUZZO, 2000).

A idéia de que a “fiscalização” das políticas pelos mercados representa um ganho para o país é errônea. Isso porque os investidores analisam as políticas sob o prisma de sua rentabilidade e é com base nisso que eles tomam suas decisões de investimento, de forma que é perfeitamente natural que uma determinada medida seja boa para o país e ruim, ou seja, implique uma perda de rentabilidade, para ele. Como destaca Rodrik (1998, p.11):

A finance minister whose top priority is to keep foreign investors happy will pay less attention to development goals. We would have to have blind faith in the efficiency of rationality of international capital markets to believe that the goals of foreign investors and of economic development will regularly coincide.

Uma alternativa para a redução da mobilidade de capitais e, conseqüentemente, a manutenção da autonomia política de um país, é cada um adotar os controles de capitais

que achar necessário. Mas esses controles teriam que ser permanentes e incidir tanto sobre a entrada quanto à saída. Dessa forma, o país pode definir sua taxa de juros sem que haja entradas ou saídas maciças de capitais que possam gerar alterações na taxa de câmbio e no volume de reservas internacionais (Oreiro, 2004). Além disso, ao impor controles sobre saídas, as decisões dos *policy makers* deixam de ser “ameaçadas” por fugas de capitais. E, no caso dos controles sobre saídas, o ideal é que eles fossem diretos (administrativos) e permanentes, já que diante de grandes instabilidades os investidores podem se mostrar dispostos a liquidar seus investimentos e alocar recursos em ativos líquidos mesmo que isso implique grandes perdas, o que reduz ou até mesmo anula a eficiência de controles de mercado ou indiretos. Ao deter a prerrogativa de implementar controles diretos sobre as saídas de capitais os países dispõem de uma importante defesa frente a instabilidades internacionais.

Mas, de acordo com Davidson (1998, p.8) enquanto não houver uma reforma do sistema internacional de pagamentos, será impossível para os países, com exceção dos EUA, praticar políticas monetárias expansionistas sem o temor de uma crise no balanço de pagamentos. Ou seja, além de cada país utilizar os controles que acharem necessários, mudanças na arquitetura financeira internacional que reduzam a mobilidade de capitais e permitam a coordenação das políticas monetárias dos principais BCs são imprescindíveis.

É importante ressaltar que a idéia por trás do uso de controles de capitais não é isolar o país e permitir aos governantes praticar políticas incompatíveis com a situação econômica. O governo não pode simplesmente ignorar os sinais do mercado e estipular níveis para as variáveis econômicas. A autonomia pode sim ser nociva a um país, na medida em que possibilita que ocasionalmente os governos mantenham políticas insustentáveis, normalmente com fins políticos de curto prazo.

2. A liberalização financeira: Referências para discussão do caso brasileiro

Enquanto nos países desenvolvidos o início do processo de liberalização financeira se deu a partir da década de 1970, a integração dos países em desenvolvimento nesse novo contexto se deu, em sua maioria, no final da década de 1980 e começo da de 1990. Esse foi o caso de alguns países da América Latina e do Brasil, onde tal processo teve os maiores avanços ao longo dos anos 90.

Neste capítulo é feita uma discussão acerca do processo de liberalização financeira ocorrida no Brasil. Primeiro são apresentados alguns dos argumentos que justificaram a opção pela liberalização e são destacadas algumas das principais medidas que marcaram o processo, desde o fim da década de 1980 até o fim da década de 2000. Depois é apresentado o debate mais recente em torno do tema, qual seja a proposta pela plena conversibilidade do Real e a crítica a ela, que se baseia na existência de uma hierarquia de moedas no plano internacional. Além disso, é feita uma análise de trabalhos que se propuseram a testar os impactos desse processo sobre diferentes variáveis da economia brasileira e foi feito um quadro com um resumo sintético de cada trabalho analisado (anexo 1).

2.1 - A liberalização financeira no Brasil

Conforme Biancareli (2004), o debate acerca da liberalização financeira no Brasil teve diferentes focos de acordo com a conjuntura internacional e doméstica. No início da década de 1990, a defesa da remoção dos entraves às movimentações de capitais passava pela idéia de que o país deveria aproveitar o momento favorável de grande liquidez internacional para aliviar a gestão do setor externo. Em meados da década de 1990, com as sucessivas crises internacionais houve um pequeno retrocesso, de natureza circunstancial, não tendo havido um recuo da posição de que a liberalização da conta de capitais era a melhor estratégia a ser seguida pelo país. A partir de 1999, com o início do regime de câmbio flutuante, o foco do debate mudou para a necessidade ou não de adotar a livre conversibilidade da moeda, um passo importante e significativo frente ao aprofundamento lento e pontual pelo qual a liberalização vinha ocorrendo.

2.1.1 – Reintegração e modernização: A necessidade da abertura

A liberalização financeira ocorrida no Brasil na década de 1990 não deve ser vista como uma política isolada, mas como parte de uma estratégia liberalizante que abrangeu diversos setores da economia e envolveu, entre outras medidas, privatizações e liberalização comercial. Essa estratégia foi iniciada no fim da década de 1980, mas somente no governo Fernando Henrique Cardoso (FHC) as condições políticas permitiram seu aprofundamento. A consolidação veio depois de superados os temores de uma ruptura no governo Lula.

Enquanto na década de 1980 a questão da dívida externa esteve muito presente no debate econômico, dada as dificuldades do país em arcar com seus compromissos externos (o que incluiu até uma moratória, em 1987), o retorno dos fluxos de capitais levou à uma mudança de foco. A questão agora era como fazer uso eficiente do grande volume de recursos disponíveis nos mercados financeiros mundiais e até mesmo como mitigar eventuais problemas que eles pudessem causar. Nas palavras de Langoni (1991, p.145), houve “uma radical inversão de prioridades e ênfases: saímos da idade da dívida e caminhamos para a idade do capital”.

Apesar de, já em 1992, os fluxos para o país atingirem um volume expressivo (especialmente em função das reduzidas taxas de juros praticadas nos EUA), alguns autores argumentavam que era necessário dar segurança aos investidores para que o país pudesse aproveitar o momento de alta liquidez internacional. E para isso seria necessária ainda a remoção de restrições às movimentações de capitais. Conforme destaca Biancareli (2004, p. 6), “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)”

Bacha (1993, p. 8,9) viu como o maior desafio daquele momento o controle dos fluxos de curto prazo de tal maneira que não houvesse reflexos sobre os de longo prazo. Ainda que reconhecesse o potencial desestabilizador dos fluxos de curto prazo, afirmava que as restrições sobre esses capitais deveriam ser removidas de forma a prover a confiança necessária à entrada dos capitais de longo prazo. Embora o desejável fosse a entrada de recursos de investidores de perfil menos especulativo, isso só ocorreria se houvesse a liberdade para que eles saíssem a qualquer momento.

Para o autor, naquele momento a atração de capitais de curto prazo era a única opção para a reintegração do país ao mercado internacional de capitais (e também para o

desenvolvimento do mercado doméstico de capitais), de forma que era necessário lhes conferir liberdade de entrada e saída. Opinião semelhante à de Langoni (1991, p.145): “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 (...).”

Além disso, o Banco Central do Brasil (BCB) via no novo contexto a possibilidade de modernizar a restritiva legislação cambial brasileira e acabar com o chamado “mercado paralelo” de câmbio. Segundo o BCB (1993)³⁴, as restrições vigentes se justificavam pelas dificuldades na administração do balanço de pagamentos na década anterior, que forçou a adoção de racionamento de divisas. No entanto, a realidade do momento era de alta liquidez internacional, o que permitia a remoção das restrições vigentes. A necessidade de adaptar a legislação ao novo contexto também foi apontada por Franco e Pinho Neto (2004, p16.): “É pequena a distância que separa o arcabouço legal básico a governar as operações de câmbio no Brasil em nossos dias do que foi estabelecido no início da década de 1930 (...).”

Para o BCB (1993) somente em um contexto adverso as restrições cambiais se justificariam, do contrário, as transações de moedas deveriam ser vistas como qualquer outra transação financeira e a remessa de divisas para o exterior não deveria ser vista como um crime contra a pátria. Essa idéia é bem ilustrada nas seguintes passagens: “A rigor não há nada de errado em o cidadão comum, contribuinte em dia e cumpridor de seus deveres, dispor de suas poupanças como bem quiser, aí compreendendo, inclusive, remessas, para o exterior. O verdadeiro problema não é cambial, mas fiscal” (*Ibid*, p.17) e “(...) o agente pode querer manter disponibilidades lá fora para usar como e quando bem lhe aprouver. Afinal, o recurso é dele e ele já pagou todos os impostos” (*Ibid*, p.19).

Apesar de o próprio BCB reconhecer à época que “O novo regime permite uma amplitude para movimentos de capital que não conhecia precedente no país”(*Ibid*,p.17), ainda haviam muitas restrições às operações cambiais. A justificativa para isso é que a economia brasileira ainda passava por um momento de instabilidade macroeconômica, o que requeria cautela no processo de abertura financeira. Mas o objetivo era claramente uma completa liberalização do câmbio, que só ocorreria quando as condições

³⁴ Documento que ficou conhecido como “Cartilha”.

permitissem “(...) a completa liberalização do câmbio deverá vir com a estabilização da economia” (*Ibid*, p.23).

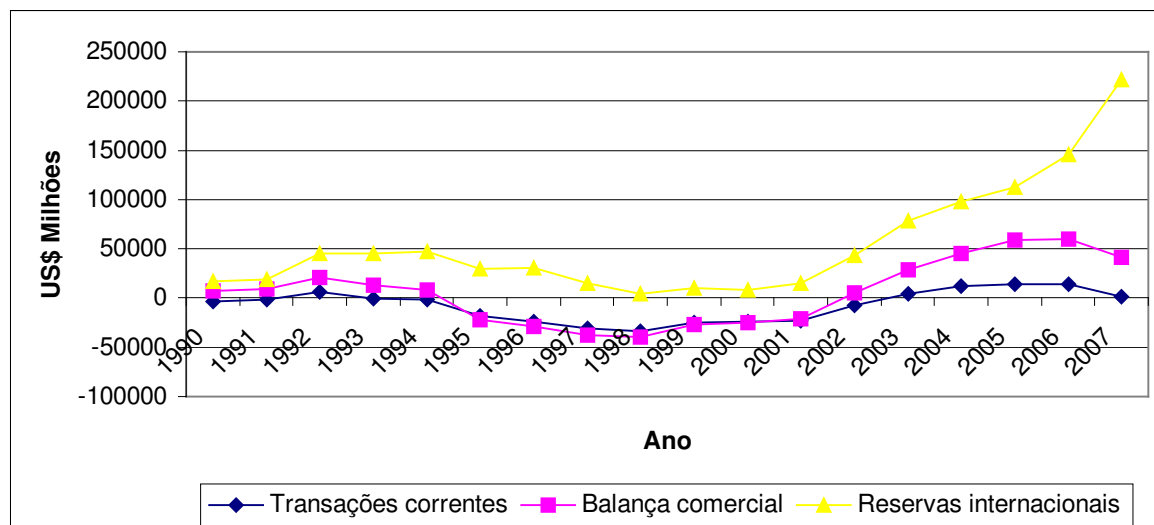
Além da necessidade de “modernização” da legislação brasileira, a liberalização financeira foi defendida como meio para a implementação de duas políticas, a antiinflacionária via âncora cambial e a de crescimento com poupança externa.

2.1.1.1 Política antiinflacionária

Com a alta liquidez internacional prevalecente, passou a ser concreta uma possibilidade impensável no contexto externo adverso dos anos anteriores, uma política antiinflacionária baseada em âncora cambial, política que foi um dos pilares do Plano Real. Com a abertura comercial e a manutenção de um câmbio sobrevalorizado, por meio de um elevado diferencial de juros, os preços dos bens transacionáveis (*tradeables*) exerceriam uma pressão para baixo no nível geral de preços. E o déficit comercial que poderia resultar de tal política (o que de fato ocorreu) poderia ser financiado pelo abundante capital externo. Essa idéia é encontrada em Bacha (1993), um dos principais formuladores do Plano. O autor argumenta que, dado o elevado diferencial de juros, o país gozava de uma autonomia que lhe permitia manter o câmbio sobrevalorizado e, através dele, reduzir a inflação antes mesmo que os “ajustes estruturais” necessários (como o ajuste fiscal) tivessem sido feitos.

Ainda que tal estratégia tenha sido eficaz em combater a inflação seus efeitos sobre o setor externo foram bastante perversos (como podemos ver no gráfico 2), culminando em uma crise cambial em janeiro de 1999. Se observarmos a trajetória da balança comercial, da conta de transações correntes e das reservas internacionais (gráfico2), vemos que a partir de 1994 há uma deterioração nos três indicadores (que seria revertida somente a partir de 2002), o que indica que o regime cambial vigente levou ao aumento da vulnerabilidade externa, tornando o país mais suscetível aos ciclos internacionais de liquidez.

Gráfico 2 – Indicadores selecionados do setor externo - 1990-2007



Fonte: IPEADATA

O período de maior turbulência do regime de câmbio fixo foi entre os anos de 1997 e 1998, marcados pela crise asiática de 1997 e russa em 1998. Os meses de setembro e outubro de 1998, por exemplo, registram os maiores déficits em transações correntes de toda a década de 1990 e as reservas internacionais passaram de cerca de US\$ 44 bilhões em 1998 para aproximadamente US\$36 bilhões em 1999 (e em 1997 estava em torno de US\$52 bilhões). Ainda que se argumente que o abandono do câmbio fixo em um momento de grande turbulência não seja prudente, não se pode desprezar os impactos políticos que o abandono do regime e uma desvalorização cambial teriam naquele momento. 1998 era ano de eleições presidenciais e a queda de um dos pilares do Plano Real acarretaria sérios prejuízos à candidatura do então presidente, que havia sido eleito em 1994 sob a alcunha de “pai” do Real. O peso das circunstâncias eleitorais na condução da política econômica naquele momento³⁵ pode ser tomado como exemplo de como a autonomia pode ser prejudicial ao país em alguns casos, como apontado no primeiro capítulo.

2.1.1.2 - Crescimento com poupança externa

Na década de 1980, a maioria dos países latino-americanos experimentou taxas de crescimento muito abaixo dos níveis prevalentes na década anterior. Um dos motivos apontados para o fraco desempenho macroeconômico era o baixo nível de poupança, que tornava caros e escassos os recursos para investimento e,

³⁵ Ver Gremaud, Vasconcellos e Toneto Jr. (2008, p. 470)

conseqüentemente, comprometia o crescimento. Nas palavras de Franco (1998, p.141), “É bastante evidente que o colapso do investimento no Brasil após 1982 tem que ver com as drásticas reduções tanto na poupança pública como na poupança externa (...)”. Como forma de superar esse baixo dinamismo, entrou em voga, então, uma nova estratégia, a do crescimento com poupança externa.

Portanto, uma alternativa para os países em desenvolvimento, como o Brasil, seria complementar a poupança interna (pública e privada) com a externa, de forma a prover o capital necessário aos investimentos e permitir a retomada do crescimento. Como vimos no primeiro capítulo, um dos argumentos dos defensores da liberalização financeira era que a livre movimentação internacional de recursos promoveria uma alocação de recursos em que o capital migraria para os países onde ele pudesse ter maior retorno o que os beneficiaria por meio do aumento na oferta de capital. De acordo com Bresser e Nakano (2003), essa foi uma das justificativas para que o Brasil colocasse em prática o processo de liberalização financeira, segundo os proponentes dessa estratégia, o recurso à poupança externa seria a única alternativa viável para prover os recursos necessários ao aumento dos investimentos e para atrair tais recursos era necessário promover a abertura financeira da economia³⁶.

Para uma crítica dos argumentos aqui apresentados para justificar a necessidade de abertura financeira da economia brasileira, ver Biancareli (2004), Batista Jr. (1993) e Bresser-Pereira e Nakano (2003)

2.1.2 – Principais etapas da liberalização financeira brasileira

Uma das primeiras medidas na direção da liberalização financeira foi a separação, ainda em 1988, do mercado de câmbio em um mercado “oficial”, o mercado de câmbio de taxas livres (MCTL) e um mercado separado do oficial, o mercado de câmbio de taxas flutuantes (MCTF). Nesse mercado, os agentes poderiam transacionar moedas estrangeiras por condições estabelecidas livremente, de forma que o preço de cada moeda flutuaria de acordo com a oferta e a demanda.

A separação do mercado de câmbio teve como principal objetivo fazer com que transações que antes eram realizadas no chamado “mercado paralelo” passassem a ser feitas de forma legal. Segundo o BCB (1993), a legislação do mercado oficial era muito

³⁶ Uma das explicações para a baixa disponibilidade de poupança era a teoria da repressão financeira, que postulava que medidas como controle das taxas de juros desestimulavam a poupança e, por conseguinte, o investimento. Ver Hermann, 2003.

“pesada” para lidar com o ambiente de grande liquidez internacional. De fato, com a permissão da legislação para a realização de um maior número de transações, o mercado paralelo foi perdendo cada vez mais importância, ficando relegado às transações com recursos ilícitos³⁷ (Franco e Pinho Neto, 2004).

Um dos eixos centrais da liberalização financeira brasileira da década de 1990 foi a flexibilização das regras para entrada de investidores estrangeiros no mercado financeiro doméstico (Freitas e Prates, 2001). E uma das mudanças mais importantes nesse sentido foi a criação do Anexo IV à Resolução n. 1.289/87 em 1991. Com ele foi permitida a entrada de investidores institucionais estrangeiros (como os fundos de pensão) no mercado acionário nacional, livres de restrições quanto ao prazo mínimo de permanência, composição de portfólio ou capital inicial mínimo, o que aumentou consideravelmente as opções de investimentos disponíveis para os investidores estrangeiros. Esse foi o canal mais usado para o investimento no mercado acionário brasileiro (Prates, 1999).

Outra mudança de grande importância foi a alteração no funcionamento das chamadas contas CC5 pela Resolução CMN 1.946/92, a Circular 2.242/92 e a Carta Circular 2.259/92, em 1992. Passou a ser permitida a remessa de recursos ao exterior sem que tivesse havido um ingresso correspondente no período anterior e foi eliminada a necessidade de autorização prévia do Banco Central para a realização de tais transferências. Essas operações se dariam por meio de contas de não residentes em instituições financeiras no país, mantidas por instituições financeiras do exterior (Lann, 2007).

Para Franco e Pinho Neto (2004), essa mudança foi um “divisor de águas” no que se refere às saídas de capital, pois pela primeira vez, desde a década de 1930 a remessa de capitais para o exterior (tanto por residentes quanto por não residentes) não estaria mais sujeita a controles *ex-ante*. Em relação ao capital estrangeiro essa mudança foi ainda mais significativa, já que antes dela remessas ao exterior simplesmente não poderiam ser feitas sem que tivesse havido ingressos correspondentes no período anterior.

A adesão do Brasil em 1999 à disciplina do Artigo VIII dos estatutos do FMI foi outra medida de grande relevância. O Artigo VIII proíbe a adoção de restrições aos pagamentos feitos em transações em conta corrente (como, por exemplo, a adoção de

³⁷ Além disso, o aumento na fiscalização das operações cambiais também contribuiu para esse encolhimento

múltiplas taxas de câmbio). Membro do FMI desde 1946, o Brasil só aderiu ao Artigo VIII mais de sessenta anos depois. Com isso, a conta de transações correntes brasileira se tornou plenamente conversível (*Ibid*). .

Segundo Freitas e Prates (2001), os incentivos aos investidores estrangeiros foram consolidados pela resolução 2.689/00 de 2000, que liberou aos investidores estrangeiros todos os instrumentos e modalidades operacionais, dos mercados financeiros e de capitais, disponíveis no país. Os investidores estrangeiros passaram a ter acesso às mesmas opções de investimento que os residentes. Para as autoras, sob a presidência de Armínio Fraga no BC (1999-2002) o processo de liberalização dos movimentos de capitais foi finalizado. Os investimentos feitos pelo MCTL deixaram de estar submetidos a critérios quanto ao tipo de instrumento utilizado, composição de carteira e natureza do investidor, de forma que o mercado financeiro brasileiro passou a se totalmente aberto à entrada de investidores estrangeiros, o que inclusive fez com que as vantagens proporcionadas pela mudança nas contas CC5 fosse eliminadas (*Ibid*, p. 85,86)

Com relação a emissão de títulos no exterior pelas empresas e bancos nacionais, ao longo da década de 1990, as exigências e regras para as operações foram sendo relaxadas, até que em 2000, através da Resolução 2.770, foram eliminados a exigência de autorização do BC para qualquer tipo de captação de recursos e o direcionamento compulsório dos repasses de recursos externos pelos bancos. A natureza do regime passou de autorizativo para declaratório (*Ibid*, p.87)

De acordo com Laan (2007), a partir de 2001 as mudanças realizadas pelo BC foram mais no sentido de consolidação e aprofundamento das mudanças realizadas na década de 1990.

Em 2005 as mudanças efetivadas desde a década de 1990 são consolidadas no novo Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI) substituindo as Consolidações de Normas Cambiais (CNC), o que representou um grande passo em direção à livre movimentação de capitais. Houve, por exemplo, o fim da separação do mercado de câmbio em dois segmentos (livre e flutuante). Com base na nova regulamentação do RMCCI pessoas físicas e jurídicas podem negociar, com agentes autorizados, moeda estrangeira, de qualquer natureza, sem limitação de valor. Com o RMCCI, avançou-se na desburocratização e simplificação das operações de câmbio (*Ibid*).

É importante apontar também algumas características da liberalização financeira brasileira. Em primeiro lugar, o processo foi marcado pelo gradualismo, foi feito de forma incremental, removendo restrições individualmente (Franco e Pinho Neto, 2004). Arida (2004) destaca que a liberalização financeira brasileira foi feita de forma gradual, com os impactos de cada mudança sendo avaliados e passíveis de reversão caso se mostrassem perversos à economia. A forma gradual pela qual se deu a liberalização financeira brasileira foi estratégica, defendida até mesmo pelos que se mostravam favoráveis à ela³⁸.

Outra característica da liberalização financeira brasileira é que embora a liberalização tenha sido um objetivo das diversas administrações ao longo da década de 1990 e 2000, ela não foi contínua tendo recuado em alguns momentos por conta do contexto econômico. Nesse sentido, ao longo do processo houve tanto mudanças “estruturais” visando a liberalização, quanto medidas pontuais para o enfrentamento de problemas conjunturais específicos (Laan, 2007), como por exemplo os controles sobre entradas de capitais nos primeiros anos do Plano Real³⁹. Segundo Cardoso e Goldfajn (1997) as decisões acerca da implementação ou remoção de controles de capitais no Brasil entre 1983 e 1995 estiveram ligadas ao contexto econômico, o que caracterizaria a gestão dos controles de capitais como endógena. Por endogeneidade entende-se que os controles de capitais são determinados pelos fluxos, de forma que quando há uma forte entrada de fluxos, o governo adota algum tipo de controle sobre a entrada e quando há saídas expressivas são implementados controles sobre a saída.

Sobre as mudanças legais que possibilitaram a liberalização financeira brasileira, muitas delas, como a separação dos mercados de câmbio e a modificação no funcionamento das contas CC5, se deram via circulares ou resoluções do BC. Ou seja, por medidas infralegais, tendo havido mais mudanças na interpretação das leis que na legislação propriamente dita (Laan, 2007). Segundo Franco e Pinho Neto (2004), a legislação sofreu poucas alterações desde a década de 1960 e foi sobre esta mesma legislação que se deu a liberalização financeira.

Por fim, deve-se salientar que o fim de restrições à diversas transações com moedas estrangeiras, além da facilitação e desburocratização de tais operações, foi acompanhada por preocupações acerca da legalidade destas. A preocupação que antes

³⁸ Como Arida (2003a), Bacha (2003) e BCB (1993)

³⁹ Para uma descrição dos controles utilizados pelo Brasil ao longo da década de 1990 ver Ariyoshi *et al* (2000)

era com o gerenciamento do balanço de pagamentos, passou a ser com a licitude dos recursos envolvidos nas transações e com a tributação destas.

2.2 – O debate sobre a conversibilidade

Após o colapso do regime de bandas cambiais em janeiro de 1999, a política econômica brasileira passou por importantes mudanças. Em janeiro foi adotado o regime de câmbio flutuante e em junho o regime de metas de inflação. Como elemento característico da política econômica vigente desde então temos também o compromisso com uma política fiscal austera, sob a Lei de Responsabilidade Fiscal (2000) e a obtenção de superávits primários (desde 1999).

Nesse momento, a economia brasileira já apresentava um grau de abertura e integração financeira muito maior do que no início da década de 1990. Se no início da década havia um debate em torno da necessidade de remover ou não restrições às movimentações de capitais, no início dos anos 2000 a liberalização financeira já estava consolidada, tendo apresentado avanços significativos (apesar de eventuais recuos em períodos de turbulência). A integração do país ao sistema financeiro internacional já era uma realidade, o que mudou a natureza do debate em torno da liberalização financeira no Brasil.

Esta mudança no debate ocorreu também em função dos severos impactos das crises internacionais da década de 1990 sobre a economia, que evidenciaram a fragilidade externa do país. Para alguns autores a redução da vulnerabilidade externa viria por uma integração mais cuidadosa que implicava o uso de controles de capitais. Para outros, no entanto, era necessário um aprofundamento do processo. Mais especificamente, a adoção da livre conversibilidade do Real era o passo que faltava para que o país pudesse efetivamente se valer dos benefícios da liberalização financeira.

