

CONTROLE DE CAPITAIS, DINÂMICA DAS EXPORTAÇÕES E PERFORMANCE MACROECONÔMICA DAS ECONOMIAS EMERGENTES: LIÇÕES DE UM MODELO DE CRESCIMENTO COM RESTRIÇÃO NO BALANÇO DE PAGAMENTOS ¹

Guilherme Jonas Costa da Silva²

Resumo: O presente artigo tem por objetivo fazer uma discussão teórica e empírica da importância dos controles de capitais para o crescimento das economias emergentes, a fim de extrair novas lições para o Brasil. O trabalho argumenta que as economias emergentes, inclusive a brasileira, não possuem as condições necessárias para se beneficiar dos níveis atuais de inserção externa. Sendo assim, os controles de capitais podem ser uma alternativa viável para assegurar o sucesso da atual estratégia de crescimento da economia brasileira no *curto prazo*, tendo em vista que seleciona os fluxos de capital que se deseja absorver priorizando os investimentos produtivos ou de maturidade mais longa, e confinando os capitais especulativos a volumes administráveis, isolando, em algum grau, o país dos choques externos. As experiências de controles de capitais no Chile e na Malásia mostraram que, se bem planejadas, essas medidas restritivas podem de fato atenuar a intensidade das crises sobre os países, reduzir a vulnerabilidade

¹ O autor gostaria de agradecer ao doutorando do CEDEPLAR/UFMG, Fabrício de Assis Campos Vieira, que generosamente cedeu parte de seu tempo para ler e comentar o trabalho, isentando-o, como de praxe, por erros e omissões remanescentes.

² Professor da Universidade de Uberlândia, Doutorando em Economia (CE-DEPLAR/UFMG) e Bolsista da FAPEMIG. E-mail: guilhermejonas@yahoo.com.br.

externa e melhorar suas performances macroeconômicas. Apesar da grande maioria dos trabalhos enfatizarem a importância dos fluxos de capitais para o desenvolvimento das economias, os modelos de crescimento com restrição no Balanço de Pagamentos destacam o papel decisivo das exportações e das políticas de *longo prazo* para a dinamização destas economias.

Palavras-Chave: Controle de Capitais. Dinâmica das Exportações, Restrições Externas. Crescimento Econômico. Economias Emergentes.

Classificação JEL: F32, F43, E12

Abstract: This paper develops a theoretical and empiric discussion on the importance of capital control for the growth of the emerging economies, in order to extract new lessons to Brazil. The paper argues that the emerging economies, including the Brazilian, don't have the necessary conditions to benefit from the current levels of external insertion. Therefore the capital control can be a viable alternative to assure the success of the current growth strategy of the Brazilian economy in the short run, once it selects the capital flows it wants to absorb prioritizing the productive investments or the one of longer maturity, and confining the speculative capitals to manageable volumes, isolating, in some degree, the country from external shocks. The experiences in capital control in Chile and in Malaysia showed that, if well planned, those restrictive measurements can, in fact, lessen the intensity of the crises on the countries, reduce the external vulnerability and improve their macroeconomics performances. In spite of having the great majority of papers emphasizing the importance of the capitals flows for the development of the economies, the growth

models with restriction in the Balance of Payments highlight the decisive importance of the exports and the long term policies for the dynamics of these economies.

Keywords: Capital control. Emerging economies.

Code JEL: F32, F43, E12

1 INTRODUÇÃO

No início da década de noventa, era quase consensual que o processo de abertura econômica seria importante para as economias emergentes, mas especulava-se como deveria se dar essa inserção no processo de globalização. Em particular, havia uma crença de que os benefícios da livre movimentação de capitais superariam os custos, ao permitir uma alocação internacional de capitais mais eficientes que fluiria dos países desenvolvidos, com abundância de capitais, para os países em desenvolvimento, com escassez crônica de poupança para financiar seus projetos de investimentos.

As implicações imediatas do processo de abertura financeira para o Brasil são amplamente conhecidas: tornou a economia extremamente dependente dos fluxos de capitais, que são muito voláteis, pois refletem as condições da liquidez internacional, gerou uma situação de vulnerabilidade externa e, conseqüentemente, o potencial de crescimento foi comprometido. As incertezas e a excessiva volatilidade do fluxo de capitais na década de 1990 ocorreram devido aos constantes choques exógenos ocorridos na economia mundial e às características históricas do país, de ausência de um sistema nacional de inovação, de calote da dívida, hiperinflação, confisco e de crises cambiais e financeiras.

A conjuntura atual da economia brasileira de fato ainda é favorável. O país apresenta números confortáveis como, taxa de inflação baixa, juros em patamar histórico, 12%, e crescimento esperado na ordem de 4,5%. Contudo, o momento é de transformação e a amplitude da inserção externa experimentada pelo país é inédita, portanto, demanda um certo cuidado. Com a retomada do crescimento econômico e o recente ingresso no seleto grupo de países com o grau de investimento, isto é, aqueles com baixo risco de calote da suas dívidas, provavelmente haverá um aumento ainda maior no ingresso de capitais, proveniente de alguns dos maiores fundos de investimentos do mundo. A história recente da economia dos países emergentes (inclusive Brasil) mostra que a absorção de um volume excessivo de capitais gera efeitos macroeconômicos desestabilizadores, tais como: a apreciação excessiva da taxa de câmbio real; o déficit em transações correntes torna-se negativo, muitas vezes maior do que o recomendável; a poupança externa substitui a interna, deixando a poupança agregada inalterada; e os preços dos mercados de ações e imobiliários elevam-se de maneira desmensurada.

Quando se verificam esses fenômenos, o país receptor tende a caminhar para a zona de fragilidade, em que fugas de capitais e ataques especulativos à moeda nacional podem ser precipitadas por uma mudança no humor do mercado financeiro ou mesmo por uma má notícia proveniente de lugares remotos do mundo. Essa possibilidade de reversão do momento positivo da economia brasileira não pode nem deve ser descartada e, portanto, o país tem que estar preparado.

Como o país não possui um Sistema Nacional de Inovações (doravante SI)¹ bem desenvolvido, que torne possível gerar

¹ O conceito está elaborado na literatura neo-Schumpeteriana: “trata-se de uma construção institucional que impulsiona o progresso tecnológico (...) através

as divisas externas necessárias para honrar seus compromissos financeiros internacionais, alguns economistas defendem a adoção preventiva de medidas de controles de capitais. Os controles de capitais são um conjunto de medidas que desencorajam o fluxo de capitais de curto prazo, mas deixam livre a transação com os capitais de maturidade mais longa, investimentos produtivos. Os defensores dessas medidas restritivas argumentam que qualquer estratégia de crescimento sustentado deve passar por um esforço sistemático e planejado de redução da dependência em relação ao capital estrangeiro de curto prazo, para evitar que uma eventual mudança de humor no mercado financeiro coloque todas as conquistas a perder.

