

# A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA NO BRASIL

FINANCIAL LIBERALIZATION IN BRAZIL

Marcelino Serretti Leonel

Mestre em Economia, Especialista em Fundamentos da  
Matemática, Informática em Educação e Matemática e

Estatística e Professor da UFVJM.

Email: mserretti@gmail.com

**Resumo:** O objetivo deste trabalho é apresentar o panorama do processo da liberalização financeira ocorrida na década de 1980 em diante. A análise inicia a partir da concepção dessa medida econômica no mundo, além de relatar as consequências por meio de evidências empíricas, estas baseadas em trabalhos direcionados a investigação dos resultados da liberalização da conta de capital feitas por vários autores de diferentes correntes de pensamento econômico. Esse material também trás, em particular, a trajetória e os resultados da implantação da liberalização financeira da conta de capital no Brasil até o ano de 2005. De ante as análises, conclui-se que tal decisão econômica no Brasil, gerou custos sociais elevados devido ao aumento na volatilidade da atividade econômica real, além de não ser capaz de combater a inflação.

**Palavras-chave:** Liberalização Financeira. Conta de capital. Brasil.

**Abstract:** This study aims at presenting a view of the financial liberalization which took place from the 1980's on. The analysis begins at the conception of this economic measure in the world, and also reports the consequences by means of empirical evidences based on studies directed towards the investigation of capital account liberalization performed by several authors from different economic trains of thought. The material also focuses on the trajectory and results of the implementation of capital account financial liberalization in Brazil up to 2005. Based on these analyses, it is concluded that this economic decision in Brazil generated high social costs due to the rise in volatility in real economic activity, as well as proving infective at battling inflation.

**Keywords:** Financial Liberalization. Capital Account. Brazil

## Introdução

Após mais de dois anos de planejamento pelas autoridades econômicas dos Estados Unidos da América e do Reino Unido da Grã-Bretanha com vistas à reconstrução do pós-segunda guerra mundial, a Conferência de Bretton Woods definiu o chamado Sistema Bretton Woods de gerenciamento econômico internacional, estabelecendo, em julho de 1944, as regras de um acordo para as relações comerciais e financeiras entre os países mais industrializados do mundo.

Para gerenciar o Sistema foram criadas duas instituições: o Fundo Monetário Internacional – FMI e o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento – BIRD. Com tal acordo, o dólar americano passou a ser a moeda de referência do sistema financeiro mundial e os países membros passaram a utilizá-lo para financiar os seus desequilíbrios comerciais, reduzindo os custos referentes à manutenção de uma cesta de moedas estrangeiras.

As principais disposições do Sistema Bretton Woods diziam respeito à obrigação de cada país adotar uma política monetária que mantivesse a taxa de câmbio de suas moedas dentro de um determinado parâmetro, ou seja, de um esquema de paridades cambiais fixas, embora ajustáveis, calcado no padrão dólar-ouro e, também, na provisão, pelo Fundo Monetário Internacional – FMI, de financiamentos para suportar dificuldades temporárias de pagamentos.

Até meados dos anos 60 o Sistema Bretton Woods foi utilizado e funcionou de acordo com o que foi acordado. No entanto, devido a problemas financeiros dos Estados Unidos da América e das medidas adotadas no sentido de solucioná-los, começou a desabar o sistema de câmbio fixo acordado, levando então a uma busca de alternativas para a crise. A solução encontrada por alguns países foi a adoção de regimes cambiais intermediários, levando a um processo crescente de interdependência das economias e uma revisão na condução das políticas econômicas.

A nova condução levou ao processo de abertura externa a se desdobrar em dois componentes, a abertura comercial<sup>1</sup> para a livre mobilidade dos fluxos de bens e serviços e a liberalização financeira<sup>2</sup> externa. Tanto a abertura comercial, quanto a liberalização financeira externa, se enquadram dentro das reformas que compõem a concepção neoliberal de desenvolvimento.

Associado a uma degradação da conta corrente norte-americana, e as importações crescendo mais rápido que as exportações, a quantidade

<sup>1</sup> Abertura comercial é composta por um conjunto de políticas para orientar a economia rumo aos mercados internacionais, em um processo liderado pelas exportações.