A manutenção das altas taxas de juros era outra questão importante a ser explicada pelos defensores da liberalização financeira. Diz a teoria convencional que a liberalização financeira promove uma redução nas taxas de juros internas por aumentar a oferta de capital via poupança externa. Além disso, o regime de câmbio flutuante permitiria uma taxa de juros menor que as vigentes, uma vez que não havia uma paridade a ser defendida. Não houve, no entanto, uma redução substancial da taxa de juros real, que continuou entre as maiores do mundo (normalmente figurando na primeira posição).

2.2.1 - A proposta de conversibilidade plena do Real

Como foi dito anteriormente, alguns autores passaram a defender a idéia de que era preciso aprofundar o processo de liberalização financeira que vinha ocorrendo no país. Isso porque, apesar dos avanços, era necessária uma mudança sem a qual tal processo não estaria completo, a adoção da conversibilidade plena da moeda nacional.

Primeiramente é preciso definir o conceito de conversibilidade utilizado pelos autores aqui estudados. A conversibilidade se refere à remoção de quaisquer restrições para a compra e venda de moedas, ou seja na troca de Reais por outras moedas e vice-versa. As transações no mercado de câmbio não seriam diferentes de outras transações financeiras. Mas ainda seriam proibidos o pagamento e a estipulação de contratos em moeda estrangeira, por exemplo.

Para Arida (2003a) a adoção da conversibilidade consolidaria a estabilidade macroeconômica do país. Embora a vigência do “tripé saudável” de política econômica, câmbio flutuante, superávit fiscal e taxa básica de juros voltada para o cumprimento da meta inflacionária, estivesse consolidado, ainda faltava um passo para que a transição do regime de câmbio administrado para o flutuante estivesse completo, a plena conversibilidade do Real.

Afirma o autor que, embora o câmbio seja flutuante, ainda existem mecanismos de controles característicos de regimes de câmbio fixo. O principal problema reside no fato da liberalização financeira ter avançado sem que muitas das leis que permitem o estabelecimento de controles fossem removidas⁴⁰. Por mais que o processo de liberalização financeira tenha avançado, ele pode ser revertido administrativamente pelo Banco Central. Ou seja, nada garante que restrições às transações no mercado de câmbio não serão restabelecidas.

(...)se é impressionante o que foi feito em matéria de liberalização a partir da legislação cambial em vigor, é igualmente notável o que esta legislação *ainda permite* que seja feito, particularmente quando se trata de restringir e controlar fluxos cambiais, através de simples decisões administrativas (Franco e Pinho Neto, 2004, p 23)..

Segundo Arida (2004), a adoção da conversibilidade livre ou restrita emite um sinal muito importante para o mercado, uma vez que as ações do governo são fundamentais na formação das expectativas dos investidores. Ao permitir a livre conversibilidade da moeda, o governo sinaliza confiança em seu padrão monetário. Os

⁴⁰ Como visto na seção anterior.

investidores podem até desconfiar disso, mas tal estratégia tem papel positivo na formação de suas expectativas. Por outro lado, ao restringir a conversibilidade, o sinal que é passado implicitamente é que nem o próprio governo tem plena confiança em seu padrão monetário como reserva de valor. E, diferentemente do caso da livre conversibilidade, os investidores seguem esse sinal sem reservas.

Ao manter os controles, o governo adia os benefícios que a política macroeconômica “saudável” que vem sendo praticada poderia gerar, já que sinaliza que seu padrão monetário não é confiável. Os resultados de tal estratégia se refletiriam em uma menor oferta de recursos, maiores prêmios de risco, que se refletem em maiores taxas de juros ou em taxas de câmbio mais desvalorizadas, ausência de um mercado doméstico de crédito de longo prazo e um esforço fiscal maior que o necessário (*Ibid*).

Com a inconvertibilidade, a taxa de juros em dólares (que se reflete na taxa de juros interna) é composta não só pela taxa de juros internacional e pelo risco de *default*, mas também pelo risco de haver um racionamento administrativo de divisas. Franco e Pinho Neto (2004, p.23) também chamam a atenção para esse aspecto, argumentando que a discricionariedade do Banco Central na imposição de controles leva a um aumento do risco-país. Esse risco pode ter impactos também sobre a taxa de câmbio, que se estabeleceria em um nível mais alto (mais desvalorizada) do que se houvesse plena conversibilidade. “(...) o custo da parafernália de restrições é pago aqui e agora, na forma de taxas de juros internas mais elevadas do que o necessário ou de uma moeda excessivamente depreciada.” (Arida, 2003a, p. 139).

Além disso, a adoção da conversibilidade teria efeitos sobre o crédito de longo prazo no sistema financeiro doméstico. Segundo Arida, Bacha e Lara Resende (2004), os dois principais determinantes das taxas de juros de curto prazo e do crédito de longo prazo são a qualidade da jurisdição e o grau de conversibilidade da moeda. Se a jurisdição é ruim e a conversibilidade é restrita, como no Brasil, a taxa de juros de curto prazo é alta e inexistente um mercado de crédito de longo prazo.

Sob a conversibilidade restrita o poupador exige maiores taxas de juros para manter seus recursos no sistema financeiro doméstico. E as incertezas associadas ao estabelecimento de contratos sob a jurisdição brasileira⁴¹, que os autores chamam de “incerteza jurisdicional”, levam à redução do volume de poupança, estimula os

⁴¹ Devido a fatores como legislação viesada em favor dos devedores, dificuldades de execução de garantias para recuperação de créditos, histórico de episódios como confisco de ativos e outros.

poupadores manter suas poupanças no exterior e aumenta a preferência desses agentes por investimentos de curto prazo e grande liquidez ou em ativos reais. E para prazos mais longos, tais incertezas não podem ser quantificadas, ou seja, não podem ser expressas em termos de risco que incidem sobre o custo do financiamento (*Ibid*, p.8). Isso implica na inexistência de um mercado de crédito de longo prazo no país e na reticência dos poupadores manterem aplicações de longo prazo sob a jurisdição doméstica.

Com a conversibilidade, (...) a moeda própria do país (...) passaria a ser uma legítima reserva de valor. Com base nela, poder-se-ia então construir um sistema financeiro interno com contratos de longo prazo, superando-se, assim, a condição de vulnerabilidade externa que persegue o país desde os primórdios da industrialização. (Bacha, 2003, p. 150).

Além disso, a livre conversibilidade seria uma forma de reduzir o prêmio de risco com um menor esforço fiscal, já que parte deste risco é fruto justamente da conversibilidade restrita da moeda. (Arida, 2003b).

Embora o próprio Arida (2003b) reconheça a taxa de câmbio como um preço importante da economia ele argumenta que intervenções através de compra e venda de divisas ou a imposição de uma alíquota uniforme sobre os fluxos de capitais poderiam cumprir a função de dar maior estabilidade ao mercado cambial, não sendo necessária a imposição de controles administrativos (diretos) de capitais. Ou seja, se em algum momento o governo achar por bem intervir no mercado cambial, ele poderia fazê-lo por mecanismos de mercado, de forma que os agentes não fiquem sujeitos ao poder discricionário do Banco Central (de impor medidas administrativas de acordo com a conjuntura) e não seja criado um clima de insegurança para os investidores.

A crítica à proposta da conversibilidade plena da moeda brasileira passa por diversos aspectos, alguns dos quais já foram tratados no primeiro capítulo. Diversos autores (ver Biancareli, 2004 e Ferrari Filho *et al.*(2005)) contestaram os argumentos dos proponentes da conversibilidade, enfatizando diferentes aspectos. Oreiro, Paula e Silva (2004) por exemplo, afirmam que a idéia de que a conversibilidade tem relação com o risco país não encontra respaldo na literatura internacional ou nacional. Bresser-Pereira e Nakano (2002) inclusive estabelecem uma relação teórica inversa entre as variáveis, ou seja, o risco seria influenciado pela taxa de juros. No entanto, neste trabalho optou-se por abordar outro aspecto, a hierarquia de moedas, uma questão que

não foi tratada no primeiro capítulo e que envolve especificidades dos países em desenvolvimento.

2.2.3 – Críticas à proposta de conversibilidade plena do Real: A hierarquia de moedas

De acordo com Carneiro (2008), uma moeda é dita conversível se exerce no plano internacional as funções clássicas da moeda, quais sejam, unidade de conta, meio de pagamento e reserva de valor. No plano doméstico, a inconvertibilidade se manifesta na perda em diferentes graus da função de reserva de valor pela moeda local. A insuficiência da moeda local como reserva de valor faz com que os poupadores prefiram manter seus investimentos líquidos e também se reflete em altas taxas de juros e inexistência de um mercado de financiamento de longo prazo

Para o autor, a inconvertibilidade é um atributo das moedas dos países periféricos e está mais ligada à configuração do sistema monetário internacional que a fatores doméstico. Mais especificamente, a existência de uma rígida hierarquia de moedas no plano internacional é o fator crucial por trás da inconvertibilidade das moedas dos países emergentes.

Dessa perspectiva, a inconvertibilidade seria uma característica permanente dos países periféricos, perpassando as várias ordens monetário-financeiras internacionais e assumindo maior ou menor importância de acordo com o grau de liberalização dos fluxos de capitais (*Ibid*, p. 543). .

As moedas convertíveis, que estão no topo dessa hierarquia, são as caracterizadas por taxa de inflação historicamente baixas, liquidez e profundidade dos mercados domésticos que minimizem o risco de perda de capital e o tamanho da economia e de suas relações comerciais. (*Ibid*, p.542).

A partir da moeda reserva, de risco zero, as moedas podem ser hierarquizadas de acordo com seus prêmios de risco, requeridos pelos agentes para compensar o risco de manter moedas que não a reserva (Belluzzo e Carneiro, 2004). Esse risco é exacerbado pelo chamado pecado original (*original sin*), que é a incapacidade de um país emitir dívidas no mercado internacional denominadas em sua própria moeda, o que o torna mais vulnerável aos ciclos internacionais de liquidez e aumenta o risco cambial dos detentores de sua moeda. Esse risco pode ser considerado o fator de distinção entre as moedas convertíveis e inconvertíveis ou, mais especificamente, o peso desproporcional que este assume em função da instabilidade externa da moeda (Carneiro, 2008).

Essa argumentação vai contra a idéia de autores que atribuem a conversibilidade a fatores domésticos, como a instabilidade da moeda, a qualidade das políticas e das instituições e o histórico de *default*. De acordo com essa visão, a instabilidade interna da moeda é transferida ao seu valor externo, tornando-a inconvertível. Para o autor, existiria nas moedas inconvertíveis uma fratura entre a estabilidade interna e externa da moeda, de forma que a estabilidade doméstica não se traduz necessariamente na sua estabilidade externa, medida pela taxa de câmbio em relação às moedas convertíveis. Na verdade o mais comum seria que a instabilidade do seu valor externo se refletisse em seu valor interno.

Dáí depreende-se o ponto central da crítica de Belluzzo e Carneiro (2004) e Carneiro (2008) à proposta de conversibilidade plena do Real. Para eles, a inconvertibilidade decorre fundamentalmente de fatores externos, a existência de uma rígida hierarquia de moedas, enquanto para os defensores da referida proposta ela é consequência direta de um fator doméstico, a existência de restrições que impedem a livre troca de reais por outras moedas. Portanto, para os primeiros, a eliminação dessas restrições não tornaria o Real uma moeda efetivamente convertível, tampouco em uma “legítima reserva de valor” como afirma Bacha (2003, p.150). Ou seja, “a superação da inconvertibilidade *de jure* não implicaria o estabelecimento da conversibilidade de fato” (Carneiro, 2008, p.547). E sem a conversibilidade efetiva os agentes continuariam exigindo um elevado prêmio de risco para abrir mão da segurança da moeda reserva, o que não permitiria a queda dos juros conforme defende Arida (2003a).

No plano doméstico, a conversibilidade de direito (*de jure*) somada a inconvertibilidade de fato não tornaria a moeda doméstica reserva de valor, o que poderia levar à migração da poupança doméstica para o exterior. De acordo com Arida (2003a), em um regime de câmbio flutuante, essa migração seria limitada pelas variações na taxa de câmbio. Da mesma forma em que se dá o equilíbrio nos mercados de bens ou outros ativos financeiros, a partir de um certo “preço” (taxa de câmbio), a demanda por dólar (moeda reserva) se reduziria, bem como o Real se tornaria atrativo por seu baixo preço. A falha desse argumento é desconsiderar as especificidades que envolvem o mercado de moedas.

Em se tratando de moedas de diferentes “qualidades” (convertíveis e inconvertíveis), a demanda e a oferta não reagem à variações no preço como outros ativos, especialmente quando se trata da moeda reserva. A valorização da moeda reserva leva, ao contrário de outros bens ou ativos, a um aumento na demanda, da mesma forma

que a demanda por moedas inconversíveis se reduz diante de desvalorizações frente à moeda reserva. Isso ocorre simplesmente pelo fato das moedas conversíveis serem ativos mais seguros (Belluzzo e Carneiro, 2004). A existência de uma hierarquia de moedas gera uma especificidade nesse mercado, uma vez que os agentes irão manter parte de suas riquezas em moeda reserva (ou conversíveis) não pelo seu rendimento, mas pela segurança que esta proporciona (Carneiro, 2008).

A diferença entre centrar a análise nos fatores internacionais ou domésticos também gera divergências em outra questão importante, a origem do já mencionado “pecado original”. Enquanto para Arida, Bacha e Lara-Resende (2004) ele decorre da incerteza jurisdicional prevalecente no país, para Belluzzo e Carneiro (2004) e Carneiro (2008) ele é fruto da hierarquia de moedas. Como para os primeiros o pecado original decorre de um fator doméstico, a solução para ele passaria por uma solução doméstica, o que é contestado pelos últimos⁴².

Em um contexto de grande mobilidade de capitais, como o atual, o problema da inconversibilidade ganha mais destaque. Isso ocorre porque a instabilidade externa da moeda pode se transmitir mais facilmente ao seu valor interno, ou seja, a instabilidade monetária de “fora para dentro” é acentuada (Carneiro, 2008, p.553). Por isso, a solução proposta por Belluzzo e Carneiro (2004) para a redução da vulnerabilidade externa de uma economia de moeda inconversível, como o Brasil, bem como para a manutenção de taxas de juros reais mais reduzidas, passa pela limitação da conversibilidade da moeda. Limitação que envolveria o uso controles sobre a entrada e a saída de capitais.

É importante destacar também que a proposta de plena conversibilidade é em última instância, uma proposta de redução voluntária da autonomia de política econômica. Como já destacado no primeiro capítulo, a idéia por trás desse argumento é a hipótese dos mercados eficientes (HME). De acordo com Arida (2004), a simples possibilidade do uso de controle de capitais provoca uma distorção no mercado cambial, pois impede que próprios agentes corrijam eventuais “excessos”. Por isso, uma medida que suprimisse o poder do governo de intervir no mercado faria com que os agentes promovessem o auto-equilíbrio, o que seria mais eficiente e traria mais estabilidade às flutuações que eventuais intervenções.

⁴² Para uma discussão acerca das causas e efeitos do pecado original ver Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003a,2003b).

2.3 Evidências empíricas dos impactos da liberalização financeira no Brasil

Nesta seção são apresentados trabalhos empíricos que buscam avaliar os impactos da liberalização financeira no Brasil da década de 1990⁴³. Foram selecionados trabalhos que tratam essa questão sob diferentes aspectos, como o crescimento econômico, taxa de câmbio e inflação. A pesquisa abrangeu as principais revistas de economia nacionais e artigos apresentados em congressos como o da ANPEC, além de artigos freqüentemente citados. Em casos de artigos que são desenvolvimentos de trabalhos anteriores (como dissertações de mestrado)⁴⁴ foi dada prioridade aos artigos, uma vez que eles são mais recentes. Após a apresentação é avaliado se as evidências fornecidas pelos trabalhos nos permitem chegar a uma conclusão “segura” acerca dos impactos da liberalização no país⁴⁵. É feita também uma análise em separado de trabalhos que tiveram como objetivo estudar a autonomia de política econômica, tema central deste trabalho. A apresentação dos trabalhos é feita por temas.

Uma descrição mais completa de cada trabalho é feita no Quadro 1 (anexo 1), nele foram incluídos os trabalhos que tratam apenas do Brasil ou em que o Brasil esteja entre os países estudados, desde que haja resultados separados para cada um deles⁴⁶ e não somente para o conjunto, como ocorre em análises de painel. A disposição dos trabalhos é feita por ordem cronológica.

Nesse quadro (Anexo 1) há referências aos indicadores de liberalização financeira ou de controles de capitais utilizados pelos autores. A definição e construção desses índices são apresentadas no capítulo três, onde também é feita uma discussão mais aprofundada acerca da efetividade dos diferentes indicadores utilizados tanto na literatura brasileira quanto na internacional.

Eventualmente são apresentados trabalhos que não tratam somente do Brasil, mas que são úteis para ilustrar certas questões, como Damasceno (2008a) e Gonçalves, Holland e Spacov (2005). Esses trabalhos não foram incluídos no quadro 1e quando são citados é feita a ressalva de que o trabalho abrange mais países.

⁴³ Também serão apresentados alguns trabalhos que, além da década de 1990, abordem períodos anteriores e posteriores.

⁴⁴ Como Laan, Cunha e Lélis (2007) e Soihet e Terra (2006)

⁴⁵ É importante ressaltar que os resultados de um trabalho econométrico não devem ser tomados como “prova” de uma proposição específica. Dadas as limitações a que os estudos econométricos em geral, e os de séries de tempo em particular, estão sujeitos, esses resultados nos permitem dizer, na melhor das hipóteses, apenas que as evidências apontam para uma determinada conclusão.

⁴⁶ Como é o caso de Silva e Compton (2006)

Tanto no quadro 1 como na seção 2.3.1, os objetivos e resultados descritos são apenas os referentes à liberalização financeira, ignorando-se outras questões. .

2.3.1 – Os resultados

2.3.1.1 - Crescimento Econômico

Laan, Cunha e Lélis (2007), utilizando dois indicadores de abertura, não encontraram relações estatisticamente significativas entre liberalização da conta de capitais e crescimento econômico no Brasil no período 1994-2006. Apesar de não significativo, o resultado sugere que o efeito da liberalização sobre o crescimento é negativo. Esse resultado vai ao encontro de muitos outros trabalhos (que não abordam somente o Brasil) como Ono, Silva, Oreiro e Paula (2005)⁴⁷, Damasceno (2008a), Rodrik (1998) e Prasad *et al* (2003).

Conforme visto anteriormente, a relação entre liberalização financeira e crescimento econômico já foi extensamente explorada na literatura e pode-se dizer que não existe um consenso sobre essa questão, já que os resultados são muito diversos⁴⁸.

É importante destacar também o trabalho de Damasceno (2008a). Nele, o autor testa se alguns fatores colocados como necessários para que a liberalização financeira tivesse efeitos positivos sobre a economia realmente influenciam na relação entre abertura e crescimento. Para o teste foram escolhidos o grau de abertura ao comércio internacional, o grau de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, o tipo de política macroeconômica praticada e o grau de estabilidade macroeconômica. De acordo com seus resultados, não foi possível rejeitar a hipótese de que o grau de abertura ao comércio internacional têm influência sobre a relação liberalização-crescimento, quanto aos outros fatores, os resultados não permitiram corroborar a hipótese de que eles a influenciam.

2.3.1.2 - Câmbio

Ono, Silva, Oreiro e Paula (2005) não encontraram evidências de que os controles de capitais produzem e/ou acentuam a volatilidade da taxa de câmbio brasileira. No mesmo sentido, os resultados de Laan, Cunha e Lélis (2007), apesar de não encontrarem relações robustas entre os indicadores de liberalização e a taxa de

⁴⁷ Além desse estudo, que envolveu 74 países há um que trata apenas do Brasil, por isso esse artigo é citado em outras partes do texto e foi incluído no quadro 1

⁴⁸ Talvez o fato de encontrar apenas um trabalho que relacione crescimento e liberalização seja fruto justamente da falta de resultados consistentes entre essas variáveis na literatura internacional.

câmbio, apontaram que a remoção de controles leva a uma apreciação cambial e que a maior integração financeira pode levar a um aumento da volatilidade da taxa de câmbio. Os resultados de Biage, Correa e Neder (2007) indicaram que os fluxos de capitais tiveram importante papel na volatilidade da taxa de câmbio, especialmente no período em que prevaleceu o câmbio fixo (1995-1998). E o trabalho de Miranda (2006) sugere que com a liberalização houve um aumento da probabilidade de ocorrência de crises cambiais e ataques especulativos. De acordo com o autor,

Este resultado está em consonância com estudos recentes que têm atribuído o aumento da quantidade e da intensidade das crises cambiais à liberalização dos fluxos de capitais observada em muitos países em desenvolvimento a partir do final da década de oitenta. (*Ibid*, 2006, p. 297)

Como podemos ver, os resultados dos trabalhos que tratam da taxa de câmbio apontam para uma maior volatilidade frente à liberalização ou integração financeira

2.3.1.3 – Juros

No estudo da taxa de juros os resultados encontrados foram divergentes, alguns encontraram relações positivas entre liberalização financeira e taxa de juros, outros relações negativas e em outros casos não foram encontradas relações entre as variáveis.

Pinheiro e Amin (2005) e Goldfajn e Minella (2005) encontraram evidências de que os fluxos de capitais selecionados tiveram impactos negativos sobre o diferencial de juros. Mas segundo Goldfajn e Minella (2005), esses efeitos não são persistentes.

Os resultados de Laan, Cunha e Lélis (2007) e Ono, Silva, Oreiro e Paula (2005) sugerem o oposto. Os primeiros não encontraram relações significativas entre liberalização e taxa de juros, mas os resultados permitem identificar que o aprofundamento da liberalização e da integração financeira gerou um viés de alta. E de acordo com Ono, Silva, Oreiro e Paula (2005), a taxa de juros respondeu negativamente aos controles de capitais.

Já Biage, Correa e Neder (2007) encontram evidências que os fluxos de capitais tiveram pouca importância na determinação da taxa Selic no período estudado. Mas os resultados indicam tanto relações positivas quanto negativas entre os fluxos de capitais selecionados e as taxas de juros de curto e longo prazo (taxa Selic e *Swap*, respectivamente).

Apesar de não tratar somente do Brasil, vale destacar o trabalho de Gonçalves, Holland e Spacov (2005). Os autores testaram, para um conjunto de cinquenta países no período 1996-2002 a hipótese de Arida, Bacha e Lara-Resende (2004) exposta

anteriormente de que a incerteza jurisdicional, a inconvertibilidade cambial e a interação entre elas poderiam explicar a alta taxa de juros reais no Brasil no período 1996-2002. Os resultados encontrados invalidaram essa hipótese.

2.3.1.4 – Inflação

Os resultados de Mendonça e Pires (2006) indicaram que, tanto sob o regime de câmbio fixo quanto flutuante, a utilização de controles de capitais produziu uma redução na pressão inflacionária. Ressalta, entretanto, que, para o caso do câmbio fixo, o efeito foi apenas temporário.

O trabalho de Biage, Correa e Neder (2007) indica que os fluxos de capitais explicam fortemente variações na inflação, mas a relação entre eles é negativa, ou seja, a utilização de controles de capitais poderia ser um fator de pressão inflacionária.

2.3.1.5 – Risco-país

Os resultados dos trabalhos analisados que tratam do risco-país foram bastante convergentes, indicando que ele sofre pouca influência da liberalização financeira ou dos controles de capitais.

Segundo Pinheiro e Amin (2005), os fluxos de capitais têm impacto positivo sobre o risco-país, mas essa influência é pouco expressiva. Os resultados de Oreiro, Paula e Silva (2004) apontaram para a inexistência de uma relação direta e/ou de longo prazo entre o prêmio de risco e os controles de capitais e para uma relação positiva entre conversibilidade e prêmio de risco. Esses resultados contrariam a hipótese dos proponentes da livre conversibilidade do Real apresentada anteriormente de que a conversibilidade restrita implica em maiores prêmios de risco. E, de acordo com Biage, Correa e Neder (2007), os fluxos influenciam negativamente o risco-país, sendo que essa influência é pequena no primeiro período analisado (1995-1998) e menor ainda no segundo (1999-2006).

2.3.1.6 - Eficiência dos controles de capitais

Sobre a eficiência dos controles, os resultados também apontam para uma mesma conclusão, a de que eles têm pouca influência na determinação dos fluxos de capitais.

Cardoso e Goldfajn (1997) mostraram que os controles de capitais são eficazes na alteração do volume e da composição dos fluxos, mas somente no curto prazo e que

os controles de capitais foram endógenos no período⁴⁹. De acordo com Vieira e Holland (2003) os controles de capitais não têm efeitos de longo prazo sobre os fluxos. Os resultados de Veríssimo e Holland (2004) sugerem que a adoção de uma legislação mais liberalizante tem pouca importância para a atração de fluxos de portfólio. E o trabalho de Carvalho e Garcia (2006) mostrou que os controles sobre influxos de capitais são eficientes somente pelo período de dois a seis meses. Já o trabalho de Soihet e Terra (2006) mostra que o grau de liberalização financeira foi fator determinante para explicar o fluxo de capital total entre 1990 e 2000.