Nesse contexto, a tese de que os controles de capitais são necessários ganha relevância. A bem da verdade, esta política pode ser uma das peças fundamentais para garantir o sucesso da atual estratégia de desenvolvimento do país, tendo em vista que seleciona os fluxos de capital que se deseja absorver priorizando os investimentos produtivos ou de maturidade mais longa, e confinando os capitais especulativos a volumes administráveis, isolando, em algum grau, o país dos choques externos. Assim, os controles de capitais atuariam no sentido de guiar o estado de confiança no país e atenuar a intensidade de uma eventual insta-

da construção de um Sistema Nacional de Inovações, viabiliza-se a realização de fluxos de informação e conhecimento científico e tecnológico necessários ao processo de inovação. Esses arranjos institucionais envolvem firmas, redes de interação entre empresas, agências governamentais, universidades, institutos de pesquisa e laboratório de empresas, bem como a atividade de cientistas e engenheiros: arranjos institucionais que se articulam com o sistema educacional, com o setor industrial e empresarial e com as instituições financeiras, compondo o circuito dos agentes que são responsáveis pela geração, implementação e difusão das inovações tecnológicas” (ALBUQUERQUE, 1996. p. 228, *apud* SILVA e RESENDE, 2008, p. 4).

bilidade no mercado financeiro, reduzindo a volatilidade da taxa de câmbio e da taxa de juros, o que facilita e estimula as decisões de investimento na economia.

Aparentemente, um dos maiores desafios da economia brasileira será articular uma maneira de se beneficiar dos resultados positivos que vem sendo observados recentemente, sem sofrer com os efeitos desestabilizadores dos fluxos de capitais de curto prazo que provavelmente ocorrerão com o sucesso do Programa de Aceleração do Crescimento (doravante PAC) e o ingresso no grupo de países com o grau de investimento. A proposta sugerida, neste artigo, de adoção dos controles de capitais como medida preventiva, se deve ao fato do país *não possuir* as condições necessárias para se beneficiar da conversibilidade plena da conta de capitais, quais sejam, um núcleo de desenvolvimento científico-tecnológico consistente e integrado ao setor produtivo para estimular as exportações e um sistema financeiro doméstico forte o suficiente para absorver um fluxo excessivo de capitais.

O trabalho tem por objetivo fazer uma discussão teórica e empírica dos controles de capitais, com intuito de entender a dinâmica dessas restrições sobre os fluxos de capitais e extrair algumas lições da experiência internacional. Para tanto, o trabalho foi estruturado em 5 seções, além dessa introdução. Na segunda seção, apresenta-se a teoria dos controles de capitais. Nas seções 3 e 4, desenvolve-se uma discussão das experiências de controle de capitais do Chile e da Malásia e seus desdobramentos sobre as performances macroeconômicas dos mesmos. Na seção seguinte, desenvolve-se um modelo de crescimento com restrição no balanço de pagamentos, incorporando controles de capitais. Por fim, apresentam-se algumas considerações finais.

2 TEORIA DOS CONTROLES DE CAPITAIS

A literatura pós-keynesiana, apoiada em *insights* originais de Keynes (1964) e Kaldor (1980), afirma que os mercados financeiros – sob incerteza não-probabilística – são intrinsecamente instáveis, em função da precariedade do conhecimento dos agentes sobre o futuro, o que faz com que o estado de confiança dos agentes seja subjetivo e freqüentemente mutável (PAULA, 2003). Segue, portanto, daí a importância da adoção dos controles de capitais, para prevenir e atenuar o fluxo excessivo de capitais de curto prazo. Paralelamente, deve-se tentar atrair os capitais de maturidade mais longa, tendo em vista que estes, na maioria das vezes, estão correlacionados positivamente com os investimentos produtivos.

As medidas restritivas sobre o fluxo de capitais podem ser utilizadas como *instrumentos temporários ou permanentes*, e podem ser divididos em *seletivos ou extensivos*. Os controles de capitais seletivos cobrem determinadas modalidades de operações financeiras relacionadas a fluxos externos. Os controles extensivos são mais abrangentes, cobrem todas as operações financeiras. Os controles utilizados como instrumentos temporários servem como instrumentos transitórios no contexto de um processo gradual de liberalização financeira ou de incertezas no mercado internacional, até que o ambiente torne-se mais propício para a integração da economia com o mercado mundial. Os controles utilizados como instrumentos permanentes são usados para garantir uma maior estabilidade econômica e financeira ao país.

Os controles de capitais são classificados em controles diretos ou administrativos (quantitativos), e controles indiretos ou de mercado (baseados em preços). Os *controles de capitais diretos* ou administrativos restringem determinadas transações financeiras e transferência de fundos através da completa proibição ou limi-

tes quantitativos explícitos. Esse tipo de controle impõe proibições ou limites para a atuação de investidores como, por exemplo, no caso em que um país pode proibir que investidores estrangeiros apliquem recursos na sua bolsa de valores; Portanto, os controles administrativos procuram afetar diretamente o volume de determinadas transações financeiras. Os *controles de capitais indiretos* ou de mercado (baseados em preços) desencorajam o movimento de capital e as transações associadas tornando-as mais onerosas. Esses controles funcionam via desestímulo impondo custos para determinados tipos de operação financeira. Assim, um governo pode cobrar uma taxa de investidores estrangeiros que queiram aplicar na bolsa de valores. Segundo Paula (2003), os controles baseados em preços podem ser diferenciados de modo a desestimular certos tipos de transação ou maturidades.

Essas medidas restritivas impostas sobre o fluxo de capitais podem ser implementadas tanto na entrada quanto na saída: i) a implementação desses controles na entrada, justifica-se pela função preventiva visando evitar os efeitos indesejáveis do fluxo excessivo de capitais; ii) no caso da implementação das medidas restritivas na saída, o objetivo é onerar a fuga de capitais, tenta-se desvincular a ligação entre as taxas de juros interna e externa. Segundo Neely (1999):

Controls on capital inflows and outflows provide some slack for monetary policy discretion under fixed exchange rates, but in opposite directions. Controls on capital inflows, which allow for higher interest rates, have been used to try to prevent an expansion of the money supply and the accompanying inflation, as were those of ... Chile during the 1990s. In contrast, controls on capital outflows permit lower interest rates and higher money growth ... They most often have been used to postpone a choice between devaluation or tighter

monetary policy, as they have been in Malaysia, for example. (NEELY, 1999, p. 23)

A instabilidade financeira/cambial típica da experiência mundial recente fez alguns órgãos conservadores, como o FMI, efenderem a possibilidade, em certas circunstâncias, do uso temporário de certos tipos de controles de capitais (OREIRO, 2004). O debate recente na literatura econômica tem avançado significativamente no sentido de justificar a importância do uso dessas medidas nas economias emergentes. Os principais argumentos são de que essas medidas podem garantir uma maior autonomia da política monetária, reduzir a vulnerabilidade externa e atenuar a volatilidade da taxa de câmbio. Com efeito, o país poderia utilizar a taxa de juros para atingir os objetivos domésticos, como o crescimento, sem sofrer com os efeitos desestabilizadores dos fluxos de capitais.

3 A EXPERIÊNCIA DE CONTROLE SOBRE O INGRESSO DE CAPITAIS: O CASO DO CHILE

A estratégia de crescimento da economia chilena desde meados da década de 80 tem sido liderada pelas exportações. Essa estratégia foi sustentada através da combinação da liberalização comercial e do esforço do governo em manter a taxa de câmbio real desvalorizada (EDWARDS, GREGÓRIO e VALDÉS, 2000). Mas, em princípios da década de 1990, a economia chilena começou a sofrer com os efeitos instabilizadores da liberalização da economia, a taxa de câmbio estava sendo pressionada pelo excessivo influxo de capitais e pelo rápido aumento da produtividade, além disso, o governo estava perdendo a autonomia da política monetária, o que prejudicava o combate à inflação.

Nesse contexto de apreciação da taxa de câmbio real e perda do controle da política monetária, o governo chileno in-

trodeziu em junho de 1991 a exigência de reserva não remunerada (URR)¹. Essa medida de regulação fundamenta-se em três importantes características: i) são controles administrativos que funcionam via desestímulo, na medida em que impõem custos sobre certas operações; ii) afetam especificamente o ingresso de capitais; iii) são elaborados para ter mais impacto sobre os capitais de curto prazo do que sobre os capitais de longo prazo.