<sup>2</sup> Liberalização financeira é quando os agentes, tanto residentes quanto não-residentes, têm a possibilidade de mudança de direito de posse de ativos e passivos financeiros domésticos/ estrangeiros.

de dólares passou a exceder o estoque de ouro, com isto, diminuiu a vontade dos outros países de deter dólares. Por este motivo, levou a ser um dos principais aspectos do conjunto de arranjos institucionais acordados em Bretton Woods, o compromisso com a regulamentação financeira nos países, ou seja, com o controle sobre os fluxos de capital. Porém, com o término deste, os mercados financeiros aos poucos foram liberalizados e passaram a ser integrados e interdependentes.

Ou seja, no início dos anos 70 começou a ruir o sistema de câmbio fixo acordado. Desde então houve um aumento da mobilidade de capital e com a conseqüente derrocada do sistema tornou-se crescente a adoção de regimes cambiais intermediários por diversos países. Com ele veio o crescente processo de interdependência das economias devido à aceleração da globalização a partir do final do século XX levando a uma revisão na condução das políticas econômicas. Dai surgem países adotando a liberalização financeira.

Para Mantega (1998), a globalização financeira empunhando as bandeiras da liberalização e desregulamentação e presidindo o arrombamento das portas das economias fechadas, gerou a integração internacional dos mercados financeiros.

O conceito de liberalização financeira apareceu na década de 1970 nos trabalhos de McKinnon (1973) e Shaw (1973). Como principal argumento de sustentação estavam as taxas de juros, que deveriam ser atrativas para os credores, de modo a permitir o aumento dos fundos disponíveis para investimento, levando a uma alavancagem do crescimento econômico. A liberalização financeira surge em contra ponto à repressão do setor financeiro que impacta negativamente o crescimento. O processo de abertura externa passava a ideia de que seria um instrumento básico e eficaz para impulsionar o crescimento econômico.

Para Damasceno (2005), do ponto de vista teórico, a defesa de um desenho institucional para as economias domésticas, que permitia a livre circulação de capital entre as fronteiras, é fundamentada por modelos teóricos que sublinham um conjunto de canais através dos quais a liberalização da conta de capital levaria à melhoria na eficiência da alocação de recursos, estimulando o crescimento econômico de longo prazo dos países.

O argumento que justificava teoricamente o processo de liberalização financeira, é que por meio dele se esperava que a maior flexibilidade de preços, em particular nos mercados financeiros, assim, resultaria em ampliação da eficiência na alocação de recursos, garantindo aos países trajetórias de crescimento estável e equilibrado.

Entretanto, através de políticas econômicas independentes como definir arbitrariamente as taxas de juros abaixo de seu nível<sup>3</sup> podia acarretar em redução do crescimento econômico, haja vista que o montante dos

---

<sup>3</sup> Taxas de juros praticados pelo país para atrair capital.

recursos disponíveis seria menor afetando diretamente o nível de investimentos. E uma das consequências seria atingir a poupança, esta poderia ser reduzida devido a uma diminuição nos depósitos bancários fazendo com que a qualidade do investimento afetaria em virtude da modificação do comportamento dos agentes financeiros.

Pires (2004) considera que, baseado no modelo de Mundell-Fleming<sup>4</sup>, não há uma combinação factível para realizar políticas econômicas independentes no mundo real quando se tem a conjugação de três condições – a mobilidade de capital, o câmbio fixo e a autonomia. Portanto, durante o sistema de Bretton Woods, a opção encontrada foi a exclusão da mobilidade de capital combinada a um sistema de taxas de câmbio fixas, porém ajustáveis, com a autonomia de políticas econômicas.

Antes mesmo da liberalização financeira Meyrelles Filho *et al* (2009) citando (MOGGRIDGE, 1980) reforça que no contexto das discussões sobre a nova ordem financeira internacional que resultaram no arcabouço institucional acordado em Bretton Woods, devia dar atenção para a natureza especulativa dos mercados financeiros e para os possíveis perigos eminentes à liberalização financeira internacional.