Silva e Resende (2008) compararam a eficácia dos controles via preços com a dos controles de capitais quantitativos. De acordo com os resultados, os controles de capitais foram endógenos e eficazes em conter uma parte significativa da fuga de capitais. A hipótese da superioridade dos controles exógenos⁵⁰ não foi rejeitada, mas há a ressalva de que eles não foram suficientemente eficazes para reverter a crise cambial de 1999. E conclui-se que, em momentos de grande instabilidade financeira, os controles de capitais quantitativos seriam capazes de conter totalmente uma massiva fuga de capital, indicando que eles seriam superiores aos controles via preços, o que dá suporte aos argumentos apresentados na seção 1.4.2.2 em favor dos controles dessa natureza.

A baixa eficiência dos controles apontada pelos trabalhos estudados provavelmente se deve ao grande desenvolvimento do sistema financeiro, cujo elevado número de canais e instrumentos, torna mais difícil o controle dos fluxos. Além disso, como destaca Aryioshi *et al.*(2000) o alto diferencial de juros praticados no país contribui para essa ineficiência, uma vez que a alta rentabilidade torna o incentivo à evasão dos controles maior que o custo de burlar-los. Dado o alto diferencial de juros, os investidores tinham um incentivo muito grande para descobrir meios de evadir os controles.

2.3.2 – Há uma conclusão possível?

Pelos resultados apresentados é possível chegar a uma conclusão sobre os efeitos da liberalização financeira brasileira?

⁴⁹ Conforme mencionado na seção 2.1.2

⁵⁰ Controles de capitais exógenos são os que não são determinados pelos fluxos de capitais, sendo, pela definição dos autores, controles preventivos

Sobre alguns aspectos é possível dizer que sim, como no caso do câmbio, da eficiência dos controles e do risco-país. Em relação à taxa de câmbio os resultados sugerem que a liberalização financeira não levou a uma maior estabilidade da taxa de câmbio e que os controles não geraram ou aumentaram as instabilidades sobre ela. No caso da eficiência dos controles, os resultados apontam para uma baixa eficiência, por um curto período de tempo. Dos trabalhos que trataram do risco-país a maioria indicou que a relação entre ele e a liberalização financeira é pouco expressiva.

Quanto às variáveis crescimento, juros e inflação, é mais difícil fazer alguma afirmação. No caso do crescimento e inflação isso se deve ao reduzido número de trabalhos encontrados. E em relação ao crescimento, mesmo levando em conta trabalhos que tratam de outros países em diferentes períodos, os resultados são bastante diversos, de forma que se pode dizer que há um consenso de que não existe consenso nessa questão. No que se refere aos juros, os resultados foram diversos, alguns apontando para uma relação negativa entre controles e juros, outros para relações negativas entre fluxos e juros e outros não encontrando relações estatisticamente significativas.

Pelos resultados avaliados não é possível afirmar com segurança se a liberalização financeira foi benéfica ou não para o país. Por outro lado, alguns de seus supostos benefícios estão longe de serem confirmados pelas evidências empíricas. Dessa forma, se há uma conclusão possível, é a de que as evidências empíricas não corroboram a hipótese de que a liberalização financeira traria benefícios como aceleração do crescimento via redução da taxa de juros, maior estabilidade da taxa de câmbio e redução do risco-país.

2.4. Liberalização financeira e autonomia de política econômica

Nesta seção são apresentados os resultados de trabalhos que tratam da autonomia de política econômica.

Conforme exposto no capítulo 1, a perda de autonomia política, ou a redução no grau de autonomia política econômica, ocorre quando o governo perde o poder de determinação de certas variáveis, tanto no que se refere à capacidade de execução, quanto pela possibilidade de uma determinada medida gerar efeitos desestabilizadores sobre o setor externo de forma que o governo recue ou nem mesmo a adote, por já prever seus efeitos.

A perda de autonomia se dá porque o país está integrado a um sistema financeiro internacional em que, dados o comportamento instável dos agentes e as facilidades técnicas e legais de rápida movimentação de recursos, os fluxos de capitais são extremamente voláteis. Os agentes passam, então, a ser “fiscais” da política econômica dos países e, dessa forma, medidas que possam colocar em dúvida a previsibilidade, a rentabilidade ou a liquidez dos investimentos são “punidas” com fugas de capitais.

2.4.1 – Os resultados

Silva e Compton (2006) testam a hipótese dos países selecionados (Argentina, Brasil, Chile, México, EUA e Reino Unido) terem praticado políticas fiscal e monetária pró-cíclicas no período 1970-2000 e dos fluxos de capitais terem influenciado as decisões de políticas. O indicador de política fiscal utilizado é o superávit primário como porcentagem do PIB e, para a política monetária, a taxa real de juros (de acordo com os autores essa taxa reflete bem a intenção da autoridade monetária).

Para o Brasil não foi encontrada uma relação estatisticamente significativa entre fluxos de capitais e política fiscal. Mas, no caso da política monetária, essa relação é significativa. Os resultados indicam que os influxos de capitais levaram a uma redução da taxa real de juros e vice-versa.

Com relação ao conjunto dos países, os resultados indicam que os fluxos de capitais externos influenciaram consistentemente as políticas na direção pró-cíclica. Para os autores, a redução da mobilidade de capitais poderia reduzir a volatilidade macroeconômica nesses países.

Marques e Fochezatto (2004) avaliam se o BC tem autonomia para fixar as taxas de juro real e nominal e, em caso afirmativo, quais os graus de liberdade que ele dispõe. O período analisado é de 1990 a 2004. Os autores testam os efeitos que uma forte redução na taxa de juros teria sobre o prêmio de risco, a inflação e a taxa de câmbio. De acordo com seus resultados, variações na taxa de juros precedem variações no prêmio de risco e essa relação é positiva, ou seja, menores taxas de juros implicam em menores prêmios de risco⁵¹. O mesmo ocorrendo para a taxa de câmbio, que se deprecia quando há uma redução da taxa de juros, podendo gerar uma melhora no setor externo. E, por último, os resultados mostram que não haveria uma aceleração inflacionária em caso da redução da taxa de juros.

⁵¹ Conforme a hipótese de Bresser e Nakano (2002)

Os autores afirmam que, mesmo que haja uma saída de capitais, a redução de juros iniciaria um ciclo virtuoso na economia que alteraria seus fundamentos e a tornaria novamente atraente para os investidores internacionais, mas a uma taxa de juros mais baixa. Então, os autores concluem que o governo tem autonomia para fixar as taxas de juros, já que estatisticamente os argumentos de que sua redução de maneira forte e rápida traria efeitos adversos para a economia não são válidos.

Neste trabalho os autores não avaliam empiricamente nem a liberalização financeira nem os fluxos de capital, mas testam a autonomia da política monetária frente a possibilidade de efeitos adversos no setor externo, o que justifica sua inclusão entre os trabalhos analisados.

Pires (2006) testa a hipótese de que a liberalização da conta de capital tem influência sobre a política fiscal. O período de análise foi 1995 a 1998, quando o país mantinha um sistema de câmbio fixo. Utiliza como indicador de política fiscal o déficit primário como proporção do PIB. Pelos resultados encontrados o autor conclui que existe uma relação significativa entre liberalização da conta de capital e a política fiscal, sendo que a liberalização da conta de capital está relacionada com a elevação do superávit primário causando um comportamento preventivo-conservador por parte da autoridade fiscal.

Os resultados dos estudos analisados não permitem muitas conclusões. Para a política fiscal, os resultados de Silva e Compton (2006) indicam que os fluxos de capitais não a influenciam, já Pires (2006) conclui que a liberalização financeira pode explicar a política fiscal. Em relação à política monetária, os resultados de Silva e Compton (2006) sugerem uma perda de autonomia em relação aos fluxos, enquanto os de Marques e Fochezatto (2004) dão sustentação à idéia de que o governo tem autonomia para fixar sua taxa de juros, mesmo sob o risco de uma fuga de capitais.

3. Os impactos da liberalização financeira brasileira sobre a autonomia de política econômica

O objetivo deste capítulo é elaborar um exercício econométrico para avaliar os efeitos da liberalização financeira brasileira da década de 1990 sobre a autonomia de política econômica. A metodologia desse exercício envolve duas questões importantes, como mensurar a liberalização financeira e os controles de capitais e como avaliar se houve ou não uma redução na autonomia de política econômica. Por isso, antes da exposição da metodologia do exercício econométrico em si, essas questões serão discutidas. Posteriormente é apresentada a metodologia do exercício econométrico, que consiste em um modelo de vetores auto-regressivos (VAR). Parte-se então para os testes e para a análise de seus resultados, sobre os quais são construídas as conclusões.

3.1. A mensuração da liberalização financeira e dos controles de capitais

Em trabalhos econométricos envolvendo controles de capitais e liberalização financeira, a questão da mensuração destes aspectos é muito discutida. Problemas como a existência de diferentes tipos de controles e a dificuldade em se saber a efetividade de determinadas medidas tornam essa questão bastante complexa, além disso, não se pode classificar simplesmente as economias como abertas ou fechadas, uma vez que existem diferentes graus de abertura. Para Eichengreen (2001), o primeiro motivo pelo qual não é possível obter um resultado claro dos trabalhos é a dificuldade em se medir a liberalização. “In reality, a country’s capital account has many components, so trying to determine exactly when it liberalizes the capital account (...) is perhaps the most difficult task in trying to assess the economic impact of changes in capital account policy.”(Henry e Sasson, 2008, p.8)

Enquanto alguns utilizam medidas baseadas nas legislações de cada país, medidas *de jure*, outros utilizam os próprios fluxos de capitais, no que seria uma medida *de facto*.

Em estudos sobre o Brasil, o Índice de Controle de Capitais (ICC), desenvolvido por Cardoso e Goldfajn (1997) e algumas de suas variações são as medidas mais utilizadas. Já na literatura internacional e em trabalhos que envolvem diversos países, as

que aparecem com maior frequência são as baseadas no *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER) do FMI. As medidas baseadas em fluxos de capitais são empregadas extensivamente nos dois casos. Por serem os mais utilizados estes serão os índices aqui abordados.

3.1.1 – Principais indicadores

3.1.1.1 – Medidas de jure

No Brasil, o indicador mais utilizado nesse tipo de trabalho é o Índice de Controle de Capitais (ICC), desenvolvido por Cardoso e Goldfajn (1997), construído a partir de mudanças da legislação concernente aos fluxos de capitais. Mudanças que tornem a legislação mais restritiva (introdução de normas restritivas ou remoção de liberalizantes) recebem valor igual a 1 e as que a tornem mais liberalizante, valor -1. Maiores valores do índice indicam maior uso de controles de capitais. A cada mês as mudanças são adicionadas ao índice, obtendo-se o valor total das mudanças na legislação naquele mês.

Para os autores, mudanças na legislação de saídas de capitais afetam não só a saída, mas também a entrada, uma vez que os agentes se mostrariam menos dispostos a destinar recursos ao país. Assim, o efeito final de uma mudança na legislação de saída de capitais dependerá de qual efeito se sobrepuser. Para captar esse efeito são construídos dois índices, definidos como combinações lineares das mudanças na legislação de entradas e saídas, em que é dado peso 0,5 às mudanças na legislação de saídas de capitais. O primeiro assume que as restrições sobre saídas têm maiores impactos sobre saídas que sobre entradas de capitais e o segundo que os impactos são maiores sobre a entrada :

$$\Delta CC1 = \Delta RI - 0,5\Delta RO$$

$$\Delta CC2 = \Delta RI + 0,5\Delta RO$$

Sendo CC o índice de controle de capitais, RI as restrições sobre entradas e RO as restrições sobre saídas.

Vieira e Holland (2003) constroem um índice similar, mas atribuindo valor +1 às medidas liberalizantes e -1 às restritivas, o que o torna mais um índice de liberalização que de controles de capitais, já que maiores valores indicam uma legislação mais liberalizante. Esse índice também é usado em Veríssimo e Holland (2004) e Laan, Cunha e Lélis (2007).

O índice construído por Laan, Cunha e Lélis (2007) também se diferencia pela construção de um só indicador, uma combinação linear simples, que não diferencia qualitativamente os efeitos das normas de entrada e saída:

$$ICC = RI + RO$$

Segundo os autores as ponderações estabelecidas no índice de Cardoso e Goldfajn podem gerar resultados contrários ao sentido das normas, sendo que o índice construído por eles captaria de forma mais adequada a evolução normativa. Outra vantagem é que esse índice gera valor zero quando há a edição de uma medida liberalizante e uma restritiva, o que não acontece com o índice de Cardoso e Goldfajn.

Outra “variante” do ICC é o ICC ajustado utilizado em Mendonça e Pires (2006) e Pires (2006). O ICC ajustado foi elaborado a partir de fatores apontados como determinantes⁵² para a adoção de controles de capitais.

Uma importante característica do ICC é que ele não mede o “nível” de abertura financeira, mas a dinâmica desse processo. Ele aponta se, em um determinado período, a tendência da legislação foi de liberalização ou de restrição à mobilidade dos fluxos de capitais.

O extenso uso do ICC, o modelo original ou suas variações, demonstra que apesar de apresentar problemas, ele é considerado uma medida adequada para se trabalhar com o tema.

Outra medida bastante utilizada, especialmente em análises envolvendo vários países (como as análises de painel), é a baseada no *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions* (AREAER) do FMI (Prasad *et al*, 2003). Esse relatório indica quais medidas restritivas cada país utiliza, estabelecendo valor 1 para as categorias em que o país apresenta restrições e 0 para as demais.

Como o ICC, essas medidas apresentam muitas variações⁵³, tais como diferentes pesos para as medidas e exclusão de algumas normas, mas a natureza de todos é a mesma. Até 1996, o relatório abrangia apenas seis categorias de restrições e a partir desse ano foi estendido para treze, tornando a medida mais completa e confiável, além de ter passado a estabelecer a separação de controles sobre saídas e entradas (Miniane,

⁵² Os fatores considerados foram o saldo da conta corrente como proporção do PIB, uma *dummy* para a crise da Rússia, fluxos efetivos como proporção do PIB, taxa de juros norte americana (*prime rate*) e o ICC “tradicional”.

⁵³ Diferentes tipos de indicadores baseados no AREAER são encontrados em Eichengreen (2001), Miniane (2004) e Edison *et al* (2002)

2004). Diferentemente do ICC, esse indicador mede o grau de liberalização financeira de uma economia.

Um dos principais problemas das medidas baseadas em legislação é que não se faz a diferenciação qualitativa das normas. Essa diferenciação envolve dois aspectos, o impacto de cada norma sobre a legislação e a sua efetividade.

Ao dar peso igual para mudanças em quaisquer normas, igualam-se todas elas, de forma que uma mudança pontual nas regras referentes a um tipo específico de fluxo, de volume bastante reduzido, tem o mesmo peso que uma mudança na legislação envolvendo a totalidade dos fluxos ou fluxos que sejam bastante representativos. Assim, tomando como exemplo o ICC de Laan, Cunha e Lélis (2007), se uma medida como a primeira descrita acima fosse liberalizante e outra, com a abrangência da segunda, fosse restritiva, o impacto sobre a legislação, de acordo com o indicador, seria nulo, o que não representaria corretamente a realidade. Nos indicadores que utilizam informações do AREAER, o uso de ponderações sobre as restrições nas diferentes categorias de fluxos de capitais é mais comum, o que representa uma vantagem sobre o ICC.

Quanto à efetividade de cada norma, deve-se levar em conta se fatores como corrupção na administração pública e a capacidade dos agentes evadirem os controles. Devido a esses fatores, a adoção de uma medida pode ter nenhum impacto efetivo sobre os fluxos, mas levar a uma alteração no indicador de abertura, o que seria uma falha (o que também ocorreria caso uma norma inócua fosse removida). Mesmo considerando que a imposição de uma restrição que os agentes possam driblar (ou a remoção de uma que era ineficiente) tenha impactos (ainda que pequenos) sobre os fluxos de capitais, tal mudança teria de ter uma ponderação menor na composição do índice

Esses problemas são de mais difícil solução nos índices construídos a partir das informações do FMI, especialmente quando o estudo envolve diversos países, já que a análise mais aprofundada das normas de cada um seria inviável. Mesmo assim, essa seria a melhor medida (ou a menos pior) para a comparação de países, já que disponibiliza informações para um número muito grande deles, fornecendo uma metodologia padronizada para a mensuração dos controles de capitais.

O ICC resolveria parte desse problema, já que, ao se tratar de apenas um país seria mais fácil analisar a efetividade das medidas e qualificá-las. No entanto, na busca de um indicador mais completo, os autores consideram todas as mudanças ocorridas na legislação para a construção do índice, o que torna o universo de medidas muito

extenso⁵⁴ e inviabiliza a análise de cada uma delas. Mesmo os autores que utilizam o ICC reconhecem suas limitações como medida de liberalização financeira, ainda assim ele é considerado adequado para estudos sobre o Brasil. Uma das vantagens da utilização do ICC é o fato dele ser um indicador bem aceito no meio acadêmico e de uso bastante difundido, permitindo uma boa comunicação entre os trabalhos dessa área (Laan, 2007).

3.1.1.2 – Medidas de facto

Outra medida utilizada nos estudos envolvendo a liberalização financeira é o volume de fluxos de capitais do país ou países em questão com o resto do mundo. Os fluxos são uma maneira mais direta de se medir os impactos da abertura financeira, mas não podem ser vistos como *proxies* da liberalização financeira. A dinâmica dos fluxos de capitais depende de diversos fatores, como o diferencial de juros, crescimento econômico e, obviamente, a legislação referente a eles. Diante disso, não é correto fazer uma associação automática entre maior liberdade de circulação de fluxos e aumento do volume destes e vice-versa.

Para Prasad *et al* (2003), seria mais correto considerar o volume de fluxos como um indicador da integração ou abertura financeira “de fato” do país, podendo-se desconsiderar o caráter liberalizante ou restritivo da legislação. Baseado nessa idéia, Laan, Cunha e Lélis (2007) construíram o índice de abertura financeira (IAF), que consiste na somatória dos fluxos financeiros de entradas e saídas como proporção do PIB, uma medida análoga à de abertura comercial.

A liberalização da conta de capital pode ser vista como uma precursora da integração financeira, mas não é necessariamente verdadeiro que a primeira cause a segunda. Dois bons exemplos disso são alguns países da África que têm legislação liberalizante e recebem um reduzido volume de fluxos e a China e a Índia, cujas legislações são consideradas restritivas e os volumes de fluxos destinados a esses países são bastante expressivos. Os primeiros são exemplos de liberalização sem integração e os segundos de integração sem liberalização (Prasad *et al* 2003).

Os fluxos não devem ser considerados uma medida de liberalização, mas da integração financeira do país. Ao medir os impactos dos fluxos sobre a economia está se testando se a integração financeira do país com o resto do mundo está sendo benéfica ou

⁵⁴ Para construção do índice, Cardoso e Goldfajn (1997) utilizaram aproximadamente 130 normativos, Terra e Soihet (2006) 180 e Laan, Cunha e Lélis (2007) 295.

não para ele. O estudo dos fluxos pode ser visto, portanto, como uma maneira de se testar a necessidade ou não da adoção de controles de capitais. Um estudo, por exemplo, que indique que os fluxos estão tendo efeitos perversos sobre a economia forneceria evidências para a adoção de controles e vice-versa. É importante reiterar que ao utilizar fluxos de capitais, pode-se desconsiderar a legislação vigente, o que elimina os problemas de qualificação e efetividade apontados anteriormente.

3.1.2 – Qual medida é mais apropriada?

As medidas *de jure* e *de facto* têm funções diferentes, enquanto as baseados em normas captam as tendências da legislação (liberalizante ou restritiva), os fluxos de capitais quantificam a integração da economia ao sistema financeiro internacional. Portanto, esses dois tipos de indicadores não são substitutos, pois medem coisas distintas. Dito isto, o critério de escolha do tipo de indicador passa a ser o objeto a ser analisado no trabalho em questão.

Se o objetivo de um trabalho é buscar evidências empíricas a favor ou contra os controles de capitais em um país específico, a utilização de fluxos de capitais seria mais eficiente. Isso decorre do fato de os argumentos utilizados pelos defensores de tais instrumentos envolverem aspectos diretamente relacionados à dinâmica dos fluxos de capitais em um ambiente integrado e desregulamentado, assim como a seus impactos sobre a economia.

Ainda que um trabalho indique efeitos perversos da liberalização financeira (entendida como eliminação de restrições a movimentações de capitais entre os países), a argumentação a favor dos controles de capitais só pode ser feita se for assumido que a relação entre liberalização e integração é automática, o que nem sempre é verdadeiro. Em alguns casos esses dois processos caminham juntos (o que não quer dizer que um cause o outro), como no Brasil na década de 1990. Então, para o caso específico do Brasil, os dois tipos de indicadores (*de jure* e *de facto*) se mostram adequados. Ainda assim, os últimos são mais eficientes, já que captam diretamente os efeitos dos fluxos de capitais sobre a economia, estando livres das limitações apontadas das medidas baseadas em legislação.

3.2 – Como medir a autonomia de política econômica?

Autonomia de política econômica é um conceito com alto grau de subjetividade e que suscita algumas questões. Como medir a autonomia? A partir de que ponto pode-se afirmar que o governo a perdeu ou em que grau ela foi reduzida? Dada a definição de autonomia de política econômica como a perda da capacidade do governo de administrar determinadas variáveis, o estudo sobre autonomia pode ser realizado pela análise do comportamento de variáveis selecionadas frente à liberalização financeira ou aos fluxos de capitais.

Esse foi o método utilizado pelos autores nos trabalhos analisados no capítulo 2. Definidas as políticas a serem estudadas, foram estabelecidas *proxies* dessas políticas. Para a política fiscal os autores utilizaram o superávit primário e para a política monetária, a taxa de juros (real e nominal). Apesar de as políticas monetária e fiscal envolverem um conjunto maior de instrumentos, as variáveis escolhidas pelos autores podem seguramente desempenhar o papel atribuído à elas.

Pelos mesmos motivos apontados anteriormente, no caso específico da autonomia de política econômica, a utilização de fluxos de capitais seria mais eficiente que indicadores de liberalização ou de controles de capitais. Ao examinar o impacto de fluxos de capitais sobre as variáveis, examina-se uma relação direta, o que proporciona mais segurança aos resultados.

Para a avaliação da autonomia, a questão central é a identificação de uma relação significativa entre determinada variável e os fluxos de capitais, independentemente dessa relação ser positiva ou negativa. Se os resultados indicarem que os fluxos têm poder de explicação muito grande de alguma variável, pode-se dizer que as evidências sugerem que a capacidade do governo influenciar a trajetória de uma variável é pequena, ou seja, que o governo tem pouca autonomia para administrá-la. Ao identificar os fluxos como importantes na determinação de uma dada variável, está se identificando uma forma possível de intervenção, que pode ser feita de diferentes maneiras, desde mecanismos de mercado a intervenções administrativas. E, dessa forma, o governo pode lançar mão de instrumentos como os controles de capitais para que essa autonomia seja restaurada.

A utilização de diferentes tipos de fluxos pode ser bastante útil. O volume total de fluxos é composto por diferentes tipos de capitais, com diferentes dinâmicas (ou seja, uns são menos voláteis que outros) e impactos sobre a economia, por isso a

identificação de quais (ou qual) fluxos influenciam as variáveis pode gerar resultados interessantes. Por exemplo, uma valorização cambial decorrente de alto superávit comercial, requer medidas diferentes de uma valorização decorrente de uma grande entrada de fluxos de curto prazo.

3.3. Fluxos de capitais e autonomia de política econômica no Brasil: As evidências empíricas

3.3.1. Variáveis – Fontes e tratamento dos dados

Seguindo o que foi exposto acima, para a realização do exercício econométrico envolvendo integração financeira e autonomia de política econômica, são utilizadas variáveis como *proxies* de políticas econômicas específicas frente aos fluxos de capitais. Aqui é estudada a política monetária empregando a taxa de juros como *proxy* (como em Silva e Compton, 2006). Foi utilizado o *software* Eviews 5.0.

Os fluxos de capitais selecionados são os que compõem a conta financeira do balanço de pagamentos, investimento em carteira, investimentos diretos, derivativos e outros investimentos. As definições apresentadas a seguir foram tiradas das Notas Técnicas do Banco Central do Brasil (BCB, 2001).

Os investimentos em carteira são fluxos constituídos pela emissão de títulos de crédito negociados em mercados secundários de papéis. Seus principais componentes são os títulos de participação no capital e os títulos de dívida (bônus e *notes* e instrumentos do mercado monetário) (BCB, 2001, p.10). Incluem, entre outros, títulos de renda variável (como ações) negociados no Brasil e no exterior e títulos de renda fixa (como títulos de dívida). A conta de investimentos diretos inclui transações como a saída de recursos referentes à aquisição ou aumento na participação do capital social de empresas não residentes, empréstimos intercompanhias, entrada de recursos para privatizações e outros. Os fluxos da conta derivativos são os relativos à liquidação de haveres e obrigações resultantes de operações de *swaps*, opções e futuros e os referentes aos prêmios de opções (*Ibid*, p.12). A conta outros investimentos abrange as contas empréstimos, moeda e depósitos, créditos comerciais (passivo) e outros ativos e passivos. Inclui transações como empréstimos brasileiros de curto e longo prazos concedidos a não residentes, crédito direto pelos exportadores estrangeiros a clientes no Brasil, movimentação de depósitos no exterior ou de não residentes mantidos no Brasil, participação do Brasil no capital de organismos internacionais, erros e omissões etc.