A economia chilena optou por manter uma regulação preventiva da conta de capitais, acreditando que o ingresso maciço desses capitais poderia trazer efeitos deletérios para a economia. Segundo Ffrench-Davis e Villar (2003), os efeitos deletérios se dariam da seguinte forma:

Capital flows reduce the autonomy of domestic economic authorities to jointly manage the real exchange rate (pesos per dollar) and the interest rate and aggregate demand. Large capitals inflows tend to reduce both the exchange rate (pesos per dollar) and the interest rate, and to worsen the external balance, while capital outflows tend to increase both macro-prices and to improve the external balance. As far as capital flows to development economies have been proved to be highly procyclical, the real exchange rate, the real interest rate and aggregate demand become highly pro-cyclical too.” (FFRENCH-DAVIS e VILLAR, 2003, p. 1)

¹ A URR representava uma parcela dos recursos que ficavam retidos no Banco Central do Chile, na moeda de origem do contrato sem nenhum tipo de remuneração por prazos que variavam de três a doze meses. A discussão a respeito da exigência de reserva não remunerada sobre o influxo de capitais no Chile pode ser encontrada em Edwards, Gregório e Valdés (2000). Mais detalhes, consultar Ffrench-Davis e Villar (2003).

A proposta de regulação da conta capital implementada pela economia chilena visava três objetivos: i) reduzir a suscetibilidade da economia doméstica a mudanças no mercado financeiro internacional; ii) desencorajar o ingresso de capitais de curto prazo e estimular o influxo de capitais de maturidade mais longa; iii) recuperar a plena autonomia das políticas monetária e cambial para agirem de modo contra-cíclico ao fluxo de capitais. Nas palavras de Schneider (2000):

In June 1991, Chile instituted controls on capital inflows in order to pursue several policy objectives. The first of these was to limit the country's exposure to a surge in capital inflows and avoid the consequent pressure for real exchange rate appreciation that would undermine the country's competitiveness. Secondly, the authorities hoped that the controls would lengthen the maturity structure of the country's external liabilities by discouraging more volatile short-term capital flows. Thirdly, it was hoped that controls would enable Chile to pursue a more independent monetary policy that would enable the authorities to target the inflation rate while preventing a sharp appreciation of the real exchange rate. (ZÄHLER, apud SCHNEIDER, 2000, p. 58)

Entre outras metas, o governo tinha por objetivo manter a taxa de câmbio competitiva para não fragilizar as contas externas, estimular o crescimento da economia e garantir uma estabilidade macroeconômica, criando dessa forma um ambiente econômico e financeiro seguro para os investimentos diretos estrangeiros ingressarem no país.

Para evitar que o fluxo de capitais de curto prazo comprometesse o desempenho macroeconômico do país, foram ado-

tados um conjunto de medidas restritivas sobre esses capitais. Essas medidas foram seletivas, impostas na entrada e/ou na saída, sendo k_e , uma versão modificada dos controles de capitais na entrada apresentada por Valdés-Prieto e Soto (1996) e Gregório, Edwards e Valdés (1998), representando uma taxa equivalente de fundos que ficam retidas no Banco Central por n meses, dado pela expressão a seguir:

$$k_e(n) = \left(\frac{\tau_e}{1 - \tau_e} \right) \left[\frac{\rho}{n} \right] \quad (1)$$

onde τ_e representa a exigência de reserva não remunerada (URR), que é a proporção de fundos que tem sido depositados no Banco Central por n períodos; e ρ é o período de tempo (medido em meses) que o depósito tem sido mantido no Banco Central.

As autoridades chilenas adotaram simultaneamente *controles diretos*, através da exigência de tempo mínimo de permanência para os capitais que ingressavam no país, e *controles indiretos*, via Exigência de Reserva não Remunerada (URR) que envolveu inicialmente um encaixe no Banco Central de 20% dos capitais que entravam no país (EDWARDS, GREGORIO e VALDÉS, 2000). A política de controle de capitais no Chile manteve-se flexível com relação à URR, conforme observa Schneider (2000):

The Chileans maintained a flexible policy with regard to the URR. During the period when it was in operation (June 1991 - September 1998), 31 the Central Bank of Chile altered the rate of the requirement, the categories of inflow that were subject to it, the denomination of the reserve deposit and fee payment, the holding period and the restrictions to rolling over maturing investments. (GALLEGO et al. apud SCHNEIDER, 2000,59p.)

Durante a fase inicial dessa política, o depósito da URR foi estipulado em 20% sobre os empréstimos externos, sendo sustentado por um prazo mínimo de 90 dias e máximo de um ano. Isso significa que um agente que, por exemplo, tomar emprestado US\$1 no mercado internacional terá que depositar 20 centavos de dólar no Banco Central do Chile em uma conta sem render nenhum juro.

Em maio de 1992, o governo chileno alterou significativamente essa política. Aumentou a URR para 30% e o período estipulado para o capital ficar represado foi fixado em um ano. Além disso, o controle de capitais foi estendido a todos os créditos, independente do prazo de maturidade.

Em julho de 1995, o governo implementou novas mudanças no controle de capitais, tornou o mercado secundário ADR's (*American Depositary Receipts*) sujeitos à URR. Nos anos seguintes o Banco Central chileno continuou com a política, mas a autoridade falhou em acomodar a URR em 30%, tendo em vista que a oferta de créditos havia aumentado para os países emergentes após o término da crise do México (FFRENCH-DAVIS e VILLAR, 2003, p. 3).

Observe ainda que, erroneamente, o governo chileno manteve o investimento direto sujeito à URR por acreditar que este poderia ser um canal, potencialmente especulativo, de fuga de capitais. Nesse caso, os capitais só podiam ser repatriados para os países de origem após três anos da data de ingresso, posteriormente, essa exigência foi reduzida para um ano.

Quando a crise asiática começou em 1997, os fundamentos econômicos da economia chilena estavam deteriorados, tal fato certamente contribuiu para aumentar a intensidade da crise sobre a economia chilena, observando-se uma significativa saída de capitais privados (Gráfico 1). Nas palavras de Ffrench-Davis e Villar, 2003:

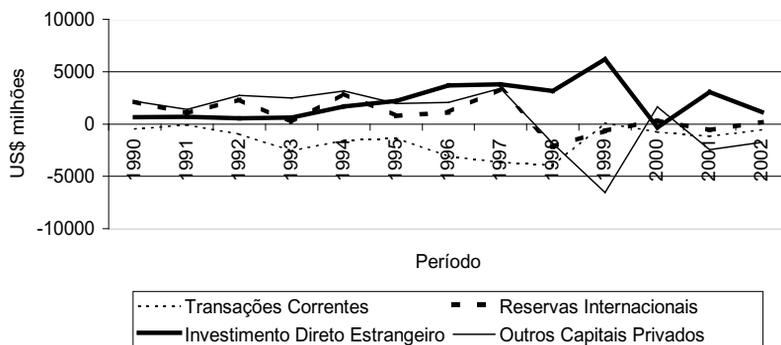
When the Asian crisis began in late 1997, therefore, the fundamentals of the Chilean economy were much weaker than they had been during the tequila crisis of 1995. This fact certainly contributed to in-

crease the magnitude of the crisis of 1998 and 1999 when, as we will see, private capital outflows were quite large, including funds of the domestic private social security institutional investors..(FFRENCH-DAVIS e VILLAR, 2003, p. 3)

Com o intuito de ajustar a política de controle de capitais ao ambiente vigente no mercado financeiro internacional, a exigência de reserva foi reduzida a 10% em junho de 1998 e, posteriormente, caiu para zero. Contudo, convém salientar que a economia chilena durante praticamente toda a década de 1990 financiou seus déficits em conta corrente com investimento direto estrangeiro.