Como também já foi dito, a separação desses fluxos é importante devido às diferentes dinâmicas que cada um apresenta, o que faz com que eles tenham diferentes impactos sobre a economia.

Também foram incluídas no modelo as variáveis taxa de câmbio, risco-país e inflação. Essas variáveis podem ter papel importante na determinação da taxa de juros, sobretudo a inflação, uma vez que em países que utilizam o regime de metas de inflação (como o Brasil a partir de 1999) a inflação é um dos principais determinantes da taxa de juros.

O período selecionado foi o de janeiro de 1995 a dezembro de 2007. Todas as variáveis (quadro 2, anexo 2 e gráficos) foram obtidas na página do IPEA (www.ipeadata.gov.br), com exceção do risco-país. Para a construção da série risco-país foi utilizado o spread do *C-Bond* até 1997 e após esse ano o EMBI+ elaborado pelo JP Morgan⁵⁵. Para a taxa de inflação foi escolhido o Índice nacional de preços ao consumidor amplo (IPCA) por este ser o índice oficial utilizado pelo Banco Central no regime de metas de inflação.

Quadro 2

Especificações dos dados brutos		
Investimento direto	ID	Investimentos diretos - saldo- US\$(milhões)
Investimentos em carteira	Cart	Investimentos em carteira - saldo- US\$(milhões)
Derivativos	Deriv	Derivativos - saldo- US\$(milhões)
Outros investimentos	Out	Investimentos - outros -saldo- US\$(milhões)
Risco-país	RP	<i>Spread</i> do <i>C-Bond</i> e EMBI+
Taxa de juros	Selic	Taxa de juros - Over / Selic – (% a.m.)
Taxa de câmbio nominal	Camb	Taxa de câmbio - R\$ / US\$ - comercial - venda - fim período
Inflação	IPCA	IPCA - (% a.m.)

Esse estudo visa testar a hipótese de que esses fluxos podem afetar de forma significativa a taxa de juros, o que comprometeria a capacidade do governo de administrá-la através da política econômica.

Antes do início do exercício econométrico é importante fazer alguns ajustes nas variáveis. As variáveis foram transformadas em números-índices. Isso foi feito para que

⁵⁵ O EMBI+ do Brasil começou a ser calculado a partir de 1998. O *C-Bond* foi durante muitos anos o título brasileiro com maior liquidez no mercado internacional e dada essa grande liquidez, ele era um indicador muito preciso da percepção de risco dos investidores internacionais acerca da economia brasileira (BCB, 2006). Portanto, o *spread* do *C-Bond* é um indicador apropriado para ser usado como *proxy* do risco país no período em questão.

não se trabalhe com variáveis de unidades de medidas muito diferentes, com essa transformação as observações se tornam mais padronizadas.

Também foi feito o ajuste sazonal das séries (exceto Selic e risco-país) e para isso foi utilizado o método X12 (do *software* Eviews 5.0), programa de ajustamento sazonal do *Bureau of the Census* dos EUA e que é usado pelo IBGE. A dessazonalização é importante porque os dados mensais geralmente apresentam ciclos recorrentes dentro de um ano, ou seja, a variável pode estar relacionada com o seu valor no mesmo mês de anos anteriores (Patterson, 2000). As séries Selic e risco-país não foram dessazonalizadas, por se acreditar que elas estão menos sujeitas a esses ciclos.

Outro problema a que as séries podem estar sujeitas é que uma alteração na política econômica ou um choque exógeno pode provocar uma mudança permanente em uma das variáveis, de forma que a série pode apresentar uma quebra estrutural. Quando há uma quebra estrutural, alguns testes de raiz unitária (como o que é utilizado aqui) são viesados no sentido de não rejeitar a hipótese nula e uma solução para esse problema é a separação da série em subperíodos⁵⁶. (Enders, 1995, p.245).

Então, nesse trabalho optou-se por estimar dois modelos, um para o período 01/1995-12/1998 (05/1995=100) e outro para o período 01/1999-12/2007 (01/2000=100). Essa separação decorre do fato de ter havido uma mudança significativa em janeiro de 1999, a adoção do câmbio flutuante.

Uma maneira de se estimar a presença de uma quebra estrutural é pelo uso do teste de estabilidade estrutural de Chow. A hipótese nula desse teste é que não há quebra estrutural no ponto de quebra escolhido para o teste. Vemos abaixo que o teste rejeita a hipótese nula de que não há quebra estrutural em janeiro de 1999.

Tabela 1

Chow Breakpoint Test: 1999M01

F-statistic	12.57150	Probability	0.000000
Log likelihood ratio	84.45483	Probability	0.000000

Conforme já foi dito, as relações que queremos estimar são os impactos dos fluxos sobre a política monetária, representada pelas *proxy selic*.

Segundo os defensores da liberalização financeira, os fluxos de capitais podem influenciar a taxa de juros porque um aumento na oferta de capitais poderia levar a uma

⁵⁶ No entanto o autor chama a atenção para o fato do uso de a separação eventualmente originar séries pequenas, o que reduziria os graus de liberdade.

redução das taxas de juros, como visto no capítulo um. Da mesma forma, movimentos de saída de capitais podem levar a aumentos na taxa de juros para que esses capitais permaneçam ou retornem ao país. Além disso, a manutenção de um diferencial significativo de juros pode gerar impactos perversos sobre o setor externo, situação que se encaixa na definição aqui adotada de redução de autonomia de política econômica, como um caso em que uma determinada medida gera impactos que podem levar o governo a abandoná-la.

Optou-se aqui por utilizar os saldos dos fluxos de capitais porque ao observar se eles são positivos ou negativos podemos verificar se houve uma saída ou uma entrada líquida de recursos, que podem apresentar diferentes impactos sobre a taxa de juros, conforme exposto acima. Por isso, além do volume dos fluxos, é importante saber se se tratam de entradas ou saídas.

Em se encontrando relações significativas entre essas variáveis, podemos sugerir que os fluxos de capitais podem ter levado a uma redução do grau de autonomia de política econômica do país nos períodos selecionados.

3.3.2. O modelo VAR

É comum em modelos econômicos algumas variáveis não somente serem explicativas de uma dada variável endógena como serem explicadas pelas variáveis para as quais elas são usadas para determinar (Asteriou e Hall, 2006). De acordo com Enders (1995), em um modelo econométrico em que não temos certeza se uma variável é realmente exógena, devemos elaborar um modelo em que cada variável seja afetada pelos valores passados e correntes das outras variáveis do sistema. Ou seja, todas devem ser tratadas como endógenas e é essa a proposta do modelo de vetores auto-regressivos (VAR).

O VAR consiste em um modelo de n equações, com n variáveis, em que cada variável é explicada por seus valores passados e por valores correntes e passados das outras $n-1$ variáveis (Stock e Watson, 2001, p.101).

O modelo VAR estrutural (ou primitivo) capta os efeitos contemporâneos (*feedback*) e defasados entre o conjunto das variáveis. O sistema abaixo descreve um VAR estrutural de primeira ordem⁵⁷(Enders, 1995):

⁵⁷ O modelo VAR tem duas características principais, a ordem de integração, dado pela última defasagem utilizada e o número de variáveis sendo conjuntamente modeladas, fazendo dele um modelo univariado, bivariado etc. (Patterson, 2000)

$$y_t = \beta_{10} - \beta_{12}z_t + \gamma_{11}y_{t-1} + \gamma_{12}z_{t-1} + \varepsilon_{yt}$$

$$z_t = \beta_{20} - \beta_{21}y_t + \gamma_{21}y_{t-1} + \gamma_{22}z_{t-1} + \varepsilon_{zt}$$

em que se assume que y_t e z_t são estacionários e que ε_{xt} e ε_{yt} são ruídos brancos não correlacionados. Nesse modelo, o *feedback* entre as variáveis y_t e z_t é dado pelos parâmetros $-\beta_{12}$ e β_{21} . E por meio de transformações algébricas é possível chegar na forma reduzida (ou padrão):

$$y_t = a_{10} - a_{11}y_{t-1} + a_{12}z_{t-1} + e_{1t}$$

$$z_t = a_{20} - a_{21}y_{t-1} + a_{22}z_{t-1} + e_{2t}$$

Em que a_{10} é definido como o i -ésimo elemento de um vetor A_0 , a_{ij} como um elemento na linha i e coluna j de uma matriz A_1 e e_{it} como o i -ésimo elemento de um vetor e_t .

A análise dos resultados da estimação é feita através das seguintes estatísticas: causalidade de Granger, decomposição de variância e função de impulso-resposta.

Uma vantagem do modelo VAR é que, por envolver valores passados e presentes de múltiplas séries de tempo, ele permite a identificação de movimentos conjuntos, o que não seria possível em modelos uni ou bivariados. Além disso, as estatísticas utilizadas para análise dos resultados são muito bem aceitas e extensamente usadas para descrever tais movimentos (Stock e Watson, 2001).

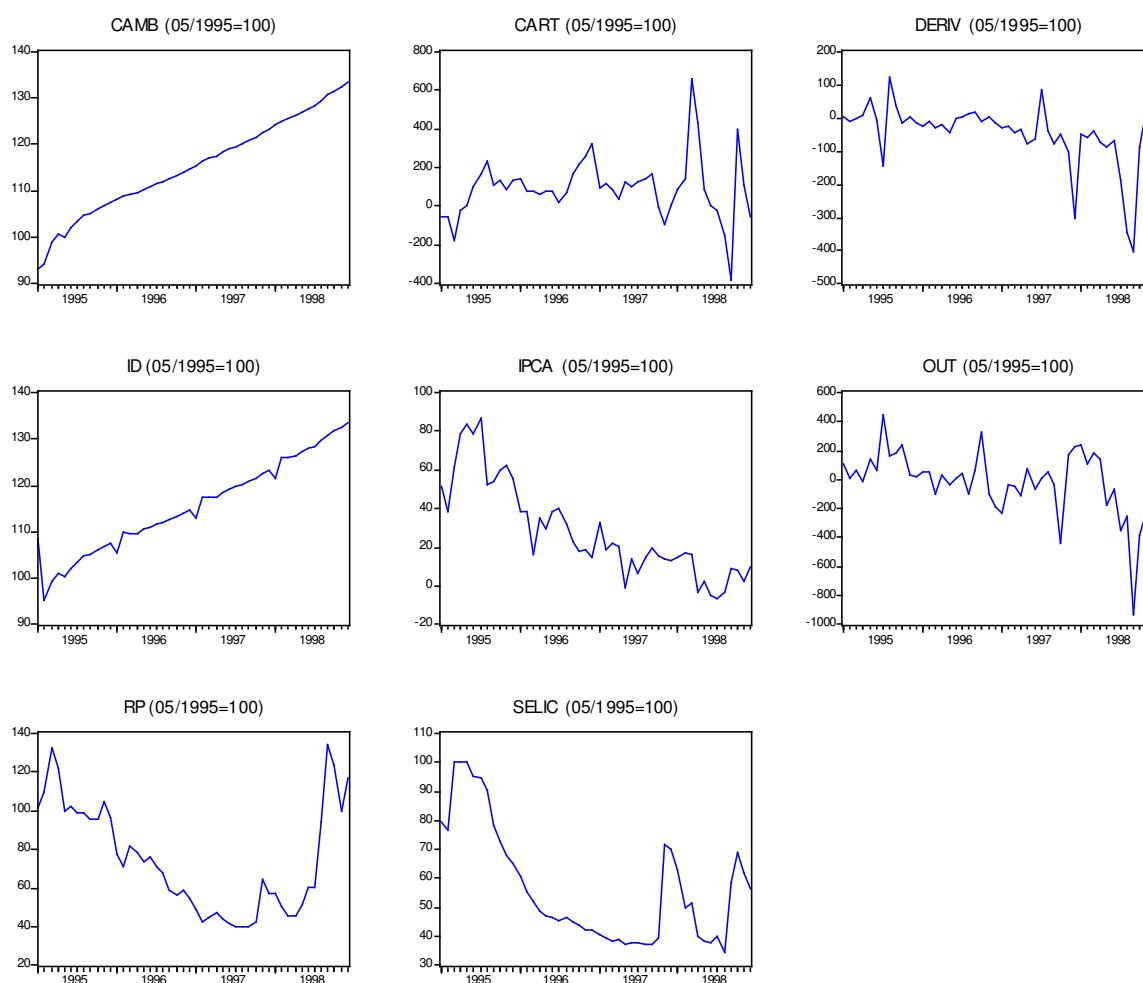
Primeiramente serão apresentados os resultados para o período 1995-1998 e posteriormente para o período 1999-2007.

3.4 Período jan/1995 – dez/1998

3.4.1. Variáveis selecionadas

Na figura 1 podemos ver os gráficos das variáveis selecionadas, já dessazonalizadas e transformadas em número-índice.

Figura 1 – Variáveis selecionadas (01/1995 – 12/1998)



Obs: camb - taxa de câmbio; cart - investimentos em carteira; deriv - derivativos; ID - investimentos diretos; out - outros investimentos; RP - risco-país;

3.4.2. Análise de estacionariedade

Vimos que uma importante assunção do modelo VAR é que as variáveis sejam estacionárias. Se uma série é estacionária, os choques serão necessariamente temporários, se dissipando com o tempo, quando a série retorna a sua média de longo prazo. Outra característica importante de uma série estacionária é que ela tem uma variância finita e independente do tempo. As séries não estacionárias, por sua vez, incorporam de forma permanente os choques, não há uma média de longo prazo para a qual a série retorna, uma vez que a média e/ou a variância dessa série é dependente do tempo (Enders, 1995).

Ocorre que a maioria das séries de tempo macroeconômica não é estacionária (Asteriou e Hall, 2006, p.303). Se a hipótese de estacionariedade das séries não for atendida a estimação da regressão pelo método dos mínimos quadrados ordinários

(MQO) pode levar a conclusões incorretas. Ao regredirmos duas séries que são crescentes ao longo do tempo, ou seja que não são estacionárias, inevitavelmente encontram-se estatísticas que indicam uma forte relação entre elas, como um R^2 muito alto e estatísticas t bastante significativas, mesmo que essa relação não tenha significado econômico algum. Isso é o que chamamos de regressão espúria. Em casos como esses, os testes de hipótese baseados na estatística t não são válidos.

Uma solução para a não estacionariedade de uma série é utilizar sua primeira diferença ($\Delta y_t = y_t - y_{t-1}$). Se essa diferença se mostrar estacionária podemos incluí-la no modelo.

No entanto, apesar de estatisticamente aceitável, o uso de diferenças gera importantes perdas no modelo econômico (Patterson, 2000). A diferenciação das séries faz com que informações referentes aos movimentos conjuntos das variáveis, bem como a possibilidade de relações de cointegração, sejam perdidas. Uma opção para evitar a diferenciação das variáveis, e as perdas daí decorrentes, seria a utilização de um modelo VAR com correção de erros (*Vector error correction*, VEC). Para isso, no entanto, é necessário que todas as variáveis sejam integradas de mesma ordem, o que não ocorre com as selecionadas nesse trabalho, de forma que optou-se pela utilização de um modelo VAR em que algumas séries serão usadas em suas primeiras diferenças.

Para a análise da estacionariedade das séries foi utilizado o teste de raiz unitária de Dickey-Fuller aumentado (ADF). Nesse teste a hipótese nula é de que as séries apresentam raiz unitária (ou seja, não são estacionárias).

Na tabela 2 estão indicados os resultados para os testes ADF. O critério utilizado para considerar uma série estacionária foi o de rejeitar a hipótese nula de presença de raiz unitária a 5%, sendo que * e ** significam rejeição da hipótese nula a 5% e 1% respectivamente. NR indica que não foi possível rejeitar a hipótese nula, I(0) que a série é estacionária em nível. I(1) que a série é integrada de primeira ordem, ou seja suas primeiras diferenças são estacionárias, nesse caso são utilizadas as primeiras diferenças na estimação do modelo VAR. Na tabela 2 estão representadas as estatísticas t para os modelos sem tendência e com intercepto (c), com tendência e intercepto (c+t) e sem tendência e sem intercepto (n).

Tabela 2 - Testes ADF (01/1995-12/1998)

Variável	Especificação do modelo	Defasagens	Estatística t	Resultado
Camb	c	0	-2.012262	I(0)
	c+t	0	-5.129885**	
	n	0	7.967895**	
Cart	c	7	-3.107971*	I(0)
	c+t	7	-2.903494	
	n	0	-3.690155**	
Deriv	c	0	-3.817804**	I(0)
	c+t	1	-4.768432**	
	n	0	-3.368762**	
ID	c	3	0.154295	I(0)
	c+t	0	-14.53330**	
	n	2	7.713388**	
IPCA	c	1	-1.105370	I(1)
	c+t	0	-3.377019	
	n	1	-1.145778	
D_IPCA	c	0	-8.770475**	I(1)
	c+t	9	-4.974407**	
	n	0	-8.824872**	
OUT	c	0	-4.043930**	I(0)
	c+t	0	-4.256529**	
	n	0	-4.094263**	
RP	c	3	-1.493978	I(1)
	c+t	2	0.812354	
	n	2	-0.470257	
D_RP	c	1	-6.699118**	I(1)
	c+t	1	-8.270925**	
	n	1	-6.780045**	
Selic	c	0	-1.651766**	I(1)
	c+t	0	-1.525804**	
	n	0	-0.926168**	
D_Selic	c	0	-5.952369**	I(1)
	c+t	0	-5.926299**	
	n	0	-6.003975**	

Obs: camb - taxa de câmbio; cart - investimentos em carteira; deriv - derivativos; ID - investimentos diretos; out - outros investimentos; RP - risco-país; c - constante; t - tendência; c+t - constante + tendência; n - sem constante e sem tendência

Fonte: Elaboração própria a partir da saída do eviews

Pela tabela 2 vemos que para as variáveis derivativos (deriv) e outros investimentos (out) todas as especificações do modelo indicaram a rejeição da hipótese nula de existência de raiz unitária, essas séries são, portanto, estacionárias em nível. No caso das séries inflação (IPCA), risco-país (rp) e taxa de juros (selic) todas as especificações indicaram que essas séries são estacionárias de primeira ordem. São

utilizadas, então, suas primeiras diferenças (d_ipca, d_rp e d_selic, respectivamente) na estimação do modelo VAR.

Já os resultados das variáveis câmbio (camb), investimentos em carteira (cart) e investimentos diretos (id), não foram iguais para todas as especificações de modelo. Como o poder do teste ADF diminui com a incorreta especificação do modelo, foi utilizado o teste F^{58} para a decisão acerca de qual seria o mais apropriado.

A análise gráfica da variável taxa de câmbio (figura 1) indica que há tanto intercepto quanto tendência, por isso foi testada a hipótese conjunta de que o modelo não possui nem tendência nem intercepto. O valor obtido para a estatística F foi de 12,56, como o F calculado supera os valores críticos da tabela ϕ_2 , podemos rejeitar a 1% a hipótese nula de que o modelo não possui tendência nem intercepto. Pela tabela 2 vemos que para o modelo com tendência e intercepto a série camb é estacionária em nível.

Quanto aos investimentos em carteira (cart), o gráfico (figura 1) sugere que a série possui intercepto, mas não tendência. Foi testada, então, a hipótese conjunta de que o modelo possui intercepto e não possui tendência. O valor calculado da estatística F foi de 0,039, que é menor que os valores críticos da tabela ϕ_3 (a 1%), o que nos permite dizer que o modelo não possui tendência. Para testar se há ou não intercepto, testa-se a hipótese conjunta de que o modelo não possui tendência nem intercepto, pelo F calculado, 18,72, podemos rejeitar a 1% (tabela ϕ_2) a hipótese nula. Define-se, portanto, o modelo, como sem tendência e com intercepto o que, de acordo com a tabela 2, nos permite concluir que a série cart é estacionária em nível.

Finalmente, a análise gráfica dos investimentos diretos (figura 1) sugere uma série com tendência e intercepto. Foi testada a hipótese conjunta de que não há tendência nem intercepto, como o valor calculado da estatística F (-2,62) superou os valores críticos da tabela ϕ_2 , rejeita-se a hipótese nula a 1%. Assumindo-se o modelo com tendência e intercepto, a variável é estacionária em nível.

⁵⁸ A estatística F é obtida pela seguinte expressão, $F = [(SQRr - SQRi) / r] / SQRi / (t - k)$, sendo SQRr a soma dos quadrados dos resíduos do modelo restrito, SQRi a soma dos quadrados dos resíduos do modelo irrestrito, r o número de restrições, t o número de observações e k o número de parâmetros do modelo irrestrito. Os valores utilizados foram os obtidos da saída do eviews.

3.4.3. Seleção do modelo VAR

Inicialmente deve-se estabelecer o número de defasagens do modelo VAR. Para isso foi utilizado o critério de Schwarz, em que o menor valor indica o modelo mais adequado. Pela tabela 3 vemos que o modelo mais apropriado é aquele com quatro defasagens.

Tabela 3 – Seleção do número de defasagens (01/1995-12/1998)

Defasagens	Critério de Schwarz	Variáveis utilizadas
0	68.97486	CART; D_IPCA; D_RP; D_SELIC; DERIV; ID; OUT; CAMB
1	64.49933	
2	66.69606	
3	65.91539	
4	63.79761*	

Fonte: Elaboração própria a partir da saída do eviews

Após estabelecer o número de variáveis é necessário testar a estabilidade do modelo. Para isso, são analisadas as raízes inversas do polinômio característico do modelo VAR. Se todas as raízes tiverem módulo menor que 1, o sistema será estável, do contrário será instável (explosivo). O modelo com quatro defasagens não obedeceu às condições de estabilidade (Anexo 3), por isso o teste foi limitado a três defasagens, como indicado na tabela abaixo

Tabela 4 – Seleção do número de defasagens (01/1995-12/1998)

Defasagens	Critério de Schwarz	Variáveis utilizadas
0	69.05523	CART; D_IPCA; D_RP; D_SELIC; DERIV; ID; OUT; CAMB
1	65.18054*	
2	67.13604	
3	67.60545	

Fonte: Elaboração própria a partir da saída do eviews

Na tabela 4 vemos que, pelo critério de Schwarz, o número mais apropriado de defasagens é um. O VAR com uma defasagem se mostrou estável (Anexo 3). Na figura 2, vemos que todas as raízes se encontram dentro do círculo unitário, o que indica a estabilidade do modelo. O modelo estimado com uma defasagem está representado no anexo 4.

D_SELIC does not Granger Cause CART	46	0.63026	0.43162
CART does not Granger Cause D_SELIC		11.8552	0.00129
DERIV does not Granger Cause CART	47	0.11444	0.73675
CART does not Granger Cause DERIV		0.39369	0.53361
ID does not Granger Cause CART	47	0.00196	0.96487
CART does not Granger Cause ID		0.12271	0.72779
OUT does not Granger Cause CART	47	0.01870	0.89186
CART does not Granger Cause OUT		0.00411	0.94920
CAMB does not Granger Cause CART	47	0.02543	0.87404
CART does not Granger Cause CAMB		1.13665	0.29218
D_RP does not Granger Cause D_IPCA	46	4.23663	0.04565
D_IPCA does not Granger Cause D_RP		1.20817	0.27781
D_SELIC does not Granger Cause D_IPCA	46	0.43685	0.51217
D_IPCA does not Granger Cause D_SELIC		0.07990	0.77879
DERIV does not Granger Cause D_IPCA	46	0.10754	0.74456
D_IPCA does not Granger Cause DERIV		2.10269	0.15430
ID does not Granger Cause D_IPCA	46	0.14284	0.70733
D_IPCA does not Granger Cause ID		0.05018	0.82381
OUT does not Granger Cause D_IPCA	46	1.21662	0.27616
D_IPCA does not Granger Cause OUT		0.29831	0.58777
CAMB does not Granger Cause D_IPCA	46	0.16935	0.68273
D_IPCA does not Granger Cause CAMB		0.31593	0.57698
D_SELIC does not Granger Cause D_RP	46	8.88688	0.00471
D_RP does not Granger Cause D_SELIC		12.8093	0.00087
DERIV does not Granger Cause D_RP	46	2.27098	0.13913
D_RP does not Granger Cause DERIV		4.68051	0.03611
ID does not Granger Cause D_RP	46	2.14544	0.15027
D_RP does not Granger Cause ID		0.20906	0.64981
OUT does not Granger Cause D_RP	46	0.21552	0.64482
D_RP does not Granger Cause OUT		7.70388	0.00813
CAMB does not Granger Cause D_RP	46	1.82675	0.18358
D_RP does not Granger Cause CAMB		2.66860	0.10965
DERIV does not Granger Cause D_SELIC	46	4.34365	0.04312
D_SELIC does not Granger Cause DERIV		0.19538	0.66070
ID does not Granger Cause D_SELIC	46	0.13620	0.71390

D_SELIC does not Granger Cause ID		0.00108	0.97392
OUT does not Granger Cause D_SELIC	46	10.7491	0.00207
D_SELIC does not Granger Cause OUT		0.03854	0.84529
CAMB does not Granger Cause D_SELIC	46	0.06160	0.80516
D_SELIC does not Granger Cause CAMB		0.79551	0.37740
ID does not Granger Cause DERIV	47	4.34158	0.04303
DERIV does not Granger Cause ID		0.06012	0.80744
OUT does not Granger Cause DERIV	47	0.29238	0.59143
DERIV does not Granger Cause OUT		8.16440	0.00650
CAMB does not Granger Cause DERIV	47	3.93254	0.05362
DERIV does not Granger Cause CAMB		2.75089	0.10431
OUT does not Granger Cause ID	47	0.25890	0.61342
ID does not Granger Cause OUT		2.05744	0.15853
CAMB does not Granger Cause ID	47	221.589	8.7E-19
ID does not Granger Cause CAMB		0.02393	0.87777
CAMB does not Granger Cause OUT	47	1.64879	0.20584
OUT does not Granger Cause CAMB		0.77304	0.38406

De acordo com os resultados do teste, variações nas variáveis investimentos em carteira (cart), risco país (d_rp), derivativos (deriv) e outros investimentos (out) precedem variações na taxa de juros (d_selic), ou seja, essas variáveis ajudam a explicar a taxa de juros⁵⁹. Esses resultados sugerem que os fluxos (com exceção do ID) foram importantes na determinação da taxa de juros no período analisado, conforme a hipótese estabelecida.

3.4.5 Análise de decomposição da variância

Pela análise de decomposição da variância, identificamos o quanto a variação de uma determinada variável é influenciada por choques nela própria e nas demais variáveis, ou, a proporção dos movimentos de uma dada seqüência que é devida a seus próprios choques e de todas as outras variáveis (Enders, 1995, p.311). Neste trabalho, o horizonte de tempo escolhido para analisar os impacto de choques sobre cada variável

⁵⁹ Os demais casos em que houve rejeição da hipótese nula não serão comentados, uma vez que o foco aqui é na taxa de juros.

foi de 12 meses. Os resultados (somente para a variável taxa de juros (selic)) estão indicados na tabela 6.

Tabela 6 – Decomposição da variância (01/1995-12/1998)

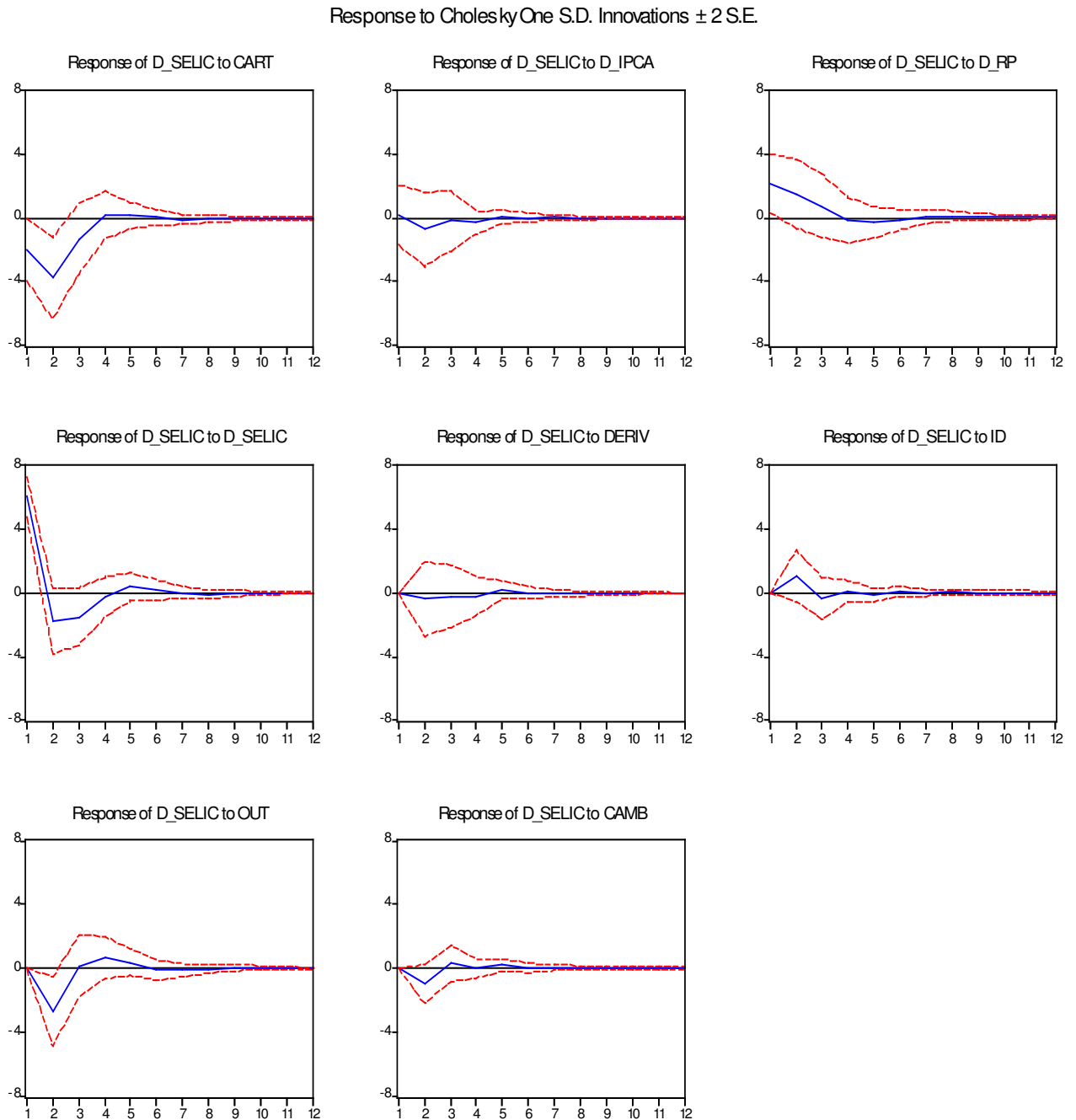
Period	Variance Decomposition of D_SELIC:								
	S.E.	CART	D_IPCA	D_RP	D_SELIC	DERIV	ID	OUT	CAMB
1	6.748508	8.767337	0.077142	10.46572	80.68980	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	8.673199	24.24685	0.703535	9.404252	52.88595	0.178185	1.569251	9.765111	1.246863
3	8.940988	24.93458	0.702817	9.566425	52.47964	0.227144	1.589165	9.209203	1.291033
4	8.980245	24.74949	0.806220	9.515450	52.10101	0.265634	1.593408	9.688562	1.280229
5	9.007651	24.62924	0.804543	9.553118	51.97912	0.313986	1.599156	9.799059	1.321786
6	9.012049	24.60590	0.804269	9.559415	51.98256	0.314184	1.606060	9.807044	1.320565
7	9.014381	24.60567	0.805730	9.568391	51.95666	0.314095	1.605723	9.820531	1.323207
8	9.016295	24.60240	0.805936	9.580526	51.94123	0.317166	1.611201	9.818855	1.322681
9	9.016946	24.60114	0.805932	9.584555	51.93473	0.317158	1.612228	9.819494	1.324762
10	9.017224	24.59993	0.805991	9.584639	51.93163	0.317139	1.614356	9.820202	1.326104
11	9.017488	24.59903	0.805950	9.584915	51.92940	0.317153	1.615608	9.819857	1.328080
12	9.017765	24.59846	0.805901	9.586003	51.92644	0.317155	1.617479	9.819259	1.329298

Pelos resultados vemos que ao final de 12 meses as variações na taxa de juros são explicadas principalmente por mudanças passadas da própria variável (51,92%). Mas os fluxos de capitais também têm importância significativa nessa explicação, principalmente os investimentos em carteira e outros investimentos, que respondem, respectivamente, por aproximadamente 24,59% e 9,81% da variação da taxa de juros, enquanto os investimentos diretos e os derivativos respondem, respectivamente, por cerca de apenas 1,61% e 0,31%. Conjuntamente, os fluxos totais da conta financeira respondem por cerca de 36,35% da variação da taxa de juros, o que indica que eles têm um poder de explicação bastante significativo das variações na taxa de juros.

3.4.6. Função impulso-resposta

Pela função impulso-resposta podemos testar o impacto de um choque sobre cada variável. Mais especificamente, o impacto de um aumento de uma unidade no erro de uma das equações do modelo (assumindo que esse erro retorne a zero nos períodos subsequentes e que os erros das demais equações sejam iguais a zero) sobre uma determinada variável.

Figura 3 – Função impulso-resposta (01/1995- 12/1998)



Pelos gráficos da função impulso-resposta vemos que, dentre os fluxos selecionados, o aumento dos investimentos em carteira e dos outros investimentos são os que têm maiores efeitos sobre a taxa de juros (resultado semelhante à análise de decomposição da variância). No caso dos investimentos em carteira, até o quarto mês seu aumento gera um forte efeito negativo sobre a taxa de juros, mas a partir daí se torna pouco expressivo.

Já um aumento nos fluxos da categoria outros investimentos gera um efeito de baixa por três meses, quando o efeito passa a ser de alta até o quinto mês, sendo que depois os efeitos sobre a taxa de juros são bastante reduzidos. Os efeitos de um choque nos investimentos diretos sobre a taxa de juros são pouco expressivos. Até o terceiro mês a relação entre as variáveis é positiva, se tornando negativa no quarto e passando a ser muito pouco relevante a partir daí. Por fim, um aumento nos derivativos leva a uma redução dos juros, mas muito pouco expressiva e por apenas quatro meses.

Pelos resultados vemos que aumentos nos fluxos mais relevantes (investimentos em carteira (cart) e outros investimentos (out) levam à reduções na taxa de juros. Quanto à persistência desses efeitos, no caso dos investimentos em carteira os efeitos persistem por apenas quatro meses e para os outros investimentos os efeitos se dissipam em cerca de seis meses. Apenas os investimentos diretos (id) tiveram impacto de alta sobre as taxas de juros, mas os efeitos foram pouco expressivos e por apenas três meses.

Os resultados se mostraram mais compatíveis com a tese dos defensores da liberalização financeira, de que um aumento nos fluxos de capitais leva a uma redução na taxa de juros. Resultados semelhantes foram encontrados em Pinheiro e Amin (2005), Silva e Compton (2006) e Goldfajn e Minella (2005), especialmente o último, que também concluiu que a redução dos juros provocada pelos fluxos de capitais não é persistente.

3.4.7 Análise dos resultados: período 01/1995-12/1998

Como afirmamos anteriormente, ao se testar a autonomia de política econômica frente aos fluxos de capitais, deve-se procurar uma relação entre os fluxos e uma variável determinada e se essa relação existir (independente de ser positiva ou negativa), pode-se dizer que a capacidade do governo de determiná-la fica reduzida, ou seja que há uma redução em sua autonomia de política econômica.

Os resultados desse exercício, especialmente o teste de causalidade de Granger e a análise de decomposição da variância, sugerem que no período selecionado (1995-1998) essa relação existiu, embora pela análise das funções impulso-resposta ela tenha se mostrado temporária. Para alguns fluxos como os investimentos em carteira e outros investimentos, essa relação foi mais forte, mas ela também se mostrou significativa para os fluxos da categoria derivativos. Apenas os investimentos diretos não se mostraram significativos na determinação da taxa de juros. Dessa forma, podemos concluir que as

evidências apontam para uma redução da autonomia de política econômica no período, conforme a hipótese estabelecida inicialmente.

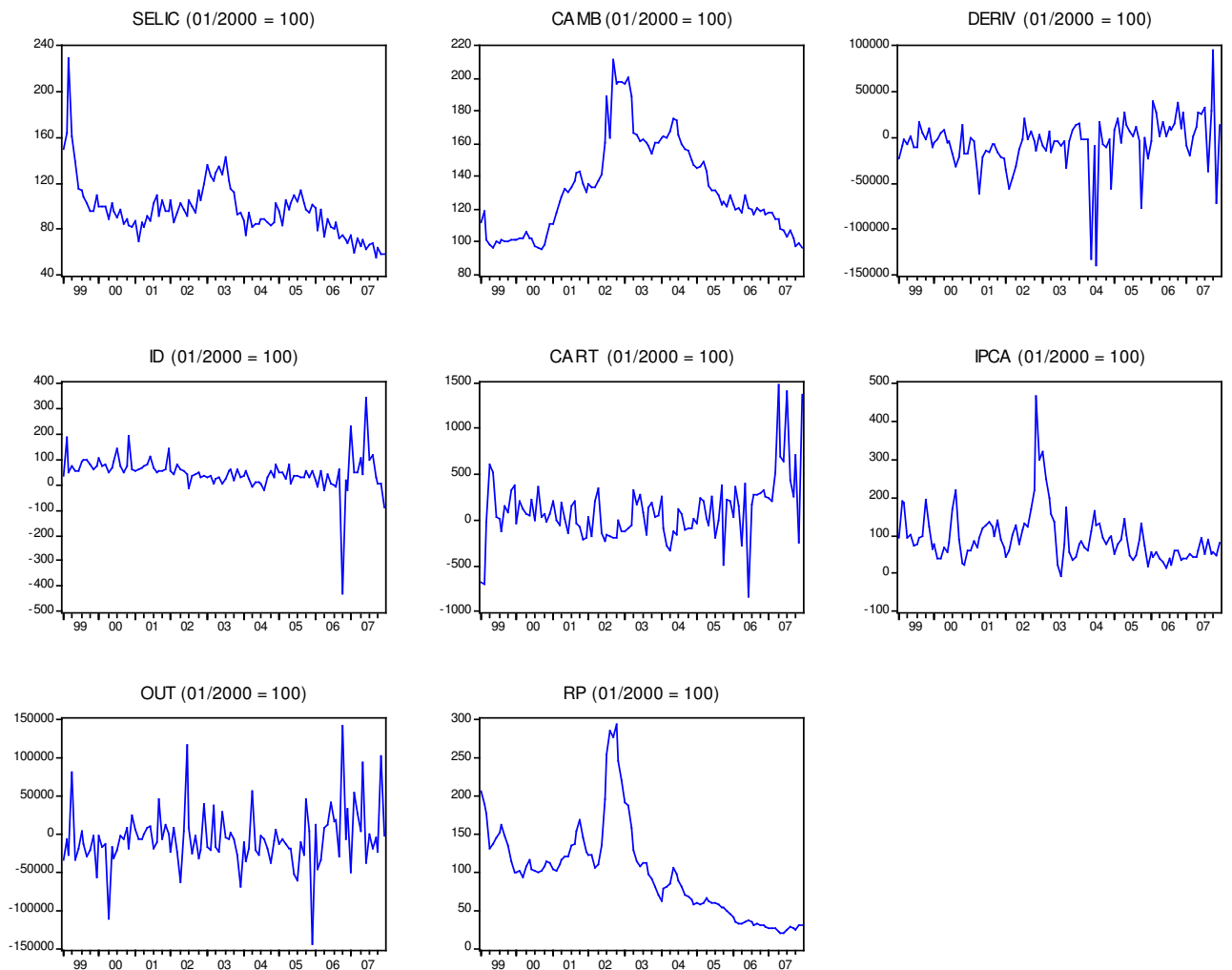
É importante destacar que esse resultado é compatível com o funcionamento do regime vigente no período, o de câmbio administrado (bandas cambiais). Em regimes de câmbio fixo ou administrado é a taxa de juros a variável de ajuste do balanço de pagamentos, o que faz com que ela seja influenciada de forma significativa pelos fluxos de capitais.

3.5 Período jan/1999 – dez/2007

3.5.1 Variáveis selecionadas

Abaixo estão as variáveis selecionadas, dessazonalizadas e transformadas em número-índice.

Figura 4 – Variáveis selecionadas (01/1999 – 12/2007)



3.5.2 Análise de estacionariedade

Tabela 7 – Testes ADF e PP (01/1999 – 12/2007)

Variável	Especificação do modelo	Defasagens	Estatística t	Resultado
IPCA	c	0	-4.173608**	I(0)
	c+t	0	-4.380955**	
	n	0	-2.341262*	
Cart	c	2	-3.279953*	I(0)
	c+t	2	-3.587778*	
	n	2	-2.737748**	
Deriv	c	1	-5.217845**	I(0)
	c+t	0	-9.765560**	
	n	1	-4.988909**	
ID	c	1	-4.948014**	I(0)
	c+t	1	-5.333392**	
	n	1	-3.750627**	
Camb	c	3	-1.697487	I(1)
	c+t	1	-0.612898	
	n	1	-0.483785	
D_Camb	c	0	-13.32872**	
	c+t	0	-13.46918**	
	n	0	-13.38257**	
OUT	c	0	-10.87937	I(0)
	c+t	0	-11.05061	
	n	0	-10.71644	
RP	c	1	-2.212850	I(1)
	c+t	1	-2.975553	
	n	1	-1.598882	
D_RP	c	0	-5.981515**	
	c+t	0	-5.950159**	
	n	0	-5.979294**	
Selic	c	3	-4.123940**	I(0)
	c+t	3	-4.299313**	
	n	3	-1.998123*	

Obs: camb - taxa de câmbio; cart - investimentos em carteira; deriv - derivativos; ID - investimentos diretos; out - outros investimentos; RP - risco-país; c - constante; t - tendência; c+t - constante + tendência; n - sem constante e sem tendência

Fonte: Elaboração própria a partir da saída do eviews

Pela tabela 7 vemos que as variáveis investimento em carteira (cart), derivativos (deriv), investimentos diretos (id), inflação (ipca), outros investimentos (out) e taxa de juros (selic) se mostraram estacionárias em nível, enquanto a taxa de câmbio (camb) e risco-país (rp) são estacionárias em suas primeiras diferenças (D_Camb e D_RP, respectivamente). Ao contrário da análise do primeiro período, não houve divergências nos resultados dos diferentes modelos especificados em nenhuma das variáveis.

3.5.3 Seleção do modelo VAR

Utilizando-se o critério de Schwarz, vemos, pela tabela 8, que o modelo mais apropriado é aquele com uma defasagem⁶⁰.

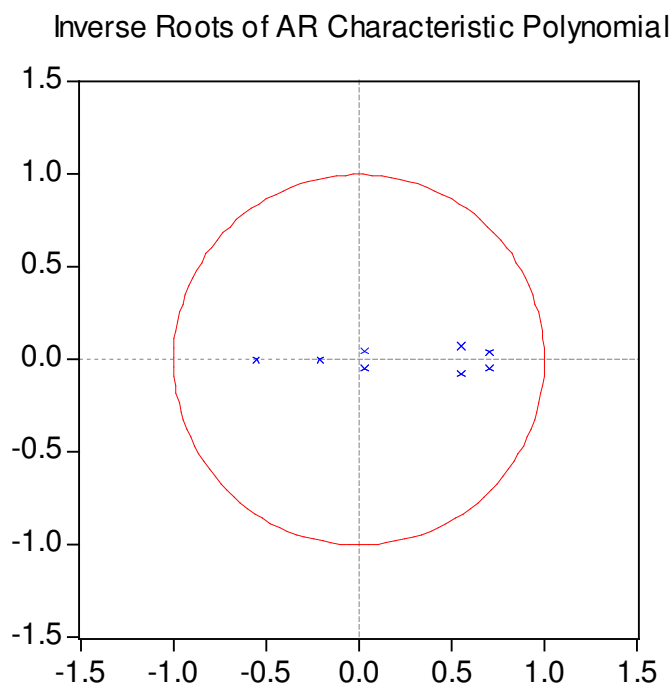
Tabela 8 – Seleção do número de defasagens (01/1999 – 12/2007)

Defasagens	Critério de Schwarz	Variáveis utilizadas
0	107.6766	CART; D_IPCA; D_RP; D_SELIC; DERIV; ID; OUT; CAMB
1	107.1878*	
2	108.7497	
3	110.3570	
4	112.1790	
5	113.5385	
6	115.4882	
7	116.5877	
8	117.6643	

Fonte: Elaboração própria a partir da saída do eviews

Pelo círculo unitário (figura 5) vemos que o modelo estimado é estável (ver também anexo 3). O VAR com uma defasagem está representado no anexo 4.

Figura 5 – Círculo unitário (01/1999 – 12/2007)



⁶⁰ Para esse período foi possível testar modelos com uma maior número de defasagens que no primeiro (1995-1998) pelo fato da amostra ser maior, o que aumenta os graus de liberdade.

3.5.4 Causalidade de Granger

Os testes de causalidade de Granger estão na tabela 9 abaixo, os casos em que há rejeição da hipótese nula estão marcados em negrito.

Tabela 9 – Teste de causalidade de Granger (01/1999 – 12/2007)

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 03/12/09 Time: 16:17

Sample: 1999M01 2007M12

Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
D_RP does not Granger Cause D_CAMBIO	106	20.3122	1.7E-05
D_CAMBIO does not Granger Cause D_RP		20.2581	1.8E-05
DERIV does not Granger Cause D_CAMBIO	106	0.02444	0.87609
D_CAMBIO does not Granger Cause DERIV		0.00507	0.94337
ID does not Granger Cause D_CAMBIO	106	0.00597	0.93858
D_CAMBIO does not Granger Cause ID		0.93580	0.33563
INVCART does not Granger Cause D_CAMBIO	106	0.16173	0.68840
D_CAMBIO does not Granger Cause INVCART		4.29263	0.04078
IPCA does not Granger Cause D_CAMBIO	106	2.31358	0.13131
D_CAMBIO does not Granger Cause IPCA		0.11773	0.73221
OUT does not Granger Cause D_CAMBIO	106	1.08502	0.30002
D_CAMBIO does not Granger Cause OUT		0.06543	0.79862
SELIC does not Granger Cause D_CAMBIO	106	3.48665	0.06471
D_CAMBIO does not Granger Cause SELIC		3.30009	0.07218
DERIV does not Granger Cause D_RP	106	0.58267	0.44701
D_RP does not Granger Cause DERIV		0.36162	0.54893
ID does not Granger Cause D_RP	106	0.02353	0.87839
D_RP does not Granger Cause ID		0.20946	0.64815
INVCART does not Granger Cause D_RP	106	3.11772	0.08041
D_RP does not Granger Cause INVCART		1.17450	0.28101
IPCA does not Granger Cause D_RP	106	4.74245	0.03171
D_RP does not Granger Cause IPCA		5.22705	0.02429
OUT does not Granger Cause D_RP	106	2.74499	0.10060
D_RP does not Granger Cause OUT		1.34982	0.24799

SELIC does not Granger Cause D_RP	106	4.14737	0.04427
D_RP does not Granger Cause SELIC		1.15163	0.28572
ID does not Granger Cause DERIV	107	0.02494	0.87482
DERIV does not Granger Cause ID		0.78045	0.37904
INVCART does not Granger Cause DERIV	107	1.30433	0.25605
DERIV does not Granger Cause INVCART		0.55111	0.45954
IPCA does not Granger Cause DERIV	107	0.83066	0.36419
DERIV does not Granger Cause IPCA		0.48486	0.48778
OUT does not Granger Cause DERIV	107	0.22418	0.63686
DERIV does not Granger Cause OUT		0.16958	0.68133
SELIC does not Granger Cause DERIV	107	0.30835	0.57989
DERIV does not Granger Cause SELIC		0.14833	0.70092
INVCART does not Granger Cause ID	107	0.80119	0.37280
ID does not Granger Cause INVCART		1.26480	0.26333
IPCA does not Granger Cause ID	107	0.27262	0.60269
ID does not Granger Cause IPCA		0.27759	0.59941
OUT does not Granger Cause ID	107	1.58694	0.21058
ID does not Granger Cause OUT		0.15070	0.69866
SELIC does not Granger Cause ID	107	0.59139	0.44363
ID does not Granger Cause SELIC		1.00141	0.31929
IPCA does not Granger Cause INVCART	107	0.57557	0.44977
INVCART does not Granger Cause IPCA		3.73851	0.05589
OUT does not Granger Cause INVCART	107	9.21448	0.00303
INVCART does not Granger Cause OUT		1.08626	0.29972
SELIC does not Granger Cause INVCART	107	2.68049	0.10461
INVCART does not Granger Cause SELIC		12.3981	0.00064
OUT does not Granger Cause IPCA	107	0.06126	0.80501
IPCA does not Granger Cause OUT		0.18229	0.67030
SELIC does not Granger Cause IPCA	107	0.13254	0.71656
IPCA does not Granger Cause SELIC		7.87000	0.00600
SELIC does not Granger Cause OUT	107	0.14236	0.70672
OUT does not Granger Cause SELIC		0.04285	0.83641

De acordo com os resultados do teste, dos fluxos selecionados somente os investimentos em carteira se mostraram significativos. A outra variável que se mostrou

significativa na explicação da selic foi a inflação (IPCA), o que está de acordo com o regime de metas de inflação vigente no período, em que a taxa de juros tem como papel fundamental manter a taxa de inflação em um nível pré-estabelecido.

3.5.5 Análise de decomposição da variância

Os resultados para um horizonte de 12 meses estão indicados na tabela 10.