Gráfico 1

Fluxo de Capitais e o Financiamento da Conta de Transações Correntes no Chile: 1990-2002



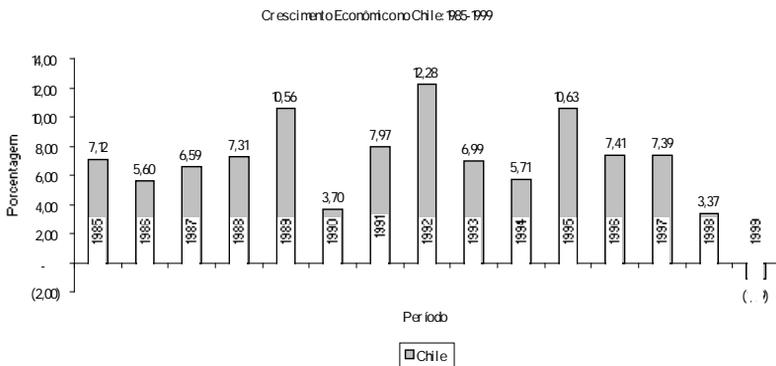
Fonte: Ffrench-Davis e Villar (2003)

O caso chileno é particularmente interessante por ter mostrado que a capacidade administrativa não é suficiente para assegurar o sucesso do regime de controle de capitais, deve-se paralelamente, encaixar essas medidas dentro de uma estrutura ampla de políticas. Segundo Schneider (2000), as medidas restritivas utilizadas no Chile foram complementadas por um conjunto flexível de políticas, tais quais:

Chile's unremunerated reserve requirement (URR) was supplemented by a flexible policy that allowed a degree of real exchange rate appreciation and sterilized inflows in conjunction with a tighter fiscal policy. (SCHNEIDER, 2000, p. 43)

Apesar dos controles de capitais no Chile terem sido motivo de um grande debate, fazendo-se um balanço preliminar das evidências até então encontradas, conclui-se que os controles garantiram uma maior independência da política monetária e melhoraram a estrutura de maturidade dos capitais que ingressam no país, apesar de não terem sido eficientes em conter a excessiva apreciação da taxa de câmbio (SCHNEIDER, 2000). Além disso, pode-se dizer que os controles de capitais implementados no Chile foram, em alguma medida, importantes para melhorar o desempenho da economia (Gráfico 2).

Gráfico 2



Fonte: Banco Mundial

Apesar de não haver evidências empíricas conclusivas da importância dos controles de capitais para a performance macroeconômica, o fato é que o país logrou taxas de crescimento rela-

tivamente melhores, cerca de 7,7% a.a. no período de 1991-1998 (controle de capitais), ao passo que no período de 1985-1990 o país cresceu em média 6,8%. Budnevich e Le Fort (1997) chegaram a concluir que, em alguma medida, as regulações sobre a conta de capital impulsionaram o crescimento da economia chilena:

The country has registered a successful macroeconomic performance, with the success partly owing to effective capital account regulation. The effectiveness of the regulations is shown in that a once and that the currency appreciation followed by a depreciating trend has been avoided, and that the currency account deficit has been kept at sustainable levels. In other words, capital account regulations have avoided the overshooting (over appreciation) of the real exchange rate that would have occurred with large amounts of short-term capital inflows. (BUDNEVICH e LE FORT, 1997, p. 1)

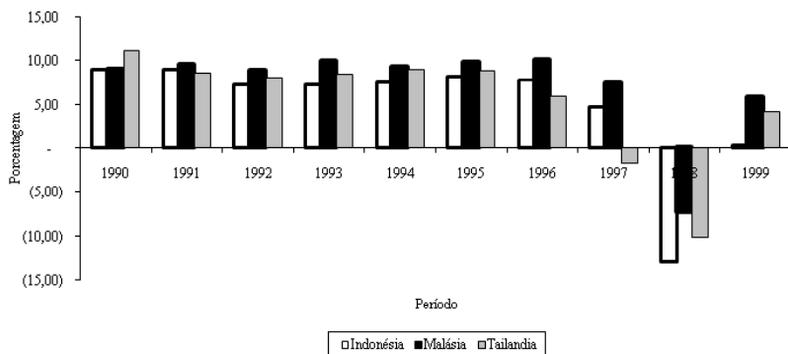
Isto posto, acredita-se que os controles de capitais no Chile parecem ter contribuído para atenuar a intensidade das crises sobre o país na década de noventa, reduzir a vulnerabilidade externa e melhorar sua performance macroeconômica.

4 A EXPERIÊNCIA DE CONTROLE SOBRE A SAÍDA DE CAPITAIS: O CASO DA MALÁSIA

No final da década de 90, as economias do leste asiático enfrentaram uma grave crise financeira, que causou muitos estragos na região, prejudicando significativamente suas performances macroeconômicas (Gráfico 3).

Gráfico 3

Performance Macroeconômica da Coreia do Sul, da Tailândia e da Malásia na Década de 1990



Fonte: Banco Mundial

A crise asiática começou afetando a Tailândia em setembro de 1997, em seguida a Coreia do Sul em janeiro de 1998 e, posteriormente, em agosto de 1998, a Malásia foi duramente afetada (KAPLAN e RODRIK, 2001). Na tentativa de atenuar os impactos da crise financeira de 1997-98, a Tailândia, a Coreia do Sul e a Indonésia solicitaram a ajuda ao FMI. A Malásia lançou mão de uma ferramenta diferente dos demais países, as autoridades impuseram controle de capitais, fixaram a taxa de câmbio e cortaram os juros.

A crise financeira asiática começou, aproximadamente, em setembro de 1997 e se intensificou em dezembro de 1997, quando houve uma forte reversão do fluxo de capitais para a região. Em resposta à crise, as autoridades da Malásia optaram por implementar uma política ortodoxa, aumentando a taxa de juros e flexibilizando a taxa de câmbio. Mas, essas políticas não estavam surtindo efeitos. O consumo e a demanda por investimento despencaram, como resultado da saída de capitais. Para acabar com a especulação contra o *ringgit*, o governo instituiu o controle de capitais em 1º de setembro de 1998.

A Malásia estava preocupada em controlar a saída de capitais e evitar uma depreciação excessiva da moeda. Para tanto baniu por um período de um ano, toda a repatriação de investimentos estrangeiros. Nas palavras de Neely (1999):

The controls banned transfers between domestic and foreign accounts and between foreigners accounts, eliminated credit facilities to offshore parties, prevented repatriation of investment until September, 1, 1999, and fixed the exchange rate at M 3.8 per dollar. Foreign exchange transactions were permitted only at authorized institutions and required documentation to show they were for current account purposes. (Neely, 1999, 22 p.)

Após o período mais crítico da crise asiática, o Banco Central da Malásia mudou a regulação sobre as restrições ao capital, substituindo uma interdição completa por um imposto gradual. Em fevereiro de 1999, as autoridades monetárias instituíram que todos os capitais que ingressaram na Malásia antes dessa data, ficariam sujeitos aos seguintes impostos sobre o capital retirado (KAPLAN e RODRIK, 2001):

1. 30% se a repatriação for nos primeiros 7 meses após a entrada no país;
2. 20% se a repatriação estiver entre 7 a 9 meses após a entrada no país;
3. 10% se a repatriação estiver entre 9 a 12 meses após a entrada no país; e
4. 0% se a repatriação for realizada um ano após a entrada no país.