Tabela 10 – Decomposição da variância (01/1999 – 12/2007)

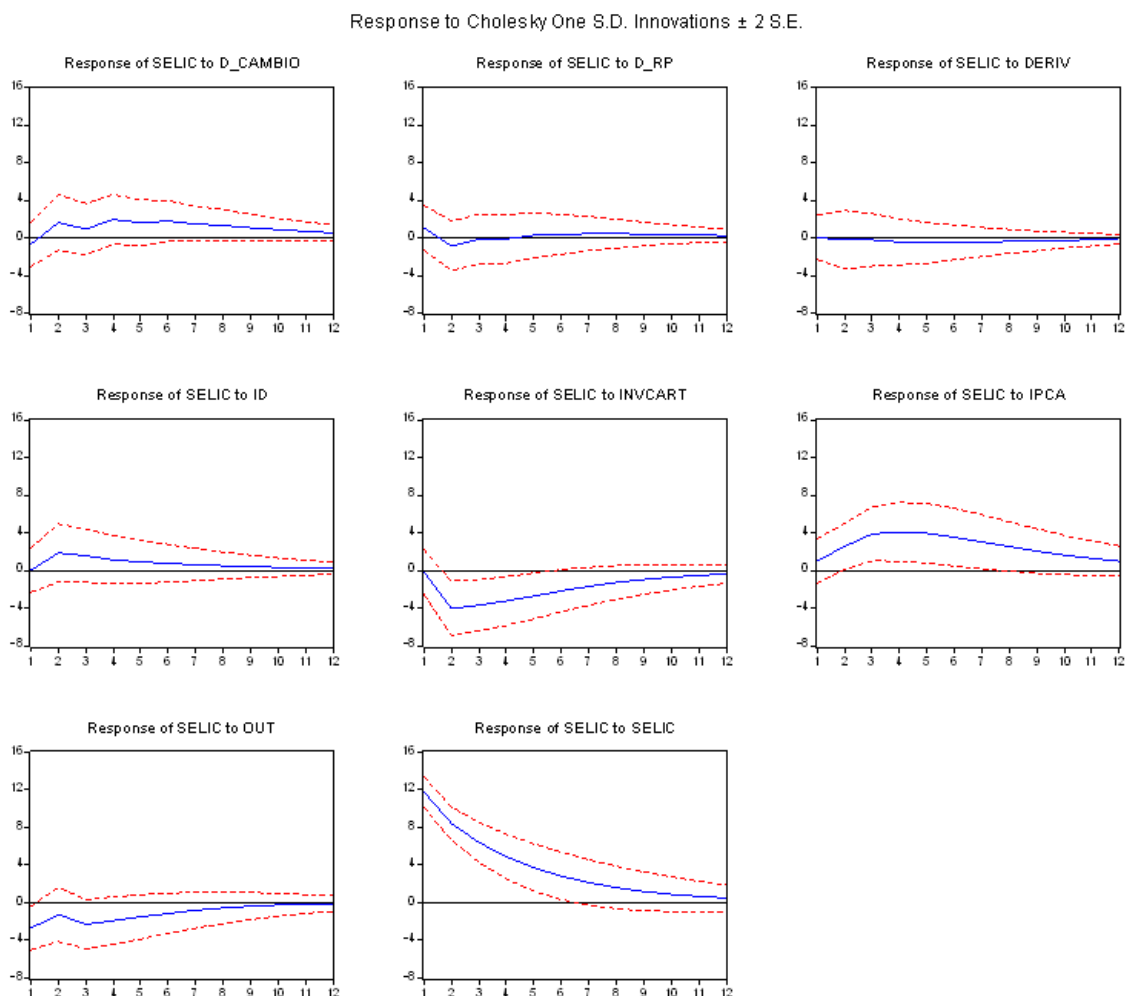
Variance Decomposition of SELIC:

Period	S.E.	D_GAMBIO	D_RP	DERIV	ID	INVCART	IPCA	OUT	SELIC
1	12.17713	0.287531	0.815628	0.001813	0.000793	0.021799	0.666046	4.894051	93.31234
2	15.82406	1.271240	0.762208	0.013545	1.379872	6.506091	2.998100	3.522162	83.54678
3	18.12102	1.245820	0.585054	0.022628	1.796908	9.104012	6.860538	4.267128	76.11791
4	19.70591	2.052223	0.496720	0.061981	1.836104	10.39180	10.09589	4.538775	70.52651
5	20.76547	2.475172	0.469735	0.117244	1.850183	11.08597	12.68400	4.608998	66.70870
6	21.48779	3.009818	0.468819	0.157470	1.845625	11.36396	14.53356	4.585027	64.03572
7	21.95519	3.349713	0.497658	0.189351	1.847341	11.48221	15.82307	4.523719	62.28693
8	22.25656	3.631577	0.527294	0.209407	1.849308	11.50632	16.67505	4.463511	61.13753
9	22.44357	3.811061	0.557490	0.222663	1.853154	11.50109	17.22684	4.414981	60.41273
10	22.55833	3.936368	0.580646	0.230517	1.856608	11.48426	17.57180	4.380458	59.95934
11	22.62684	4.013474	0.598239	0.235265	1.859677	11.46831	17.78343	4.357618	59.68398
12	22.66723	4.062410	0.610164	0.237967	1.861959	11.45542	17.90995	4.343287	59.51884

Cholesky Ordering: D_GAMBIO D_RP DERIV ID INVCART IPCA OUT SELIC

Pelos resultados vemos que no período 01/1999 a 12/2007 (assim como no período anterior), ao final de 12 meses as variações na taxa de juros são explicadas principalmente por mudanças passadas da própria variável (59,51%). A inflação vem em seguida (17,90%) e logo depois os investimentos em carteira, que mostraram poder de explicação relevante, 11,45%. As categorias outros investimentos, derivativos e investimentos diretos tiveram baixo poder de explicação, 4,34%, 0,23% e 1,86% respectivamente. Somados, os fluxos totais da conta financeira têm um poder de explicação de cerca de 17,89%, o que é praticamente igual ao da inflação.

3.5.6 Função impulso-resposta



Pela análise dos gráficos vemos que os investimentos em carteira são os fluxos cujo aumento tem maior influência sobre a taxa de juros, próxima inclusive a exercida pela inflação. Pelo gráfico vemos que o efeito foi de uma redução nas taxas de juros. E, diferentemente, do período anterior, essa influência se mostrou mais duradoura, aproximadamente onze meses.

O efeito sobre a taxa de juros de um aumento dos outros investimentos também foi relevante, além de ter se mostrado mais duradouro que no período anterior, cerca de oito meses. Quanto aos investimentos diretos, o efeito foi de alta nas taxas de juros, embora pouco expressivos, mas também de maior duração que no período anterior, cerca de oito meses.. Aumentos nos derivativos tiveram efeitos muito reduzidos sobre a taxa de juros.

Como no período anterior, os fluxos com maior impacto sobre as taxas de juros foram os investimentos em carteira e outros investimentos. E o efeito também foi de uma redução sobre as taxas de juros.

3.5.7 Análise dos resultados: período jan/1999 - dez/2007

Pela análise dos testes vimos que a variável de maior influência sobre a taxa de juros foi a inflação, o que está de acordo com o funcionamento de um regime de metas de inflação. Em relação aos fluxos de capitais, apenas os investimentos em carteira se mostraram significativos para explicar variações na taxa de juros. Mas, pela análise de decomposição da variância os fluxos se mostraram quase tão relevantes quanto o principal determinante da taxa de juros no período, a inflação. É importante destacar também que de acordo com a função impulso-resposta, os efeitos de um aumento nos fluxos foram mais duradouros que no período anterior. O que podemos concluir pela análise dos resultados é que, apesar de terem tido alguma relevância na explicação da taxa de juros, nesse período os fluxos de capitais selecionados não levaram à uma redução da autonomia de política monetária, rejeitando a hipótese estabelecida.

3.6 À guisa de conclusão

O objetivo deste capítulo foi realizar um exercício econométrico que possibilitasse avaliar os impactos da integração financeira brasileira sobre a autonomia de política econômica no período 1995-2007. Foram tratadas duas questões relevantes acerca do tema, a mensuração da liberalização financeira e da autonomia de política econômica. No primeiro caso foi defendida a idéia de que os fluxos de capitais (representando a integração financeira) são os indicadores mais adequados para o objetivo deste trabalho. No segundo foi seguida a metodologia de outros trabalhos sobre o Brasil, escolheu-se uma variável como *proxy* de uma determinada política, no caso a taxa de juros (Selic) representando a política monetária.

Os resultados indicaram que no primeiro período (01/1995 a 12/1998) os fluxos de capitais foram importantes na determinação da taxa de juros, embora os investimentos diretos não tenham se mostrado significativos. Como foi dito anteriormente, esses resultados refletem o funcionamento do regime vigente à época, o de bandas cambiais estreitas, quando a taxa de juros foi a principal variável de ajuste do balanço de pagamentos e por isso os fluxos de capitais foram importantes na sua

determinação. Já no segundo período (01/1999 a 12/2007), essa influência reduziu-se significativamente, somente os investimentos em carteira se mostraram significativos na previsão da taxa de juros, embora os testes mostrem que os fluxos como um todo têm importância na explicação da taxa de juros. Esses resultados refletem a dinâmica da taxa de juros do regime de metas de inflação, em que os juros são determinados pela autoridade monetária buscando uma taxa de inflação pré-estabelecida. Daí pode-se concluir que para o primeiro período as evidências apontam para uma redução da autonomia de política monetária, o que não ocorre no segundo.

4. Considerações finais

O objetivo deste trabalho foi o estudo da autonomia da política econômica brasileira no contexto de crescente mobilidade de capitais e liberalização financeira iniciada a partir dos anos 90.

A autonomia de política econômica e sua relação com o funcionamento do sistema financeiro internacional é uma questão antiga, tendo sido uma preocupação já nas reuniões que deram origem ao regime de Bretton Woods. Em um sistema que propicia a alta mobilidade de capitais, os investidores podem movimentar grandes somas de recursos com extrema facilidade, o que pode restringir a autonomia de política econômica dos países.

A perda ou redução da autonomia de política econômica decorrente da alta mobilidade e volatilidade dos fluxos de capitais é aceita quase que consensualmente. As divergências se referem aos benefícios ou malefícios que tal perda pode acarretar. Os defensores da liberalização financeira argumentam que a perda da autonomia é algo positivo, pois permite que os mercados “disciplinem” os governos e inibam a adoção de políticas “irresponsáveis”, o que é contestado por autores favoráveis à restrições na mobilidade de capitais, dados os critérios de tomada de decisão dos investidores.

Em uma economia monetária de produção, o processo de tomada de decisão dos agentes é baseado em informações precárias, uma vez que a incerteza (não probabilística) que permeia o sistema faz com que não haja uma trajetória previsível e calculável para as variáveis econômicas, ou seja, o futuro é incerto. Além disso, por conta dessa precariedade de informações, os agentes tendem a adotar comportamentos imitativos que apesar de racionais podem gerar instabilidades no sistema.

Dada a forma pela qual os investidores tomam suas decisões, a idéia de que a redução na autonomia de política econômica permite uma melhora na qualidade da administração pública porque esta passaria a ser “fiscalizada” pelos investidores é, no mínimo, discutível. Os investidores têm objetivos diferentes dos governos, diante de medidas que reduzam a rentabilidade de seus investimentos eles retiram seus recursos do país independentemente de tal medida ser boa ou ruim para o país. Da mesma forma, diante de medidas que aumentem a rentabilidade de seus investimentos eles aplicam o dinheiro no país e, como no caso da saída de recursos, desconsideram os efeitos que essas movimentações podem ter sobre a economia, especialmente quando se trata de

grandes somas de recursos. O critério dos investidores para as decisões de alocação de recursos é a rentabilidade de curto prazo, por isso o que é bom para ele pode perfeitamente ser ruim para o país e vice-versa. Como destaca Rodrik (1998, p.11) em passagem mencionada anteriormente, seria preciso ter fé cega nos mercados para acreditar que os objetivos dos países serão os mesmos dos investidores.

A defesa da autonomia de política econômica passa pela idéia de que o governo deve ter, no mínimo, algum poder de intervenção sobre a trajetória de determinadas variáveis, de forma a lhe permitir executar sua política econômica. Isso é importante tanto para que ele busque níveis adequados à sua estratégia de desenvolvimento quanto para que ele reduza flutuações bruscas originadas por comportamentos desestabilizadores dos investidores ou por episódios de pânico.

O processo de liberalização financeira brasileira iniciou-se no fim da década de 1980, mas só na década de 1990 ganhou força. A alta liquidez mundial do início da década de 1990 possibilitou ao Brasil a adoção de estratégias baseadas na absorção de recursos externos, que, segundo seus defensores, permitiria ao país superar o baixo crescimento e a alta inflação que marcaram a década de 1980. Para fazer uso da poupança externa o país passou a eliminar restrições às movimentações de capitais, de forma a atrair os investidores estrangeiros. Pela análise de estudos econométricos que trataram da liberalização financeira brasileira, seus resultados não permitem corroborar a hipótese que ela traria benefícios tais como maior crescimento e menores taxas reais de juros. Em relação à autonomia de política econômica para o caso brasileiro, os resultados dos trabalhos analisados não permitiram uma conclusão segura.

Como forma de contribuir para o debate foi realizado um estudo econométrico para avaliar os impactos dos fluxos de capitais sobre a autonomia da política monetária no período jan/1995- dez/1998 e jan/1999 – dez/2007. Os resultados indicaram que houve perda de autonomia de política econômica no primeiro período e não houve no segundo.

Neste estudo optou-se por utilizar os fluxos de capitais como uma medida de integração financeira. A diversidade de indicadores utilizados em trabalhos na literatura nacional e internacional indica o quanto essa questão é controversa. Foi defendida a idéia de que os fluxos de capitais são os indicadores mais adequados para o objetivo deste trabalho.

Os resultados do exercício econométrico sugerem que, como estabelece a teoria, uma maior integração financeira pode levar a uma redução no grau de autonomia de

política econômica. É importante destacar, no entanto, que a metodologia dos trabalhos econométricos na área ainda é uma questão em aberto. A divergência de resultados que pudemos verificar nas análises aqui apresentadas são em grande parte fruto das diferenças metodológicas utilizadas nos diferentes trabalhos. A dificuldade em se mensurar adequadamente a abertura ou integração financeira e os controles de capitais, faz com que a pesquisa nesse campo ainda tenha muito o que avançar. Assim como para o caso específico da autonomia de política econômica, a subjetividade dessa variável abre campo para um sem número de pesquisas e discussões acerca da melhor forma de representá-la. A metodologia defendida e utilizada nesse trabalho é uma das formas possíveis de se trabalhar com o tema e evidentemente não se pretende definitiva.

Diante da falta de evidências empíricas na literatura nacional e internacional que sustentem a idéia de que a liberalização financeira traz benefícios aos países que a adotam, o caminho a ser seguido pelo país deveria ser o do aprofundamento da liberalização financeira? Mais especificamente, o caminho a ser seguido deveria ser o de mudanças na lei que tirem a possibilidade do país adotar controles de capitais quando julgar necessário? O país deve abrir mão espontaneamente de sua autonomia de política econômica de forma a dar mais segurança aos investidores conforme advogam os proponentes da livre conversibilidade do Real?

A pesquisa realizada sugere que os efeitos da adoção de tais propostas são questionáveis, dado que a conversibilidade efetiva da moeda nacional e sua utilização como reserva de valor estão ligadas a fatores externos e dificilmente seriam alcançáveis no curto ou médio prazo por um país emergente como o Brasil. Mas a principal objeção a essas propostas surge da importância que a autonomia de política econômica tem para os países. A garantia dessa autonomia é fundamental, uma vez que a especificidade de cada país implica diferentes necessidades e maneiras de atendê-las, de forma que cada nação deve ser soberana nas escolhas que acredita serem as mais adequadas para a realização de seus objetivos.

E para a garantia da manutenção dessa autonomia é preciso considerar a utilização de controles de capitais, tanto os que utilizam mecanismos de mercado (indiretos) quanto os administrativos (diretos), considerados *market unfriendly*. Torna-se necessária, então, a investigação acerca de instrumentos que possam reduzir a mobilidade na entrada e saída de capitais na economia brasileira, de forma que o país possa ter alguma precaução frente às instabilidades internacionais.

Além disso, a crise do *subprime* iniciada em 2007 no país que foi o precursor da liberalização financeira e um de seus maiores defensores recoloca mais do que nunca a questão da reforma da arquitetura financeira internacional, mais especificamente, a busca por mecanismos que possibilitem a redução da mobilidade de capitais em âmbito global e que garantam a autonomia de política econômica dos países. Diante da grande integração financeira mundial e o intenso desenvolvimento dos mercados financeiros e das tecnologias para movimentação de recursos, a questão de como regular e limitar a mobilidade dos fluxos financeiros é com certeza um dos maiores desafios para os que se propõem ao estudo desse tema.

Bibliografia

AGÉNOR, P.R. Benefits and costs of international financial integration: Theory and facts. Washington, DC: The World Bank, 2003. Disponível em: <http://www3.interscience.wiley.com/journal/118884041/abstract?CRETRY=1&SRETRY=0>. Acesso em 24/09/2008.

AIZENMAN, J.; CHINN, M.D.; ITO, H.. Assessing the emerging global financial architecture: Measuring the trilemma's configurations over time. NBER Working Paper nº14533, 2008.

ARIDA, P. Por uma moeda plenamente conversível. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 3, p. 151-54, jul./set. 2003a

ARIDA, P. Ainda sobre a conversibilidade. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 23, n. 3, p. 135-142, jul./set. 2003b

_____. Aspectos Macroeconômicos da Conversibilidade: o Caso Brasileiro. Texto Revisado, 2004. Disponível em: <<http://www.casadasgarcas.com>>. Acesso em: 20/05/2007.

ARIDA, P.; BACHA, E.L.; LARA-RESENDE, A. Credit, Interest, and Jurisdictional Uncertainty: Conjectures on the Case of Brazil, 2004. Disponível em: <<http://www.casadasgarcas.com>> Acesso em: 08/06/2007.

ARYIOSHI, A.; HABERMEIER, K.; LAURENS, B.; OTKER-ROBE, I.; CANALES-KRILJENKO, J.I.; KIRILENKO, A. Country experiences with the use and liberalization of capital controls. IMF Occasional Paper, nº190, 2000.

ASTERIOU, D.; HALL, S.G. Applied Econometrics – A modern approach using eviews and microfit. Palgrave Macmillan, Nova York, 2006.

BACHA, E. L. Latin America's reentry into private financial markets: Domestic and international policy issues. **Texto para Discussão nº 299**, PUC-Rio, 1993.

BACHA, E.L. Reflexões pós-cepalinas sobre inflação e crise externa. **Revista de Economia Política**, vol.23, nº3 (91), julho-setembro, 2003

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). O regime cambial brasileiro — evolução recente e perspectiva. Banco Central do Brasil, novembro, 1993

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, Brasília, nº1, junho, p 1-16, 2001. Disponível em <http://www.bcb.gov.br>. Acesso em 24/01/2009.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). Risco-país. **Série Perguntas mais frequentes**, 2006. Disponível em <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ09-Risco-País.pdf>. Acesso em 19/06/2008.

BANERJEE, A.V. A Simple Model of Herd Behavior. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 107, No. 3. (Aug.), pp. 797-817, 1992.

BATISTA JR., P.N. (1993). Dolarização, âncora cambial e reservas internacionais. **Revista de Economia Política**, vol. 13, nº 3, pp. 5-20, julho-setembro, 1993.

BATISTA JR., P.N. Controles de capital na Colômbia. **O Globo**, 2 de junho, 2007.

- BELLUZZO, L.G. Finança global e ciclos de expansão. In: FIORI, J.L. (org.) **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. 3ª edição, Vozes, Petrópolis-RJ, 2000.
- BELLUZZO, L. G., CARNEIRO, R. O Mito da conversibilidade. **Revista de Economia Política**, v. 24, n. 2, abr./jun., p. 218- 222. 2004.
- BIAGE, M.; CORREA, V.P.; NEDER, H.D. Risco País, fluxos de capitais e determinação da taxa de juros no Brasil: uma análise de impactos por meio da metodologia VEC. 2007. Disponível em <http://www.anpec.org.br/revista/aprovados/Risco_pais.pdf>. Acesso em 02/09/2007.
- BIANCARELI, A.M. Liberalização financeira e política econômica no Brasil recente: três momentos e duas visões. Anais do “IX Encontro Nacional de Economia Política” Uberlândia, 2004.
- BIANCARELI, A.M.; CUNHA, A.M.; PRATES, D.M. Os desequilíbrios da economia internacional: Uma análise crítica do debate recente. **PESQUISA & DEBATE**, SP, volume 18, nº 2 (32), pp. 223-249, 2007.
- BIKHCHANDANI, S.; HIRSHLEIFER, D.; WELCH, I. A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades. **The Journal of Political Economy**, Vol. 100, No. 5. (Oct.), pp. 992-1026, 1992.
- BRADFORD, C .I. Prioritizing Economic Growth: Enhancing Macroeconomic Policy Choice. G-24 Discussion Paper Series, 2005. Disponível em:<http://www.unctad.org/en/docs/gdsmdpbg2420054_en.pdf>.Acesso em: 20/12/2007.
- BRESSER-PEREIRA. L.C.; NAKANO, Y. Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade. **Revista de Economia Política**, vol. 22, nº 3 (87), julho-setembro, 2002.
- BRESSER-PEREIRA, L.C.; NAKANO, Y. Crescimento Econômico com Poupança Externa? **Revista de Economia Política**, v. 23, nº 2 (90), abril-junho, 2003.
- CALVO, G.A.; MENDOZA, E.G. Rational contagion and the globalization of securities markets. NBER Working Paper nº 7153, 1999.
- CARDOSO, E.; GOLDFAJN, I. Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls. International Monetary Fund, Working Paper nº 115, 1997. Disponível em: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp97115.pdf>. Acesso em 25/09/20087.
- CARNEIRO, R. Globalização e Inconvertibilidade Monetária. **Revista de Economia Política**, vol. 28, nº 4 (112), pp. 539-556, outubro-dezembro, 2008.
- CARVALHO, B.S.M. e GARCIA, M.G.P. Ineffective Controls on Capital Inflows under Sophisticated Financial Markets: Brazil in the Nineties. NBER Working Paper Nº12283, 2006.
- CARVALHO, F.J.C. Bretton Woods aos 60 anos. Novos Estudos CEBRAP, São Paulo, v. 70, p. 51-63, 2004a.
- CARVALHO, F.J.C. Controles de capitais: uma agenda de pesquisa. **Revista de Economia Contemporânea**, vol.8, nº2, p.283-298, 2004b.
- CARVALHO, F.J.C.; SICSÚ, J. Controvérsias Recentes Sobre Controles de Capitais. **Revista de Economia Política**, vol.24, nº2, p.163-84, abril-junho, 2004.

CHESNAIS, F. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: Chesnais, F. (org). **A finança mundializada**. Boitempo, São Paulo, 2005.

CINTRA, M.A.M. *As Transformações na estrutura do sistema financeiro dos Estados Unidos: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995)*. Tese (Doutorado em Economia), Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1997.

DAMASCENO, A.O. Liberalização da Conta de Capitais e Crescimento Econômico: Evidências de dados em painel para a América Latina. **Revista de Economia Política**, vol.28, nº4, p.595-611, outubro-dezembro, 2008a

DAMASCENO, A.O. Porque os capitais não fluem dos países desenvolvidos para os países em desenvolvimento? Teoria e evidências empíricas. **XXXVI Encontro Nacional de Economia**, 2008b

DAVIDSON, P. Are Grains of Sand in the Wheels of International Finance Sufficient to do the Job When Boulders are Often Required? **The Economic Journal**, Vol. 107, Nº 442, Maio, pp. 671-686, 1997. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/2957792>. Acesso em 25/08/2008.

DAVIDSON, P. The case for regulating international capital flows. Trabalho apresentado no Seminário sobre a Regulação dos Movimentos de Capitais, Social Market Foundation. Londres, 17 nov. 1998. Disponível em <http://econ.bus.utk.edu/faculty/davidson/reg2.pdf>. Acesso em 03/09/2008.

DOOLEY, M. P., FOLKERTS-LANDAU, D., GARBER, P. An essay on the revived Bretton Woods System. NBER Working Paper nº 9971, 2003.

_____. The Revived Bretton Woods System: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries. NBER Working Paper nº 10.332, 2004.

EDISON, H.J.; KLEIN, M.W.; RICCI, L.; SLOEK, T. Capital account liberalization and economic performance: Survey and synthesis. NBER Working Paper Nº 9100, 2002.

EICHENGREEN, B. A globalização do capital – Uma História do Sistema Monetário Internacional. Editora 34, São Paulo, 2000.

_____. Capital Account Liberalization: What do cross-country studies tell us? **The World Bank Economic Review**, vol. 15, pp. 341-365, 2001.

_____. Capital Flows and Crises. Cambridge (Mass.), The MIT Press, 2004. Disponível em: http://books.google.com/books?hl=pt-BR&lr=&id=2uxz0BAMXgC&oi=fnd&pg=PA7&dq=eichengreen+capital+flows+and+crises&ots=KgLayXT5_6&sig=Ndb6sHosCxsNN_JsRb8PqD-QeVM#PPA187,M1. Acesso em 28/11/2008.

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and why it Matters. NBER Working Paper nº 10036., 2003a.

EICHENGREEN, B.; HAUSMANN, R.; PANIZZA, U. The pain of original sin. 2003b. Disponível em: <http://www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/ospainaug21-03.pdf>>. Acesso em 29/01/2009

- EICHENGREEN, B.; MUSSA, M.; DELL'ARICCIA, G.; DETRAGIACHE, E.; MILESI-FERRETTI, G.; TWEEDIW, A. Liberalizing Capital Movements: Some analytical issues. **Economic Issues**, Washington, nº17, 1999. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues17>>. Acesso em: 19/12/2007.
- EICHENGREEN, B.; TOBIN, J.; WYPLOSZ, C. Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance. **The Economic Journal**, Vol. 105, No. 428 (Jan), pp. 162-172, 1995. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2235326>. Acesso em 26/08/2008.
- ENDERS, W. *Applied Econometric Time Series*. John Wiley & Sons. Inc, 1995.
- FARHI, M. (2006). O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária. **Boletim semestral do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Unicamp**, novembro 2005-abril 2006. Disponível em: http://www.eco.unicamp.br/assets/scripts/boletim_cecon/boletim7/Secao_V_Maryse.pdf.
- FLASSBECK, H. The Exchange Rate: Economic Policy Tool or Market Price? **UNCTAD DISCUSSION PAPERS**, No. 157, November, 2001 Disponível em http://www.unctad.org/en/docs/dp_157.en.pdf. Acesso em 21/10/2007.
- FERRARI FILHO, F.; JAYME JR., F.G.; LIMA, G.T.; OREIRO, J.L.; PAULA, L.F. Uma Avaliação Crítica da Proposta de Conversibilidade Plena do Real. **Revista de Economia Política**, vol. 25, nº 1 (97), p 133-151, janeiro-março, 2005.
- FISCHER, S. Capital account liberalization and the role of the IMF. *Essays in International Finance*, n. 207. Princeton, 1998.
- FISCHER, S. Financial Crises and Reform of the International Financial System. NBER Working Paper nº 9267, 2002
- FORBES, K.J. Capital controls: Mud in the wheels of market efficiency. **Cato Journal**, Vol. 25, Nº 1, 2005a Disponível em < <http://www.cato.org/pubs/journal/cj25n1/cj25n1-16.pdf>>. Acesso em 27/08/2008.
- FORBES, K.J. The microeconomic evidence on capital controls: No free lunch. NBER Working Paper nº11372, 2005b.
- FRANCO, G.H.B. A inserção externa e o desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, v.18, nº3 (71), julho-setembro, 1998.
- FRANCO, G.H.B.; PINHO NETO, D. A desregulamentação da conta de capitais: limitações macroeconômicas e regulatórias, PUC-Rio Working Paper nº 479.
- FREITAS, M. C. P. de; PRATES, D. M. A abertura financeira no governo FHC: impactos e conseqüências. **Economia & Sociedade**, Campinas, v. 17, p. 81-111, 2001.
- GABRIEL, L.F.; OREIRO, J.L.C. Fluxos de capitais, fragilidade externa e regimes cambiais — uma revisão teórica. **Revista de Economia Política**, vol. 28, nº 2 (110), pp. 331-357 abril-junho, 2008.
- GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. (2005). Capital Flows and Controls in Brazil: What Have We Learned? NBER WORKING PAPER nº 11640, 2005.
- GONÇALVES, F.M.; HOLLAND, M. e SPACOV, A.D. Can Jurisdictional Uncertainty and Capital Controls Explain the High Level of Real Interest Rates in Brazil? Evidence from Panel Data. **XXXIII Encontro Nacional de Economia, 2005**.

GREMAUD, A.P.; VASCONCELLOS, M.A.S.; TONETO Jr., R. **Economia Brasileira Contemporânea**. 7ª edição, Atlas, São Paulo, 2008.

HENRY, P.B.; SASSON, D. Capital Account Liberalization, Real Wages, and Productivity. NBER Working Paper nº13880, 2008

HERMANN, J. O modelo de liberalização financeira dos anos 1990: Restatement ou autocrítica? **Nova Economia**, v. 13, n. 2, p. 137-172, 2003.

IMF. **World Economic Outlook**. Globalization and Inequality. Washington, DC: International Monetary Fund, October, 2007. Disponível em <<http://www.imf.org>>. Acesso em 18/12/2007

JOMO, K.S. Capital Controls, 2001. Disponível em <www.nber.org/~confer/2001/malaysia/jomo.pdf>. Acesso em 23/05/2007.

KEYNES, J.M. A União Internacional de Compensação. In: SZMRECSÁNYI, T. (org.) **KEYNES**. 2ª. Edição, Editora Ática, São Paulo, 1984.

KEYNES, J.M. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda. 2ª edição, Nova Cultural, São Paulo, 1985.

KOSE, M.A.; PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S. Financial Globalization: Reappraisal. NBER Working Paper nº12484, 2006.

LAAN, C.R. v.d. Liberalização da conta de capitais: evolução e evidências para o caso brasileiro recente (1990-2005). Dissertação de Mestrado em Economia do Desenvolvimento. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2006. 29º Prêmio BNDES de Economia, Rio de Janeiro: BNDES, 2007

LAAN, C.R. v.d.; CUNHA, A.M; LÉLIS. M.T.C. Liberalização Financeira e Desempenho Macroeconômico no Brasil entre 1994 e 2006. **XXXV Encontro Nacional de Economia, 2007**.

LANGONI, C. G. A Economia Brasileira e a Nova Ordem Internacional. In: BERGSTEIN, F. *et al.* **O Brasil e a nova ordem internacional**. Expressão e Cultura/FGV, Rio de Janeiro, 1991.

MAGUD, N.; REINHART, C. Capital controls: an evaluation. NBER Working Paper, Nº 11973, 2006

MARQUES, A. M.; FOCHEZATTO, A. Integração financeira e autonomia de política monetária: Investigando relações de causalidade para a economia Brasileira em época recente. **XXXII Encontro Nacional de Economia 2004**.

MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE. Mapping Global Capital Markets. Fourth Annual Report, january, 2008. Disponível em <<http://www.mckinsey.org>>. Acesso em 15/02/2008.

MEDEIROS, C.A. e SERRANO, F. Padrões monetários internacionais e crescimento. In: FIORI, J.L (org.) **Estados e moedas no desenvolvimento das nações**. 3ª edição, Vozes, Petrópolis-RJ, 2000.

MENDONÇA, H.F; PIRES, M.C.C. Liberalização da conta de Capitais e inflação: a experiência Brasileira no período pós-real. **Revista Estudos Econômicos**, vol. 36, nº1, p. 149-179, janeiro-março, 2006.

MINIANE, J. A New Set of Measures on Capital Account Restrictions. **IMF Staff Papers**, Vol. 51, No. 2, 2004.

- MIRANDA, M.C. Crises cambiais e ataques especulativos no Brasil. **Economia Aplicada**, v. 10, n. 2, p. 287-301, ABRIL –JUNHO, 2006.
- ONO, F.H.; SILVA, G.J.C.; OREIRO, J.L.; PAULA, L.F. Conversibilidade da Conta de Capital, Taxa de Juros e Crescimento Econômico. Uma Avaliação Empírica da Proposta de Plena Conversibilidade do Real. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, 9(2): 231-261, mai./ago, 2005.
- OREIRO, J.L. Autonomia de Política Econômica, Fragilidade Externa e Equilíbrio do Balanço de Pagamentos: A Teoria Econômica dos Controles de Capitais. **Economia e Sociedade**, v. 13, n. 2 (23), p. 1-22, jul./dez, 2004.
- OREIRO, J.L.; PAULA, L.F.; SILVA, G.J.C. Por uma Moeda Parcialmente Conversível: Uma Crítica a Arida e Bacha. **Revista de Economia Política**, vol. 24, nº2, p. 223-237, abril-junho, 2004.
- PATTERSON, K. An introduction to applied econometrics - A time series approach. St. Martin's Press, Scholarly and Reference Division, Nova York, 2000.
- PAULA, L.F. **Macroeconomia Aberta em Contexto de Globalização Financeira: Algumas Notas em uma Perspectiva Pós-Keynesiana, 2006. Disponível em: <<http://paginas.terra.com.br/educacao/luizfpaula/artigos/artigo44.htm>>. Acesso em: 09/06/2007.**
- PINHEIRO, AM. AMIN, M.M. Fluxos de Capitais e Componentes Macroeconômicos: análise de inter-relações através de um modelo de vetores auto-regressivos (VAR). **XXXIII Encontro Nacional de Economia, 2005.**
- PIRES, M.C.C. O Efeito da Liberalização da Conta de Capital sobre a Política Fiscal: Uma Avaliação do Caso Brasileiro Recente. **Revista de Economia Política**, vol. 26, nº 2 (102), pp. 258-273 abril-junho, 2006.
- PRASAD, E; ROGOFF, K.; WEI, S; KOSE, M.A. Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence. International Monetary Fund Occasional Paper #220, 2003.
- PRATES, D.M. Investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico. In: FREITAS, Maria Cristina P. (Org.). *Abertura do sistema financeiro no Brasil*. São Paulo: Fundap/Fapesp; Brasília: Ipea, 1999.
- RODRIG, D. Who needs capital-account convertibility? **Essays in International Finance** nº 207: 55-65, Princeton, 1998.
- SERRANO, F. Do ouro imóvel ao dólar flexível. **Economia e Sociedade**, v. 11, n. 2 (19), p. 237-253, jul./dez. 2002.
- SILVA, G.J.C.; RESENDE, M.F.C. Eficácia dos Controles de Capitais no Brasil: uma abordagem teórica e empírica alternativa. **XIII Encontro Nacional de Economia Política 2008.**
- SILVA, J.R.C.; COMPTON, R.A. Capital Flows and Destabilizing Policy in Latin America, 2006. Disponível em http://www.cedeplar.ufmg.br/economia/seminario/Capital_flow.pdf. Acesso em 15/04/2008
- SKIDELSKY, R. **JOHN MAYNARD KEYNES. Fighting for Freedom 1937-1946.** Penguin Books, New York, 2002.

STIGLITZ, J.E. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. **World Development**, Vol. 28, No. 6, pp. 1075-1086, 2000.

STOCK, J.H.; WATSON, M.W. Vector Autoregressions. **Journal of Economic Perspectives**. Volume 15, Nº 4, p. 101–115, Fall, 2001.

TEIXEIRA, A. “O Império contra-ataca”: notas sobre os fundamentos da atual dominação norte-americana. **Economia e Sociedade**, n.15: 1-13, dez, 2000.

SOIHET, E.; TERRA, M.C. Índice de controle de capitais: Uma análise da legislação e seu impacto sobre o fluxo de capital no Brasil no período 1990-2000. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 36, n. 4, p. 721-745, outubro-dezembro, 2006.

TOBIN, J. A proposal for international monetary reform. **Eastern Economic Journal**, v.4, p.153-159, 1978. Disponível em: http://college.holycross.edu/ej/Volume4/V4N3_4P153_159.pdf >. Acesso em 20/07/2007.

UNCTAD. Trade and development report. Commodity prices, capital flows and the financing of investment, 2008. Disponível em <http://www.unctad.org>. Acesso em 10/09/2008

VERÍSSIMO, M.P.; HOLLAND, M. Liberalização da Conta de Capital e Fluxos de Portfólio para o Brasil no Período Recente. **XXXII Encontro Nacional de Economia 2004**.

VIEIRA, F.; HOLLAND, M. Country Risk Endogeneity, Capital Flows and Capital Controls in Brazil. **Revista de Economia Política**, vol. 23, nº1(89), p. 12-38, janeiro-março, 2003.

Anexo 1

Quadro 1 – Trabalhos empíricos sobre os impactos da liberalização financeira do Brasil da década de 1990

Autor	Objetivo/ Período	Variáveis utilizadas	Medida de liberalização / controles	Resultados
Cardoso e Goldfajn (1997)	Avaliar as interações entre controles de capitais, fluxos de capitais e diferencial de juros 1988-1995	Fluxos de capitais: <i>debt securities</i> , <i>equity securities</i> , investimentos diretos, totais (soma dos três anteriores), <i>bonds</i> , <i>equities</i> e <i>sindicated loans</i> emitidos por entidades brasileiras nos mercados internacionais, dados trimestrais da conta financeira do balanço de pagamentos publicado pelo FMI; Taxa de juros em dólar dos títulos do governo brasileiro deflacionada pela depreciação esperada; Taxa de juros dos títulos do tesouro americano	Índice de controle de capitais (ICC) ⁶¹	Os controles de capitais são eficazes na alteração no volume e na composição dos fluxos, mas somente no curto prazo. Além disso, mostrou que os controles de capitais reagem aos fluxos, indicando a endogeneidade desses.
Vieira e Holland (2003)	Investigar a relação entre taxa de juros, risco país, fluxos de capitais e controle de capitais 1994-2002	Taxa Selic; <i>Prime rate</i> ; EMBI+; Desvalorização nominal da taxa de câmbio; Investimento líquido em portfólio, Investimento externo direto líquido	ICC	O índice de controle de capitais tem influência sobre o risco país e juntamente com os fluxos de capitais, sobre a paridade descoberta da taxa de juros. No entanto, os controles de capitais não têm efeitos de longo prazo sobre os fluxos.
Marques e Fochezatto (2004)	Avaliar se o BC tem autonomia para fixar as taxas de juros nominal e real e quais os graus de liberdade que dispõe. 1990-2004	Taxa Selic; IPCA; Taxa de câmbio nominal; ; <i>Spread</i> do C-Bond.	-	Conclui que o governo tem autonomia para fixar as taxas de juros, já que estatisticamente os argumentos de que sua redução de maneira rápida e forte traria efeitos adversos não são válidos.
Oreiro; Paula e Silva (2004)	Investigar a influência dos controles de capitais sobre o risco-país. 1994-2000	Risco país: cálculo dos autores com base em dados do JP Morgan	ICC	Em relação ao Brasil, rejeitaram a existência de uma relação direta e/ou de longo prazo entre o prêmio de risco e o nível dos controles de entrada e saída de capitais.
Veríssimo e	Investigar os efeitos da	Fluxos de capitais: Investimento estrangeiro em carteira líquido,	ICC	A adoção de uma legislação mais

⁶¹ A definição e elaboração desse índice são apresentadas na seção 3.1.1.1.

Holland (2004)	liberalização da conta de capital sobre os fluxos de capitais de curto prazo 1995-2002	títulos públicos federais emitidos, títulos públicos indexados à Over Selic, títulos públicos indexados à taxa de câmbio, títulos de renda fixa de curto prazo, títulos de renda fixa de longo prazo, derivativos e volume financeiro total negociado na Bolsa de Valores de São Paulo; Taxa Selic; <i>Prime rate</i> ; Taxa de câmbio nominal; EMBI+;		liberalizante tem pouca importância para a atração de fluxos de portfólio. Eles foram mais influenciados pela paridade descoberta da taxa de juros e o risco-país.
Goldfajn e Minella (2005)	Analisa a relação entre liberalização da conta de capital, taxa de juros e taxa de câmbio. 1995-2004	Taxa de câmbio real efetiva e taxa Selic.	Fluxos de capitais	Choques positivos nos fluxos de capitais não são persistentes, mas levam a uma redução da taxa de juro, o que aparentemente leva a depreciação da taxa de câmbio.
Ono; Silva; Oreiro e Paula (2005)	Testar a relação entre controles de capitais, taxa de câmbio e taxas de juros. 1994-2001	Taxa Selic; Taxa de câmbio comercial para venda (média)	ICC	A taxa de juros responde negativamente aos controles de capitais e não existem evidências sólidas que justifiquem a ideia de que os controles de capitais produzem e/ou acentuam a volatilidade da taxa de câmbio.
Pinheiro e Amin (2005)	Investigar as interações dinâmicas entre fluxos de capitais, dívida pública, risco-país, diferencial de juros e estoque de divisas. Período: 1995-2004	Dívida Líquida do Setor Público Consolidado; Embi+; Taxa Selic; <i>Prime rate</i> ; Variação percentual da taxa de câmbio comercial para venda (média mensal); Fluxos de capitais: Totais (saldo da conta financeira do BP), portfólio, carteira, derivativos, outros investimentos e investimentos direto; Estoque de divisas: Haveres prontamente disponíveis (conceito caixa), títulos de exportação e outros de médio e longo prazo. ⁶²	Fluxos de capitais	Os fluxos têm impacto positivo sobre dívida pública, risco-país e divisas (exceto ID) e negativo sobre diferencial de juros. A influência dos fluxos sobre dívida pública e risco país é pouco significativa, mas sobre o diferencial de juros e principalmente o estoque de divisas ela é bastante expressiva.
Carvalho e Garcia (2006)	Avaliar a eficácia dos controles de capitais na restrição de influxos e na mudança de sua composição. Período: 1995-2001	Fluxos de capitais (entradas): Portfólio, câmbio contratado pra transações financeiras (o que inclui investimento em portfólio, investimento direto e empréstimos externos) e investimentos via Anexo IV; Desvio da taxa de câmbio real do seu nível de equilíbrio; Paridade coberta da taxa de juros; Taxa de juros futuro americana de um ano (American one-year futures rates).	ICC	Os controles foram eficientes apenas em um período de 2 a 6 meses.

⁶² Conceito de liquidez internacional (FMI, 1993 *apud* Pinheiro e Amim, 2005)

Mendonça e Pires (2006)	Testar o efeito da liberalização financeira sobre a inflação. Período: 1995-1998/ 1999-2002	Inflação: IPCA e IGP-DI; Taxa de câmbio nominal (comercial venda média)	ICC ajustado ⁶³	A adoção de controle de capitais está associada a uma atenuação da pressão inflacionária, permanente para o regime de câmbio fixo e temporário para o de câmbio flutuante.
Miranda (2006)	Investigar, a hipótese de que a liberalização de controles sobre o fluxo de capitais explica a ocorrência de crises cambiais e ataques especulativos. Período: 1982-1999	Oferta de moeda (M1+M2); Reservas internacionais; Taxa <i>Libor</i> ; Nível externo de preços(cesta de índices de preços dos 15 principais parceiros comerciais do Brasil); Taxa de câmbio de venda fixada pelo BC; PIB real; Taxa real efetiva de câmbio (IPA-DI da FGV em relação às moedas dos 15 principais parceiros comerciais do Brasil); Saldo da balança comercial.	<i>Dummy</i> para criação do anexo IV ⁶⁴	A liberalização dos controles sobre o fluxo de capitais esteve diretamente relacionada com o aumento da probabilidade de ocorrência de ataques especulativos e crises cambiais no período seguinte.
Pires (2006)	Testa a hipótese de que a liberalização da conta de capital tem influência sobre a política fiscal Período: 1995-1998	Política fiscal: Necessidade de financiamento do setor público em proporção ao PIB; Déficit primário e encargos sobre a dívida em proporção ao PIB; <i>Dummies</i> para regime cambial, crise da Ásia e da Rússia; Índice de abertura comercial (soma de exportações e importações em relação ao PIB); Índice de liquidez internacional dado pela taxa de crescimento das reservas.	ICC ajustado	Encontrou relação significativa entre liberalização da conta de capital e a política fiscal, sendo que a liberalização da conta de capital está relacionada com a elevação do superávit primário causando um comportamento preventivo-conservador da autoridade fiscal.
Silva e Compton	Avaliar se os países praticam políticas fiscal e monetária pró-cíclicas e se os fluxos de capitais influenciam as decisões de políticas. Período: 1970-2000	Política fiscal: Superávit primário como porcentagem do PIB; Política monetária: taxa real de juros. Fluxos líquidos de capitais: somatório de IED, portfólio e <i>debt</i> , subtraídas as remessas de lucros.	Fluxos de capitais	Para o Brasil ⁶⁵ não encontra uma relação estatisticamente significativa entre fluxos de capitais e política fiscal. Mas no caso da política monetária essa relação é significativa.
Soihet e Terra (2006)	Estudar a influência da legislação de fluxos de capitais sobre o fluxo de capitais Período: 1990-2000	Taxa Selic; Taxa de juros do Tesouro Americano (<i>Fed Fund</i>); PIB Nominal Mensal; <i>Dummies</i> para crises do México, Ásia, Rússia e Plano Real; Fluxos de capitais: Fluxo total (operações de médio e longo prazos excluindo refinanciamento e demais capitais), fluxo de médio e longo prazos (fluxo total excluindo operações de curto prazo) e fluxos de curto prazo (capital de curto prazo encontrado na conta capital do BCB)	ICC	O índice de controle de capitais foi fator determinante para explicar o fluxo de capital total entre 1990 e 2000.

⁶³ A definição e elaboração deste índice são apresentadas na seção 3.1.1.1

⁶⁴ Considerado pelo autor o marco da liberalização financeira brasileira. Atribui valor 0 para antes de sua criação (1991) e 1 para o período seguinte.

⁶⁵ Além do Brasil o estudo envolve Argentina, Chile, México, EUA e Reino Unido

Biage; Correa e Neder (2007)	Analisar as inter-relações entre as taxas de juros domésticas e o risco país, o câmbio, a inflação e a razão DLSP/PIB e os fluxos de capitais mais voláteis do Balanço de Pagamentos Brasileiro Período: 1995-1998/1999-2006	Taxas de juros: Selic e SWAP DI Pré 360; Embi+; IPCA; Taxa de câmbio comercial média (compra e venda); Dívida líquida do setor público/PIB; Fluxos de capitais: Investimento em renda fixa negociados no exterior (da conta Investimento em carteira de estrangeiros), moeda e depósitos de brasileiros (da conta outros investimentos de brasileiros) e moeda e depósitos de estrangeiros (da conta outros investimentos de estrangeiros).	Fluxos de capitais	No primeiro período, os fluxos de capitais determinaram a dinâmica das variáveis macroeconômicas internas, ao passo que, no segundo período, os impactos de causalidade destes fluxos diminuíram, contudo, mantendo-se influentes.
Laan, Cunha e Lélis	Testar se a conversibilidade da conta de capitais levaria a redução de juros, aumento do crescimento e maior estabilidade do câmbio. Período: 1994-2006	Taxa de juros real (Selic deflacionada pelo IPCA); Taxa de câmbio nominal; PIB	ICC e índice de abertura financeira (IAF ⁶⁶)	A maioria das relações entre as variáveis e os dois indicadores de abertura não foram significativas. Ainda assim, os resultados apontam para efeitos perversos da liberalização e integração sobre a economia, com tendências para redução de crescimento, aumento de juros e desestabilização cambial.
Silva e Resende (2008)	Avaliar se os controles de capitais no Brasil foram endógenos, se os exógenos são superiores aos endógenos, e se em momentos de crise cambial os controles via preços seriam tão eficientes quanto os controles quantitativos Período: 1995-1999	Fluxo de Capitais de Curto Prazo; Taxa Selic; Taxa de Câmbio.	Imposto sobre operações financeiras (IOF) ⁶⁷	Os controles de capitais foram endógenos e eficazes em conter uma parte significativa da fuga de capitais. A hipótese de que os controles exógenos seriam melhores, não foi rejeitada. E, nos momentos de grande instabilidade financeira, apenas os controles de capitais quantitativos seriam capazes de conter totalmente uma massiva fuga de capital

⁶⁶ A definição e elaboração desse índice são apresentadas na seção 3.1.1.2.

⁶⁷ Principal mecanismo de controle de capitais utilizado pelo governo no período.