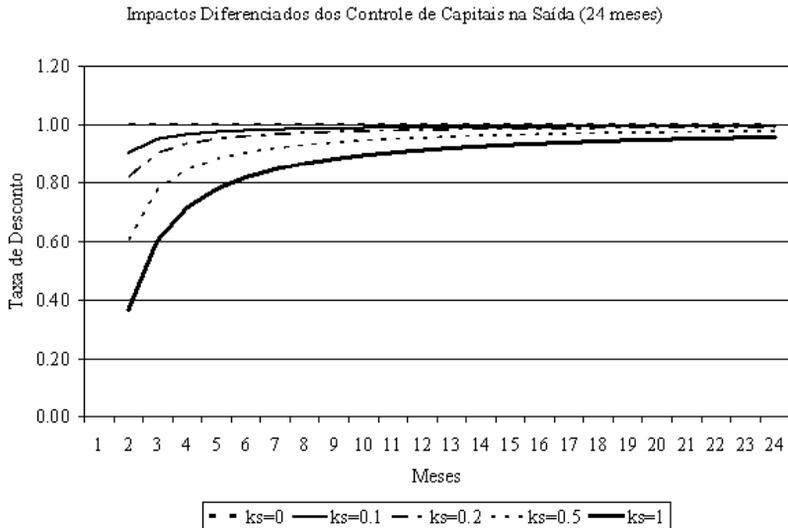
O controle de capital na saída (k_s) pode ser representado por um fator de desconto, que cumpre a função de um imposto

gradual sobre a saída, depende do tempo de permanência do capital no país, conforme a expressão a seguir:

$$k_s(n) = \exp\left[-\frac{\tau_s}{n}\right] \quad (2)$$

O controle de capitais na saída tem por objetivo penalizar apenas os capitais de curto prazo. Portanto, o impacto dos controles de capitais na saída não afetará os capitais de longo prazo, pois, no limite, o impacto dessa política será praticamente nulo, conforme gráfico 4:

Gráfico 4



Para os fundos que entraram na Malásia depois de 15 de fevereiro de 1999, o capital tinha liberdade de entrada e saída sem taxas, entretanto, os lucros foram tributados com uma taxa de 30% se repatriado num período inferior a um ano da entrada e 10% se repatriado após um ano da entrada.

Os controles de capitais eram um conjunto complexo de medidas que desencorajavam os capitais de curto prazo, mas tornava livre a transação com os capitais de maturidade mais longa. Acreditava-se que a política monetária ganharia uma maior autonomia para permitir ao Banco Central baixar a taxa de juros sem provocar fuga de capitais e, conseqüentemente, uma desvalorização excessiva da moeda.

As autoridades da Malásia trabalharam duramente para que essas medidas restritivas não afetassem os investimentos de maturidade mais longa. Na verdade, a preocupação era com os possíveis impactos dos controles de capitais sobre o ingresso de capital futuro, particularmente sobre o investimento direto estrangeiro, do qual o país era altamente dependente.

Apesar da Malásia ter se utilizado de um instrumental diferente do ortodoxo, obteve resultados tão bons quanto os da Coréia do Sul e da Tailândia. Kaplan e Rodrik (2001) encontraram indícios de que os controles de capitais na Malásia foram efetivos no segmento financeiro e promoveram um alívio nas políticas monetária e fiscal, além de permitirem uma recuperação mais rápida da economia. Mas, a questão da efetividade das medidas restritivas sobre o fluxo de capitais na Malásia é bastante controversa, tendo em vista que se passaram poucos anos após a experiência da Malásia com o uso dos controles de capitais. No entanto, pode-se afirmar que, a princípio, os resultados da implementação dos controles de capitais na saída foram satisfatórios. Nas palavras de Schneider (2000):

The controls on outflows imposed in late 1998 were effective in eliminating the offshore ringgit market. The restrictions on the internationalization of the ringgit were essential in achieving this objective, especially the freezing of external ringgit accounts. The absence of speculative

pressure on the ringgit, following the imposition of controls and the currency peg, in an environment of significantly relaxed monetary and fiscal policy is evidence of the controls' effectiveness. No parallel market has emerged and evasion and avoidance of controls through measures such as misinvoicing appear minimal. More studies are required to estimate the effectiveness of the controls. (SCHNEIDER, 2000, p. 75)

O controle de capitais implementado pela Malásia tornou-se um caso clássico, por ter sido utilizado durante a crise financeira de 1997-98. Com o aprofundamento da crise em agosto de 1998, as autoridades econômicas da Malásia anunciaram um pacote de medidas restritivas que seriam impostas sobre o fluxo de saídas de capitais. A partir de setembro de 1998, nenhum investidor doméstico ou estrangeiro pôde durante seis meses retirar recursos do país. Em 1999, passado o período de maior turbulência no mercado internacional, o governo substituiu o controle vigente por outro de natureza de mercado, qual seja, quem saísse antes de seis meses pagaria uma taxa. A respeito da eficácia dos controles de capitais na Malásia, acredita-se que os resultados foram bons na medida em que contribuíram para conter as pressões especulativas sobre a taxa de câmbio e preservar a autonomia da política monetária.

5 CRESCIMENTO COM RESTRIÇÃO NO BALANÇO DE PAGAMENTOS: MAIS ALGUMAS LIÇÕES

Diversos trabalhos empíricos desenvolvidos em muitos países demonstraram a veracidade da “Lei de Thirwall”, mas, alguns países em desenvolvimento apresentaram taxas de crescimento significativamente diferentes da estabelecida por essa teoria, isso porque o fluxo de capital não era considerado. Cientes disso, Thirwall e Hussain (1982) desenvolveram um modelo con-

siderando o fluxo de capitais, que é uma versão estendida do modelo de Thirwall, e observaram que o endividamento fazia com que os países em desenvolvimento crescessem mais rápido que a restrição no balanço de pagamentos permitiria.

No modelo original de Thirwall e Hussain, incorporou-se pela primeira vez o fluxo de capitais ao modelo de crescimento com restrição no balanço de pagamentos, da seguinte forma:

$$P_d X + F = P_f M E \quad (3)$$

onde,

P_d é o preço das exportações em moeda doméstica;

X é o volume de exportações;

P_f é o preço das importações em moeda estrangeira;

M é o volume de importações;

E é a taxa de câmbio nominal.

F refere-se ao fluxo nominal de capital em moeda doméstica;

$F > 0$, mensura o volume de capital que está entrando no país;

$F < 0$, mensura o volume de capital que está saindo do país;

Transformando-se as variáveis da equação (3) em taxas de crescimento, obtém-se:

$$\theta (p_d + x) + (1 - \theta) f = p_f + m + e \quad (4)$$

sendo θ a participação das exportações no montante total das receitas de moeda estrangeira obtido pela economia doméstica; e $(1 - \theta)$ a participação do fluxo de capital no total das receitas obtido pela economia doméstica.