Anexo 2 - Séries Temporais (01/1995 – 12/2007)

ID	US\$(milhões)	Carteira US\$(milhões)	Derivativos US\$(milhões)	Outros US\$(milhões)	Risco País	Selic (% a.m.)	Câmbio R\$/US\$	IPCA (% a.m.)
333,042	-901,491	-0,412	1403,184	1035,826	3,375	0,842	1,700	
95,936	-98,636	-0,645	1311,518	1116,434	3,253	0,852	1,020	
-88,837	-2636,258	3,553	644,516	1355,341	4,262	0,896	1,550	
164,317	-57,533	8,497	273,128	1240,652	4,255	0,913	2,430	
299,880	1373,860	33,623	1114,630	1020,231	4,248	0,906	2,670	
252,332	2134,198	-10,209	-269,139	1047,342	4,040	0,922	2,260	
317,974	3431,334	-38,448	4854,044	1013,515	4,023	0,936	2,360	
92,574	3507,833	27,658	2658,561	1012,700	3,840	0,951	0,990	
476,813	172,739	-6,810	1036,062	975,670	3,325	0,954	0,990	
241,293	698,974	4,563	1122,853	979,199	3,092	0,962	1,410	
442,726	717,354	2,172	1485,962	1065,629	2,876	0,967	1,470	
681,434	874,413	-6,078	564,712	983,060	2,777	0,973	1,560	
644,949	1842,510	-10,577	795,169	789,932	2,576	0,979	1,340	
305,432	1674,526	-0,160	1773,126	723,147	2,351	0,984	1,030	
2026,844	740,915	-5,871	-1212,812	833,946	2,221	0,988	0,350	
584,435	1148,808	-0,641	858,281	803,348	2,068	0,993	1,260	
1710,474	2366,904	-2,239	-778,016	753,854	2,013	0,998	1,220	
1329,164	1765,354	-8,416	-849,880	773,821	1,977	1,004	1,190	
465,891	1377,086	10,904	251,441	723,808	1,929	1,011	1,110	
433,509	1262,209	-10,118	-324,380	693,323	1,968	1,017	0,440	
239,559	1007,059	-13,570	-238,830	599,690	1,904	1,022	0,150	
827,464	1846,974	5,514	2036,441	578,529	1,859	1,028	0,300	
1012,149	3089,700	2,424	39,071	599,670	1,804	1,033	0,320	
1680,881	3496,823	-5,587	-1676,651	560,803	1,804	1,039	0,470	
955,593	1159,618	-11,585	-2458,470	498,231	1,732	1,046	1,180	
317,608	2312,887	-5,969	842,583	429,727	1,672	1,052	0,500	
1623,695	917,772	-10,794	-612,240	457,429	1,642	1,059	0,510	
1457,716	767,040	-5,038	-731,544	483,409	1,660	1,064	0,880	
1820,684	3005,668	-12,760	345,693	453,045	1,584	1,072	0,410	
1096,379	2054,957	-30,109	-1631,319	421,667	1,607	1,077	0,540	
1601,698	2943,789	38,710	-91,525	408,695	1,604	1,083	0,220	
1542,622	2253,264	-26,827	1344,986	406,309	1,586	1,092	-0,020	
1420,780	997,178	-45,375	-1331,491	408,042	1,590	1,096	0,060	
3115,105	-1129,815	-7,553	-6503,310	431,172	1,673	1,103	0,230	
1021,739	-1767,343	-32,928	3105,501	658,300	3,043	1,110	0,170	
1903,751	-899,444	-102,395	2888,560	583,864	2,972	1,116	0,430	
857,482	1080,396	-18,897	2757,188	585,000	2,670	1,124	0,710	
1254,366	2603,873	-16,285	2480,480	513,842	2,130	1,130	0,460	
1668,615	8798,869	-9,311	1955,734	464,909	2,201	1,137	0,340	
2003,818	6189,561	-18,641	2020,221	466,429	1,707	1,144	0,240	
1298,459	2387,255	-16,701	-2431,681	526,150	1,630	1,151	0,500	
2700,818	755,727	-31,091	-1615,762	618,864	1,602	1,157	0,020	
2598,013	908,717	-53,838	-4037,871	615,500	1,704	1,163	-0,120	
4303,319	-1744,874	-130,056	-1984,948	956,476	1,476	1,177	-0,510	
1434,295	-6545,461	-155,132	-11390,646	1370,762	2,488	1,186	-0,220	
3289,037	4397,448	-19,804	-5794,531	1257,857	2,941	1,193	0,020	
1968,876	1021,290	6,921	-1380,707	1017,000	2,632	1,201	-0,120	

2624,497	-1727,828	2,990	5137,025	1196,957	2,402	1,209	0,330
920,874	-3528,812	-35,581	-2735,853	1432,000	2,178	1,983	0,700
4505,817	-4570,423	-42,772	520,376	1309,500	2,379	2,065	1,050
1599,633	625,321	-22,428	-2513,472	1224,826	3,335	1,722	1,100
2006,682	3748,134	-2,799	7248,268	911,409	2,352	1,661	0,560
1205,053	3019,477	-3,619	-2395,717	950,200	2,019	1,724	0,300
2075,492	-490,591	-17,937	-815,090	1005,955	1,672	1,770	0,190
3684,133	-620,855	2,649	-175,793	1057,182	1,659	1,789	1,090
2631,272	6,665	26,167	-1402,462	1118,591	1,568	1,916	0,560
2438,867	972,895	29,229	-1661,464	1019,000	1,487	1,922	0,310
1989,039	-231,574	-14,796	-1994,830	936,429	1,384	1,953	1,190
1602,578	2036,505	49,893	-103,542	794,182	1,386	1,923	0,950
2228,578	2834,816	-56,136	-7590,455	694,609	1,600	1,789	0,600
2887,936	628,174	0,201	8,665	693,250	1,456	1,802	0,620
1275,263	1124,036	-31,567	-429,780	704,050	1,451	1,769	0,130
2480,420	1457,029	-7,706	-1083,524	652,870	1,449	1,747	0,220
1355,697	269,148	29,537	-9483,317	749,400	1,296	1,807	0,420
1608,826	48,555	-17,924	-858,948	808,636	1,494	1,827	0,010
3069,866	817,597	-5,507	-2006,622	722,136	1,392	1,800	0,230
5116,203	-867,105	-8,046	-2559,456	703,857	1,306	1,775	1,610
1959,272	2859,753	-70,748	-441,631	683,783	1,405	1,823	1,310
1160,303	145,866	-29,217	199,814	697,333	1,224	1,844	0,230
1947,019	-253,839	19,191	620,455	747,818	1,288	1,909	0,140
5596,199	-112,819	-8,298	-1643,784	795,409	1,220	1,960	0,320
2040,649	838,663	-67,304	-523,896	773,400	1,198	1,955	0,590
1568,747	2365,458	11,042	954,121	719,364	1,265	1,971	0,570
1004,897	-19,098	-31,204	318,429	707,500	1,016	2,045	0,460
2043,822	137,619	-90,272	-424,608	765,955	1,258	2,162	0,380
2001,887	733,652	-109,768	299,343	811,650	1,186	2,185	0,580
1891,902	-152,449	-52,580	1414,475	835,864	1,337	2,360	0,410
3571,671	-1297,530	-27,415	1472,674	836,952	1,273	2,305	0,520
2728,187	220,947	-4,197	-2644,794	936,455	1,498	2,431	1,330
1116,483	1688,525	-28,412	-998,836	946,826	1,600	2,552	0,700
1223,351	-231,337	-8,227	4481,060	1063,667	1,324	2,671	0,280
1346,779	-999,146	-38,013	-484,970	1168,652	1,535	2,707	0,830
1765,548	-1444,124	-17,974	1062,640	1002,636	1,393	2,529	0,710
4451,664	-925,523	-74,001	-2682,215	884,350	1,394	2,320	0,650
1466,579	1499,190	-53,193	-1332,926	843,364	1,534	2,418	0,520
510,384	-748,466	-126,405	1403,921	843,300	1,248	2,348	0,360
2215,363	1696,580	-95,589	-1825,600	732,550	1,371	2,324	0,600
1751,502	1201,423	-44,670	-5120,795	756,955	1,484	2,363	0,800
1226,395	-1111,421	-39,086	1332,446	940,227	1,415	2,522	0,210
1437,641	-1632,836	-8,868	10332,114	1361,250	1,329	2,844	0,420
277,111	-1767,842	63,470	-382,749	1755,364	1,535	3,429	1,190
615,618	-1041,041	-20,361	-2210,423	1982,409	1,443	3,022	0,650
891,795	-969,323	9,005	-96,617	1924,381	1,381	3,895	0,720
1187,659	-1550,751	-12,094	-2358,922	2039,182	1,646	3,645	1,310
1117,438	-139,795	-6,740	-1816,856	1696,895	1,541	3,637	3,020
1410,610	-554,284	-21,667	1014,541	1525,000	1,742	3,533	2,100
723,855	542,675	-1,224	-777,487	1323,227	1,971	3,526	2,250
507,659	446,126	-28,268	-958,432	1297,100	1,830	3,563	1,570
49,680	10,342	10,748	3538,126	1092,952	1,777	3,353	1,230

833,759	258,186	-7,230	-1168,872	898,182	1,872	2,890	0,970
517,778	852,118	-20,202	-901,058	786,727	1,965	2,966	0,610
211,354	1791,593	-24,796	2510,430	754,762	1,857	2,872	-0,150
1159,482	-371,103	-4,456	-1558,339	780,591	2,084	2,966	0,200
1084,283	-1218,675	-28,980	-646,694	780,286	1,774	2,967	0,340
1155,666	1337,307	-75,502	-45,694	672,455	1,680	2,923	0,780
297,799	1115,254	-7,396	15,298	627,044	1,642	2,856	0,290
1982,953	131,551	34,919	-2313,737	567,350	1,344	2,949	0,340
1369,955	412,151	1,390	-8131,542	489,182	1,373	2,889	0,520
917,680	2689,514	40,712	-57,294	435,619	1,268	2,941	0,760
1015,075	956,861	12,391	-2350,082	545,300	1,084	2,914	0,610
469,591	-1261,257	-2,507	-1284,220	555,783	1,379	2,909	0,470
358,347	-4550,647	28,323	5079,303	594,333	1,182	2,945	0,370
196,841	-893,526	-272,661	-565,193	727,450	1,228	3,129	0,510
265,631	-641,685	-46,327	-2417,804	668,546	1,230	3,108	0,710
832,894	-314,804	-275,576	-1665,488	615,046	1,287	3,027	0,910
-827,031	-294,960	9,681	-727,166	558,318	1,294	2,934	0,690
199,854	82,864	-28,490	-2013,220	488,818	1,251	2,859	0,330
1179,677	-303,794	-13,337	-2637,798	469,048	1,213	2,857	0,440
1091,372	-458,224	15,044	-678,409	439,810	1,251	2,731	0,690
2638,967	239,526	-144,671	-1488,583	398,500	1,483	2,654	0,860
1160,436	419,626	20,161	-303,426	422,238	1,384	2,625	0,580
754,713	3450,391	73,838	104,573	405,050	1,218	2,595	0,590
630,705	1946,877	-2,322	-742,324	422,500	1,528	2,666	0,610
3087,074	-3194,444	98,187	-1353,587	455,095	1,412	2,531	0,870
36,499	-357,871	24,229	-315,501	437,048	1,503	2,404	0,490
1062,847	2236,562	-24,552	-4844,654	422,636	1,586	2,350	-0,020
1747,080	-2353,514	-0,883	-6878,450	408,476	1,511	2,391	0,250
884,091	-998,423	-7,995	-994,526	401,348	1,658	2,364	0,170
-91,762	3198,577	-19,322	-2913,268	376,000	1,503	2,222	0,350
820,373	-2495,511	-138,911	4718,789	371,810	1,407	2,254	0,750
908,024	1621,815	17,289	353,301	348,636	1,381	2,207	0,550
1549,511	1410,451	-79,672	-14351,908	313,773	1,474	2,341	0,360
283,605	538,795	-11,536	2140,224	282,227	1,429	2,216	0,590
-923,819	4379,737	121,946	-3378,330	238,600	1,145	2,136	0,410
1495,513	1695,967	63,770	-2369,718	229,391	1,422	2,172	0,430
441,485	-5460,842	50,911	1032,269	234,150	1,078	2,089	0,210
1186,201	2634,965	36,124	2401,557	244,955	1,281	2,301	0,100
395,964	-4482,728	-42,702	3128,365	261,546	1,184	2,164	-0,210
930,037	-81,467	12,409	-73,578	239,333	1,170	2,176	0,190
-26,995	585,476	-16,385	1599,317	217,391	1,256	2,139	0,050
388,339	2544,001	21,458	-3518,950	228,333	1,057	2,174	0,210
-13300,163	2599,401	95,642	13257,236	217,227	1,094	2,143	0,330
549,738	2369,873	36,629	-523,509	219,273	1,021	2,167	0,310
-800,188	1758,056	14,910	882,050	205,810	0,988	2,138	0,480
6448,905	1631,506	-27,843	-3168,192	191,348	1,083	2,125	0,440
752,656	3576,318	9,335	5388,939	181,900	0,872	2,118	0,440
1300,203	4240,087	9,099	2852,115	186,182	1,052	2,050	0,370
4274,260	5348,857	73,689	622,825	154,333	0,945	2,034	0,250
1264,760	4475,949	60,849	9689,510	147,304	1,028	1,929	0,280
10237,311	4854,933	1,995	-4171,075	146,524	0,906	1,926	0,280
3791,944	7570,240	54,913	-1648,382	168,636	0,973	1,878	0,240

3730,877	1480,180	-109,837	-1718,477	199,652	0,993	1,962	0,470
-520,190	2404,317	50,952	-1644,405	190,450	0,805	1,839	0,180
-959,151	5311,850	212,114	-774,766	168,217	0,929	1,744	0,300
90,528	-1195,604	-130,507	9010,572	211,818	0,845	1,784	0,380
-2893,861	8691,724	-12,577	-1953,723	213,762	0,840	1,771	0,740

Anexo 3 – Testes de estabilidade

Teste de estabilidade do VAR com quatro defasagens (01/1995-12/1998)

Roots of Characteristic Polynomial
 Endogenous variables: CART D_IPCA D_RP
 D_SELIC DERIV ID OUT CAMB
 Exogenous variables: C
 Lag specification: 1 4
 Date: 03/12/09 Time: 00:26

Root	Modulus
-1.053296	1.053296
0.714055 + 0.733464i	1.023642
0.714055 - 0.733464i	1.023642
1.016688	1.016688
0.918502 - 0.378079i	0.993273
0.918502 + 0.378079i	0.993273
-0.922587 + 0.308631i	0.972841
-0.922587 - 0.308631i	0.972841
-0.413577 + 0.878065i	0.970589
-0.413577 - 0.878065i	0.970589
-0.194990 - 0.945564i	0.965460
-0.194990 + 0.945564i	0.965460
0.391716 + 0.871173i	0.955188
0.391716 - 0.871173i	0.955188
0.525846 - 0.751812i	0.917461
0.525846 + 0.751812i	0.917461
-0.796126 + 0.414810i	0.897710
-0.796126 - 0.414810i	0.897710
-0.666619 - 0.588828i	0.889438
-0.666619 + 0.588828i	0.889438
0.034630 - 0.884675i	0.885353
0.034630 + 0.884675i	0.885353
-0.321335 + 0.700200i	0.770413
-0.321335 - 0.700200i	0.770413
0.580551 - 0.443212i	0.730395
0.580551 + 0.443212i	0.730395
0.695084 + 0.111308i	0.703939
0.695084 - 0.111308i	0.703939
-0.485545	0.485545
0.121962 + 0.456468i	0.472481

0.121962 - 0.456468i	0.472481
-0.128516	0.128516

Warning: At least one root outside the unit circle.
 VAR does not satisfy the stability condition.

Teste de estabilidade do VAR com uma defasagem (01/1995-12/1998)

Roots of Characteristic Polynomial
 Endogenous variables: CART D_IPCA D_RP
 D_SELIC DERIV ID OUT CAMB
 Exogenous variables: C
 Lag specification: 1 1
 Date: 03/12/09 Time: 00:45

Root	Modulus
0.981994	0.981994
0.258076 - 0.530082i	0.589568
0.258076 + 0.530082i	0.589568
-0.573503	0.573503
0.360699	0.360699
-0.336324	0.336324
0.021260 - 0.313128i	0.313849
0.021260 + 0.313128i	0.313849

No root lies outside the unit circle.
 VAR satisfies the stability condition.

Teste de estabilidade do VAR com uma defasagem (01/1999-12/2007)

Roots of Characteristic Polynomial
 Endogenous variables: D_CAMBIO D_RP DERIV ID
 INVCART IPCA OUT SELIC
 Exogenous variables: C
 Lag specification: 1 1
 Date: 03/12/09 Time: 15:47

Root	Modulus
0.705448 - 0.042121i	0.706704
0.705448 + 0.042121i	0.706704
0.550331 - 0.073560i	0.555225
0.550331 + 0.073560i	0.555225
-0.552630	0.552630
-0.209178	0.209178
0.030650 - 0.045667i	0.054999
0.030650 + 0.045667i	0.054999

No root lies outside the unit circle.
 VAR satisfies the stability condition.

Anexo 4 – Modelos Estimados

VAR estimado para o período 01/1995-12/1998

Vector Autoregression Estimates

Date: 03/11/09 Time: 00:22

Sample (adjusted): 1995M03 1998M12

Included observations: 46 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	CART	D_IPCA	D_RP	D_SELIC	DERIV	ID	OUT	CAMB
CART(-1)	0.435388 (0.21319) [2.04228]	-0.018587 (0.01444) [-1.28762]	-0.024082 (0.01421) [-1.69521]	-0.011988 (0.00897) [-1.33657]	0.147903 (0.10212) [1.44829]	-0.001032 (0.00140) [-0.73980]	-0.350439 (0.25918) [-1.35210]	-1.03E-05 (0.00093) [-0.01110]
D_IPCA(-1)	2.440920 (2.32212) [1.05116]	-0.327349 (0.15724) [-2.08191]	-0.129009 (0.15473) [-0.83375]	-0.017663 (0.09770) [-0.18080]	1.567807 (1.11236) [1.40945]	-0.005285 (0.01520) [-0.34776]	-2.173917 (2.82310) [-0.77005]	-0.010327 (0.01011) [-1.02176]
D_RP(-1)	-0.521533 (2.89643) [-0.18006]	0.276858 (0.19612) [1.41166]	0.142204 (0.19300) [0.73680]	0.220356 (0.12186) [1.80831]	-3.081061 (1.38746) [-2.22064]	0.023109 (0.01895) [1.21918]	-9.322446 (3.52131) [-2.64744]	0.005326 (0.01261) [0.42242]
D_SELIC(-1)	2.120343 (3.56915) [0.59407]	-0.158035 (0.24167) [-0.65392]	-0.735651 (0.23783) [-3.09319]	-0.290336 (0.15016) [-1.93351]	0.680817 (1.70972) [0.39820]	-0.011218 (0.02336) [-0.48030]	6.981339 (4.33917) [1.60891]	0.004072 (0.01554) [0.26209]
DERIV(-1)	-0.066647 (0.37728) [-0.17665]	0.024409 (0.02555) [0.95548]	-0.015808 (0.02514) [-0.62881]	-0.004438 (0.01587) [-0.27963]	0.066299 (0.18073) [0.36685]	0.002098 (0.00247) [0.84986]	0.642885 (0.45867) [1.40163]	-0.001717 (0.00164) [-1.04529]
ID(-1)	14.24950 (33.4769) [0.42565]	0.259511 (2.26679) [0.11448]	3.734805 (2.23072) [1.67426]	2.184951 (1.40843) [1.55134]	3.833193 (16.0363) [0.23903]	-0.195839 (0.21908) [-0.89392]	0.595658 (40.6993) [0.01464]	0.098711 (0.14571) [0.67744]
OUT(-1)	0.045538 (0.13713) [0.33208]	-0.004365 (0.00929) [-0.47009]	0.001943 (0.00914) [0.21264]	-0.014385 (0.00577) [-2.49342]	-0.066042 (0.06569) [-1.00538]	-0.000108 (0.00090) [-0.12070]	0.292289 (0.16671) [1.75324]	-0.000195 (0.00060) [-0.32718]
CAMB(-1)	-14.32082 (33.3302) [-0.42966]	-0.252363 (2.25685) [-0.11182]	-3.418266 (2.22094) [-1.53910]	-2.299666 (1.40226) [-1.63998]	-8.697197 (15.9660) [-0.54473]	1.181897 (0.21812) [5.41858]	-1.047463 (40.5209) [-0.02585]	0.868883 (0.14507) [5.98927]
C	64.81227 (394.314) [0.16437]	1.092119 (26.6998) [0.04090]	-35.25778 (26.2750) [-1.34188]	13.31115 (16.5894) [0.80239]	502.5403 (188.887) [2.66054]	2.691853 (2.58047) [1.04316]	115.4365 (479.384) [0.24080]	4.491756 (1.71629) [2.61712]
R-squared	0.176417	0.228935	0.361533	0.455991	0.487315	0.990200	0.432574	0.995646
Adj. R-squared	-0.001655	0.062219	0.223486	0.338367	0.376465	0.988082	0.309887	0.994704
Sum sq. resids	952002.8	4364.842	4227.054	1685.067	218452.3	40.77098	1407086.	18.03587

S.E. equation	160.4051	10.86134	10.68853	6.748508	76.83825	1.049723	195.0111	0.698180
F-statistic	0.990705	1.373199	2.618909	3.876691	4.396139	467.3335	3.525839	1057.554
Log likelihood	-293.8379	-169.9832	-169.2454	-148.0923	-259.9818	-62.49574	-302.8241	-43.73675
Akaike AIC	13.16686	7.781877	7.749800	6.830101	11.69486	3.108511	13.55757	2.292902
Schwarz SC	13.52464	8.139655	8.107578	7.187878	12.05264	3.466288	13.91535	2.650680
Mean dependent	99.82218	-0.621862	0.171579	-0.435716	-47.31895	116.1972	-6.979245	116.1691
S.D. dependent	160.2725	11.21586	12.12951	8.296581	97.30763	9.615356	234.7466	9.594122

Determinant resid covariance (dof adj.)	1.41E+17
Determinant resid covariance	2.48E+16
Log likelihood	-1390.398
Akaike information criterion	63.58251
Schwarz criterion	66.44473

VAR estimado para o período 01/1999-12/2007

Vector Autoregression Estimates

Date: 03/12/09 Time: 16:09

Sample (adjusted): 1999M03 2007M12

Included observations: 106 after adjustments

Standard errors in () & t-statistics in []

	D_CAMBIO	D_RP	DERIV	ID	INVCART	IPCA	OUT	SELIC
D_CAMBIO(-1)	-0.394794 (0.09433) [-4.18539]	0.696853 (0.14551) [4.78915]	-65.42100 (389.590) [-0.16792]	-0.623054 (0.88556) [-0.70357]	-8.837151 (3.74798) [-2.35784]	-0.276541 (0.60840) [-0.45454]	-61.19557 (504.491) [-0.12130]	0.257826 (0.15690) [1.64329]
D_RP(-1)	0.210931 (0.05554) [3.79775]	0.320836 (0.08568) [3.74473]	124.7431 (229.397) [0.54379]	-0.050792 (0.52143) [-0.09741]	-3.156686 (2.20687) [-1.43039]	0.707302 (0.35824) [1.97440]	465.8624 (297.052) [1.56828]	-0.151051 (0.09238) [-1.63506]
DERIV(-1)	-2.64E-06 (2.6E-05) [-0.10192]	9.99E-06 (4.0E-05) [0.24958]	0.042963 (0.10715) [0.40097]	0.000163 (0.00024) [0.67090]	-0.000374 (0.00103) [-0.36265]	-1.57E-05 (0.00017) [-0.09364]	0.029024 (0.13875) [0.20918]	5.25E-05 (4.3E-05) [1.21648]
ID(-1)	0.007083 (0.01146) [0.61826]	0.009141 (0.01767) [0.51724]	12.44036 (47.3187) [0.26291]	0.218209 (0.10756) [2.02875]	1.268835 (0.45522) [2.78729]	0.046090 (0.07389) [0.62373]	17.47700 (61.2743) [0.28523]	0.027918 (0.01906) [1.46503]
INVCART(-1)	-0.000246 (0.00253) [-0.09716]	0.005548 (0.00391) [1.41995]	11.09265 (10.4612) [1.06036]	0.026655 (0.02378) [1.12095]	0.212507 (0.10064) [2.11154]	-0.016384 (0.01634) [-1.00293]	17.53872 (13.5466) [1.29470]	-0.013932 (0.00421) [-3.30703]
IPCA(-1)	0.000819 (0.01200) [0.06828]	-0.038314 (0.01851) [-2.07035]	-22.75072 (49.5491) [-0.45915]	-0.054424 (0.11263) [-0.48322]	-0.477318 (0.47668) [-1.00134]	0.744537 (0.07738) [9.62208]	75.35543 (64.1626) [1.17445]	0.042318 (0.01995) [2.12074]

OUT(-1)	1.72E-05 (2.0E-05) [0.84341]	5.92E-05 (3.1E-05) [1.88289]	0.045446 (0.08415) [0.54007]	0.000328 (0.00019) [1.71386]	0.003075 (0.00081) [3.79876]	-9.75E-06 (0.00013) [-0.07418]	-0.048713 (0.10897) [-0.44705]	1.93E-05 (3.4E-05) [0.57094]
SELIC(-1)	-0.029747 (0.03383) [-0.87940]	-0.022602 (0.05218) [-0.43315]	9.979368 (139.711) [0.07143]	0.266014 (0.31757) [0.83765]	-1.954988 (1.34406) [-1.45454]	0.001470 (0.21818) [0.00674]	-14.03690 (180.915) [-0.07759]	0.715505 (0.05626) [12.7168]
C	2.643759 (3.29955) [0.80125]	4.342495 (5.08983) [0.85317]	-5851.567 (13627.9) [-0.42938]	14.59660 (30.9770) [0.47121]	275.7891 (131.105) [2.10358]	23.36306 (21.2818) [1.09779]	-12873.38 (17647.1) [-0.72949]	22.71143 (5.48822) [4.13821]
R-squared	0.235478	0.453397	0.030631	0.081871	0.285720	0.551880	0.045865	0.748887
Adj. R-squared	0.172425	0.408317	-0.049317	0.006149	0.226810	0.514922	-0.032826	0.728177
Sum sq. resids	5198.871	12371.01	8.87E+10	458224.2	8207938.	216280.0	1.49E+11	14383.40
S.E. equation	7.320970	11.29319	30237.16	68.73108	290.8916	47.21960	39154.94	12.17713
F-statistic	3.734585	10.05747	0.383131	1.081206	4.850134	14.93249	0.582846	36.16004
Log likelihood	-356.7236	-402.6701	-1239.289	-594.1062	-747.0377	-554.3147	-1266.685	-410.6582
Akaike AIC	6.900446	7.767360	23.55261	11.37936	14.26486	10.62858	24.06952	7.918080
Schwarz SC	7.126587	7.993501	23.77875	11.60550	14.49100	10.85472	24.29567	8.144221
Mean dependent	-0.212109	-1.491115	-6083.473	45.66339	115.6798	93.65704	-5257.346	95.69894
S.D. dependent	8.047572	14.68155	29518.04	68.94338	330.8172	67.79792	38527.68	23.35617
Determinant resid covariance (dof adj.)		5.70E+35						
Determinant resid covariance		2.80E+35						
Log likelihood		-5529.205						
Akaike information criterion		105.6831						
Schwarz criterion		107.4922						