Em outras palavras, uma parte das importações é financiada pelas exportações e a outra pela entrada líquida de capitais. Embora interessante, o modelo não separou os capitais de curto e de longo prazo, que se torna relevante para entender porque em

alguns momentos a entrada líquida de capitais não gerou crescimento econômico e discutir medidas possíveis para reverter ou atenuar os efeitos deletérios de alguns tipos de capitais sobre a economia. Portanto, deve-se separar os fluxos de capitais em duas categorias, os capitais especulativos (f_E) e os capitais produtivos (f_P)¹, pois esse último pode contribuir significativamente para o crescimento de uma determinada economia. Assim, mantendo a simplicidade do modelo, sugere-se essa modificação, conforme apresentado na equação (5):

$$\theta_1 (p_d + x) + \theta_2 f_E + \theta_3 f_P = p_f + m + e \quad (5)$$

Para que o crescimento ocorra de forma sustentada e financeiramente estável, o país deve manter um déficit administrativo ou superávit em transações correntes, o que requer a dinamização das exportações e a geração de um saldo positivo na balança comercial. Adicionalmente, o governo deve passar por esforço sistemático e planejado de diminuição da vulnerabilidade externa e da dependência dos capitais voláteis ou especulativos.

Assume-se, tal como Thirwall e Hussain, que a função demanda por importações e por exportações com elasticidades constantes tem a seguinte forma:

$$m = \psi (p_f - p_d - e) + \pi y \quad (6)$$

$$x = \eta (p_d - p_f + e) + \varepsilon z \quad (7)$$

¹ Como os investimentos diretos estrangeiros.

onde,

ψ é a elasticidade-preço da demanda por importações;

y é o crescimento da renda doméstica;

π é a elasticidade-renda da demanda por importações.

η é a elasticidade-preço da demanda por exportações;

z é o crescimento da renda mundial;

ε é a elasticidade-renda da demanda por exportações.

Substituindo-se as equações (6) e (7) em (5), encontra-se a expressão a seguir:

$$y_b = \frac{1}{\pi} \{ \theta_1 \eta + \psi \} (p_d - p_f - e) + (p_d - p_f - e) + \theta_1 \varepsilon z + \theta_2 [f_E - p_d] + \theta_3 (f_P - p_d) \} \quad (8)$$

onde,

$$(\theta_1 \eta + \psi) (p_d - p_f - e)$$

mostra a magnitude do efeito de uma variação nos preços relativos no crescimento da renda doméstica com restrição no balanço de pagamentos;

$$(p_d - p_f - e)$$

mostra o efeito dos termos de troca sobre o crescimento da renda doméstica;

$$\theta_1 \varepsilon z$$

mostra o impacto do crescimento da renda mundial sobre o crescimento da renda doméstica;

$$\theta_2 [f_E - p_d]$$

mostra o efeito dos capitais especulativos sobre o crescimento da renda doméstica¹;

$$\theta_3 (f_p - p_d)$$

mostra o efeito positivo dos investimentos produtivos (de longo prazo) sobre o crescimento da renda doméstica.

Se assumirmos a hipótese da paridade do poder de compra, isto é, se assumirmos que os preços são mensurados em moeda comum e esta não varia no longo prazo, a equação (8) reduz-se a:

$$y_b = \frac{1}{\pi} \{ \theta_1 \varepsilon z + \theta_2 [f_E - p_d] + \theta_3 (f_p - p_d) \} \quad (9)$$

Resumidamente, a taxa de crescimento com restrição no balanço de pagamentos que assume um desequilíbrio inicial em transações correntes é ponderada pela soma do crescimento das exportações com o crescimento do fluxo de capitais especulativos e de longo prazo, dividido pela elasticidade-renda da demanda

¹ O presente trabalho argumenta que o sistema econômico tende a conservar suas propriedades na ausência de um estímulo que as gerou, o que não foi o caso da economia brasileira nos últimos anos. Os sucessivos choques observados recentemente produziram efeitos distintos sobre o comportamento do sistema financeiro internacional em relação ao grupo de economias emergentes, que acabaram por comprometer o potencial de crescimento futuro. As incertezas e a excessiva volatilidade do fluxo de capitais na década de 1990 comprometem a estabilidade macroeconômica e, conseqüentemente, as decisões de investimento na economia, conforme explicado no trabalho. Ademais, a literatura aplicada ao Brasil mostra apenas que o fluxo de capitais tem efeito nulo, ou seja, esses capitais não contribuem diretamente para o alargamento da restrição imposta pelo Balanço de Pagamentos (FERREIRA, 2001; CARVALHO e LIMA, 2007). Entretanto, estes resultados foram obtidos sem considerar as diferentes categorias de fluxos de capitais.

por importações¹. Como, pela Lei de Thirwall, sabe-se que $\varepsilon.z = x$, substitui-se na equação (9) para obter a seguinte expressão:

$$y_b = \frac{1}{\pi} \{ \theta_1 x + \theta_2 [f_E - p_d] + \theta_3 (f_P - p_d) \} \quad (10)$$

A equação mostra que a taxa de crescimento com restrição no balanço de pagamentos se iguala à soma das taxas de crescimentos das exportações e do fluxo de capitais especulativos e de longo prazo, dividida pela elasticidade-renda das importações.

Os fundamentos da estratégia de desenvolvimento da economia brasileira na década de noventa estão, em grande medida, associados às recomendações do paradigma conhecido como “Consenso de Washington”. A partir deste paradigma, a economia brasileira caminhou para uma abertura comercial e financeira crescente na expectativa de gerar poupança externa suficiente para complementar a poupança interna do país e, conseqüentemente, colocar o país na trajetória de crescimento sustentável. No entanto, apesar destas políticas terem obtido êxito na geração de poupança externa, notou-se que as mesmas não se traduziram em

¹ Neste ponto do trabalho, vale ressaltar que um estudo aplicado ao Brasil desenvolvido recentemente por Carvalho e Lima (2007) mostrou evidências que as variáveis explicativas chaves para a perda de dinamismo da economia brasileira após 1994 são as elasticidades-renda das importações e das exportações. E mais, para os autores supracitados, a análise dos determinantes dessas elasticidades é considerada essencial para a validação e entendimento do modelo. Apesar do argumento anterior ser interessante, o presente trabalho advoga que também deve ser analisado com critério a participação das exportações no montante total das receitas de moeda estrangeira obtido pela economia doméstica (θ_1), pois acredita-se que depende, em alguma medida, do grau amadurecimento do Sistema Nacional de Inovação, como será explicado no decorrer do trabalho.

crescimento econômico no Brasil, pelo contrário, comprometeram o potencial de crescimento do país, como expressado pelas derivadas em relação ao fluxo de capital de curto prazo:

$$\frac{\partial y_b}{\partial x} > 0; \cdot \frac{\partial y_b}{\partial f_E} < 0; \quad \frac{\partial y_b}{\partial f_P} > 0 \quad (11)$$

O efeito dos capitais de curto prazo sobre o crescimento é ambíguo, podendo ser negativo nas economias que não possuem as pré-condições mínimas para se beneficiar dos níveis atuais de inserção externa. Neste caso, a adoção de controle de capitais pode ser uma das peças fundamentais para assegurar o sucesso da estratégia de crescimento com poupança externa. Os modelos matemáticos, apesar de serem uma simplificação da realidade, são úteis para os *policy makers* avaliarem as possibilidades de políticas e possíveis resultados.

A retomada do crescimento econômico e o ingresso no seleto grupo de países com o grau de investimento terão implicações importantes para a economia brasileira. A experiência recente da economia brasileira mostra que, provavelmente, haverá um aumento substancial do ingresso de capitais proveniente de alguns dos maiores fundos de investimentos do mundo. A absorção de um volume excessivo de capitais gera efeitos desestabilizadores, tais como: a apreciação excessiva da taxa de câmbio; o déficit em transações correntes torna-se maior do que o recomendável; a poupança externa substitui a interna, deixando a poupança agregada inalterada; e os preços dos mercados de ações e imobiliários elevam-se de maneira desmensurada. Quando se verificam esses fenômenos, o país receptor penetra em uma zona de fragilidade, em que fugas de capitais e ataques especulativos à moeda nacional podem ser precipitadas por uma mudança no humor do mercado financeiro ou mesmo de uma má notícia proveniente de lugares remotos do mundo.

Nesse contexto, os controles de capitais são fundamentais para as economias que desejam atenuar a excessiva volatilidade da taxa de câmbio e da taxa de juros, o que facilita e estimula as decisões de investimento de curto e longo prazo no sentido centro-periferia, na medida em que cria um ambiente economicamente estável e seguro para que esses empresários possam expandir o nível de atividade econômica e gerar a poupança necessária para financiar um projeto nacional de crescimento sustentado do PIB. Dessa forma, os controles de capitais atuam no sentido de reduzir os impactos negativos desses capitais sobre o crescimento de uma determinada economia, conforme a expressão (12):

$$y_b = \frac{1}{\pi} \left\{ \theta_1 x + \theta_3 (f_p - p_d) + \theta_2 [1 - k_e(n)] [f_E - p_d] \exp\left[-\frac{\tau_s}{n}\right] \right\} \quad (12)$$

A teoria diz que essas medidas ajudam a diminuir a vulnerabilidade externa e selecionar os fluxos de capital que se deseja absorver, priorizando os investimentos produtivos ou de maturidade mais longa, e confinando os capitais especulativos a volumes administráveis, isolando, em algum grau, o país dos choques externos. Os controles de capitais atuam no sentido de guiar o estado de confiança no país e atenuar a intensidade de uma eventual instabilidade no mercado financeiro, reduzindo a volatilidade da taxa de câmbio, da taxa de juros e da taxa de crescimento.

Apesar da grande maioria dos trabalhos enfatizarem a importância dos fluxos de capitais para o desenvolvimento das economias emergentes, deve-se observar o papel crucial do Sistema Nacional de Inovações (SI) na dinamização das exportações do país e no crescimento da renda doméstica, já que esse SI afeta diretamente a participação das exportações no montante total das receitas de moeda estrangeira obtido pela economia doméstica ($0 \leq \theta_1 \leq 1$). O argumento é que um Sistema Nacional de Inova-

ções mais desenvolvido (θ_1 elevado ou $\theta_1 \cong 1$) teria efeitos positivos sobre a produtividade e a competitividade de uma economia, o que reduz a dependência do país em relação aos fluxos de capitais especulativos. Por outro lado, no caso das economias com menor desenvolvimento relativo de seus SIs (θ_1 baixo), como a economia brasileira, aumenta a dependência do país em relação aos fluxos de capitais especulativos (equações 13 e 14)¹:

$$\pi = \frac{\partial \mathbf{h} \text{ imp}}{\partial \mathbf{h} \text{ y}} = 1,4 \quad (13)$$

$$y_b = \frac{\theta_1}{\pi} x = 0,1105 x \quad (14)$$

Assim, segue que $\theta_1 = 0,1547$.

Do exposto, acredita-se que a política de controle de capitais torna-se ainda mais relevante, visto que estas economias (inclusive a brasileira) são caracterizadas por elevada vulnerabilidade externa de caráter estrutural, sinalizando a incapacidade do país gerar endogenamente as divisas externas necessárias para honrar seus compromissos financeiros internacionais. Esta característica gera efeitos deletérios importantes sobre o posicionamento do sistema financeiro internacional em relação a esta economia e sobre a volatilidade de capitais nesta².

¹ Estimativas obtidas no Stata 10, com os dados trimestrais do Brasil, extraídos do IFS/FMI (Estatísticas Financeiras Internacionais – Fundo Monetário Internacional). As séries utilizadas: Gross Domestic Product (GDP); Exports of Goods and Services; e Imports of Goods and Services.

² A literatura internacional mostra que a adoção dessas medidas gera uma realocação dos capitais especulativos para os capitais de maturidade mais longa, resultado da maior estabilidade macroeconômica.

A sugestão de uma reedição da adoção de políticas de controles de capitais no Brasil se deve ao fato do país não possuir duas das principais condições necessárias para se beneficiar da abertura financeira, quais sejam: um Sistema Nacional de Inovação maduro e um sistema financeiro doméstico desenvolvido o suficiente para absorver um fluxo excessivo de capitais¹. Contudo, a experiência internacional mostra que os *policy makers* devem ficar atentos ao fato de que nos momentos de grande instabilidade financeira, apenas os controles quantitativos, que se referem à proibição de toda e qualquer movimentação cambial em um determinado período de tempo, e/ou os controles de capitais na saída seriam capazes de conter totalmente uma massiva fuga de capital, em função do posicionamento do mercado financeiro em relação aos países caracterizados como especulativos ou ponzi². Isto implica em dizer que nos períodos de reversão cíclica do nível da liquidez mundial o sistema financeiro internacional teria um comportamento assimétrico com relação a estas economias: o racionamento de crédito seria mais intenso para as economias especulativas/ponzi *vis-à-vis* as economias *hedge*, aguçando, ao invés de contornar, a tendência à escassez de divisas externas daquelas economias.

Ainda que o trabalho careça de evidências empíricas para validar as hipóteses lançadas da importância das diferentes categorias de capitais (especulativos e produtivos) para o crescimento das economias, pode-se afirmar que a principal lição deixada pelo modelo de crescimento com restrição no balanço de pagamentos e pelas experiências do Chile e da Malásia é que, na ausência de um Sistema Nacional de Inovação maduro o suficien-

¹ Uma proposta efetiva de implementação dos controles de capitais no Brasil pode ser encontrada em Paula, Oreiro e Silva (2003).

² Para mais detalhes, consultar Minsky (1986).

te para dinamizar o setor exportador nacional com intuito de gerar endogenamente as divisas necessárias para o país honrar seus compromissos externos, a política de controles dos capitais de curto prazo podem ser a alternativa mais viável, já que em alguma medida contribuem para atenuar potenciais crises de confiança, manter as relações de endividamento em níveis administráveis e melhorar suas performances macroeconômicas.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O trabalho teve por objetivo fazer uma discussão teórica e empírica da importância dos controles de capitais para o crescimento das economias emergentes, com intuito de extrair algumas lições. Ainda que o trabalho careça de algumas evidências empíricas, pode-se afirmar que a economia brasileira *não possui* as condições necessárias para se beneficiar dos níveis atuais de inserção externa sem sofrer com os efeitos desestabilizadores dos fluxos de capitais. Sendo assim, o presente trabalho argumenta que os controles de capitais podem ser uma alternativa viável para garantir o sucesso da atual estratégia de crescimento do país no curto prazo, na medida em que contribui para garantir uma maior autonomia da política monetária, reduzir a vulnerabilidade externa e estabilizar a taxa de câmbio. Com efeito, poderia evitar uma apreciação da taxa de câmbio que comprometeria a competitividade do setor exportador e utilizar a taxa de juros para atingir os objetivos domésticos, como o crescimento econômico.

As experiências de controles de capitais no Chile e na Malásia mostraram que, se bem planejadas, essas medidas restritivas podem de fato atenuar a intensidade das crises sobre os países, reduzir a vulnerabilidade externa e melhorar suas performances macroeconômicas. A experiência chilena tem sido citada, freqüentemente, como um exemplo de uso eficaz de *controles sobre o ingresso* de capitais de curto prazo, tendo em vista que a

economia chilena estabilizou e melhorou em aproximadamente 1% as taxas de crescimento no período de 1991-1998 (duração dos controles de capitais), se comparado ao período que antecedeu a adoção das medidas restritivas sobre esses capitais.

O caso da Malásia (a partir de 1998) é particularmente interessante por ter logrado êxito em *controlar a saída* dos capitais durante uma crise financeira. Com o aprofundamento da crise, em agosto de 1998, as autoridades econômicas da Malásia anunciaram um pacote de medidas restritivas que seriam impostas sobre o fluxo de saídas de capitais. A partir de setembro de 1998, nenhum investidor doméstico ou estrangeiro pôde durante seis meses retirar recursos do país. Em 1999, passado o período de maior turbulência no mercado internacional, o governo substituiu o controle vigente por outro de natureza de mercado, qual seja, quem saísse antes de seis meses pagaria uma taxa. A respeito da eficácia dos controles de capitais na Malásia, acredita-se que os resultados foram bons na medida em que contribuíram para conter as pressões especulativas sobre a taxa de câmbio, preservar a autonomia da política monetária e atenuar as quedas no produto interno bruto, se comparado às quedas observadas na Tailândia e Indonésia. Apesar de muito criticada na época de sua adoção, a política adotada pela Malásia tem sido recentemente avaliada de forma positiva em função dos resultados alcançados.

Ademais, a economia brasileira não deve esquecer a política de longo prazo, qual seja, trabalhar no desenvolvimento de um sistema nacional de inovação mais maduro, cujos efeitos positivos sobre a produtividade e a competitividade de uma economia são estratégicos e decisivos para qualquer estratégia de crescimento conduzida pelas exportações.

REFERÊNCIAS

ALBUQUERQUE, E. M. (1996) Notas sobre a Contribuição de Kenneth Arrow para a Fundamentação Teórica dos Sistemas Nacionais de Inovações. **Revista Brasileira de Economia**, v. 50, n. 2.

ALBUQUERQUE, E. M. (1999) National systems of innovation and Non-OECD countries: notes about a rudimentary and tentative typology. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 19, n. 4 (76).

ARIDA, P. (2003a). “Ainda a conversibilidade”. **Revista de Economia Política**, vol. 23, n. 3, 135-142p., jul./set.

ARIDA, P. (2003b). “Por uma moeda plenamente conversível”. **Revista de Economia Política**, vol. 23, n. 3, 151-154p., jul./set.

ARIDA, P. (2004). **Aspectos Macroeconômicos da Conversibilidade**: uma discussão do caso brasileiro. (mimeo)

ARIYOSHI, A., HABEMEIER, K., LAURENS, B., TKER-ROBE, I., CANALES-KRILJENKO, J., KIRILENKO, A. (2000). **Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization**. Washington: IMF.

BACHA, E. (2003). “Reflexões pós-cepalinas sobre inflação e crise externa”. **Revista de Economia Política**, vol. 23, n. 3, 143-150p., jul./set.

BELLUZZO, L.G.; CARNEIRO, R. (2004a). “O mito da conversibilidade”. **Revista de Economia Política**, v. 24, n. 2, pp. 218-222, abr./jun.

BRESSER, L.C.; NAKANO, Y. (2002). Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade. *Revista de Economia Política*, Vol. 22 (3), julho, 146-177p.

BRESSER, L.C.; NAKANO, Y. (2003). Desenvolvimento com Poupança Externa? *Revista de Economia Política*, Vol. 23 (2).

CALVO, G. (2001). Crises de balanços de pagamentos em mercados emergentes. *In* KRUGMAN, P. (Org.). **Crises Monetárias**. São Paulo: Makron Books.

CARDOSO, E. (2000) Fluxos de Capitais para a América Latina na década de 90. *In*: FONTES, R.; ARBEX, M. (Orgs.). **Economia Aberta**. Viçosa: UFV.

CARVALHO, F.C.; SICSÚ, J. (2004). Controvérsias Recentes sobre Controle de Capitais. **Revista de Economia Política** . Vol. 24 (2).

CARVALHO, F.J.C. e SICSÚ, J. Controvérsias recentes sobre controles de capitais. *In* SICSÚ, J. **Emprego, Juros e Câmbio: finanças globais e desemprego**. Rio de Janeiro, Elsevier, 2007.

CARVALHO, V.R.; LIMA, G.T. (2007) **A Restrição Externa e a Perda de Dinamismo da Economia Brasileira: investigando relações entre estrutura produtiva e crescimento econômico**. Disponível em: <http://www.sep.org.br>. Acessado em 10/07/2008.

CEPAL (2002). **Crescer com Estabilidade**. Rio de Janeiro: Campus, 199 p.

CURADO, M.L.(2001). **Rigidez Comercial, Movimentos de Capital e Crise Cambial**. Tese de Doutorado, IE. Unicamp.

FERREIRA, A. (2001) **A lei de crescimento de Thirlwall**, IE-Unicamp, Dissertação de Mestrado, mimeo.

FFRENCH-DAVIS, R.; VILLAR, L. (2003). **Capital Account Regulations in Chile and Colombia**. Disponível em: <http://www.g24.org/rfengva.pdf>. Acessado em: 12/03/2004.

FRANCO, G.H.B. (1998). A Inserção Externa e o Desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, Vol. 18 (3).

JAYME Jr., F. G. Balance-of-payments-constrained economic growth in Brazil. **Revista de Economia Política**, v. 23, n.1, (89), Janeiro-Março, 2003.

KAPLAN; RODRIK (2001) **Did the Malaysian Capital Control Work?** National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper.

KEYNES, J.M. (1936). **The General Theory of Employment, Interest and Money**. MacMillan Press: Londres.

LICHA, A.L. (2000) **Volatilidade de Capitais de Curto Prazo em Países Emergentes**. (mimeo).

MINSKY, H.P. (1986) **Stabilizing an unstable economy**. New Haven, Yale University Press.

NEELY, C.J.(1999). An introduction to capital controls. St. Louis Federal Reserve Bank Review.

ONO, F. H.; SILVA, G. J. C. da.; OREIRO, J. L. ; PAULA, L. F. (2005). 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. (2004). Autonomia da Política Econômica, Fragilidade Externa e Equilíbrios no Balanço de Pagamentos: a Teoria Econômica dos Controles de Capitais. **Economia & Sociedade**, no prelo.

OREIRO, J.L.; PAULA, L.F.; SILVA, G. J.C. (2004a) Por uma moeda parcialmente conversível: uma crítica a Arida e Bacha. **Revista de Economia Política** .Vol. 24 (2).

PAULA, L.F. (2003) Controle de Capitais: Lições para o Brasil. *In.*: BENECKE, D.W.e NASCIMENTO, R. (Orgs). **Opções de Política Econômica para o Brasil**. Rio de Janeiro: Fundação Konrad Adenauer.

PAULA, L.F.; OREIRO, J.L.; SICSÚ, J. (2003a) **Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços**. São Paulo: Manole.

PAULA, L.F.; OREIRO, J.L.; SILVA, G. (2003b) Fluxos e Controle de Capitais no Brasil: Avaliação e Proposta de Política. *In.* **Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços**. São Paulo: Manole.

SCHNEIDER, B. (2000) **Issues in Capital Account Convertibility in Developing Countries**. Disponível em: <http://www.odi.org.uk/speeches/schneider.pdf>. Acessado em: 20/04/04.

SILVA, G. J. C. da; RESENDE, M. F. C. (2008) Eficácia dos Controles de Capitais no Brasil: uma abordagem teórica e empírica alternativa. **Anais do XIII Encontro Nacional da SEP**, 2008.

SIMONSEN, M.H.; CISNE, R. P. (1995). **Macroeconomia**. São Paulo: Atlas.