O que tinha sentindo, pois, uma das consequências da liberalização financeira foi a euforia dos investidores resultando uma geral valorização especulativa dos preços dos ativos, extremamente alta taxas de juros reais, e uma mudança geral no agregado atividade econômica em direção a negociação financeira e longe das atividades industriais (GRABEL, 1995).

Após a liberalização financeira nos países desenvolvidos, deu-se a implementação deste processo nos países em desenvolvimento. Período em que as economias dos países em desenvolvimento, bem como a maioria das economias dos países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE programaram um amplo processo de liberalização financeira.

Nos países em desenvolvimento, após o processo de liberalização financeira, surgiram vários desafios para os formuladores de políticas. Dentre os desafios, destaca-se o excesso de liquidez no mercado de capital internacional durante os anos 1990, e as ligações entre volatilidade financeira e os fluxos de capital de curto prazo. Além disso, os problemas associados com o risco moral, a fragilidade financeira em intermediários<sup>5</sup>, os balanços das empresas, bolhas de preços de ativos, booms de consumo e sobrevalorização da taxa de câmbio real estavam intimamente ligado ao ciclo de expansão e recessão em fluxos de capital (DAVID, 2007).

Pois, de acordo com a legislação do setor externo de cada país, tem-se uma conversibilidade menor ou mais ampla de uma moeda local, o que

<sup>4</sup> O modelo Mundell-Fleming agrega as condições de equilíbrio simultâneo no mercado de bens (IS), no mercado monetário (LM) e, no balanço de pagamento (BP).

<sup>5</sup> Intermediários financeiros são as empresas prestadoras dos serviços que permitem aos investidores atuar nos mercados de capital.

refletiu na determinação dos movimentos dos fluxos internacionais para cada país. O que levou a década de 1990 a ser marcada pela intensificação dos movimentos de capital internacional decorrente da configuração de um processo de maior integração financeira e de desregulamentação nas diversas economias.

Com a implementação da liberalização financeira, houve uma transformação dos sistemas financeiros levando a introduzir novos princípios das finanças de mercado, inclusive mudanças institucionais nos países em desenvolvimento. Nesta nova realidade financeira, surgiram novos instrumentos nos mercados financeiros, e instituições financeiras internacionais que tinham por objetivo a harmonização e melhoria das relações financeiras internacionais. E não somente isto, no novo cenário, as empresas multinacionais aprofundaram sua conduta global, maximizando a divisão de trabalho e de exploração das oportunidades no conjunto dos mercados (MANTEGA, 1998).

Cabe dizer que antes do estabelecimento de liberalização financeira e da desregulamentação do setor financeiro, não havia competitividade entre os bancos e as empresas de serviços. Os Bancos e Instituições Financeiras estavam sempre à frente das regulamentações, com isto tiravam proveitos e obtinham rendas oligopolistas. Porém, com a implementação da liberalização financeira ligada com a inovação financeira trouxe mais agentes e em virtude das mudanças, os bancos e instituições financeiras tiveram que enfrentar uma nova concorrência: a da finança de mercado. Portanto, as empresas já não eram mais obrigadas a ser financiadas por empréstimos de bancos ou usar o fluxo de caixa próprio, estas podiam começar a emissão de títulos para obter financiamento, sendo assim, as empresas tinham uma maior facilidade de acesso aos mercados de capital e ao dinheiro (BAILLY, 2000).

Segundo Damasceno (2005), nas últimas três décadas (século passado), de modo geral, as economias nacionais moveram-se em direção a uma maior permissividade quanto à liberdade para a circulação de capital entre as fronteiras nacionais. O que levou a debates econômicos controversos em relação de como é inserido e operado a implementação da liberalização financeira nas economias no mundo, com mais relevância no tratamento dispensado aos fluxos financeiros internacionais.

E com a elevação do fluxo de capital nos anos 1990 e a ocorrência de crises de caráter financeiro em escala mundial despertaram o interesse para várias investigações teórico-empíricas sobre o grau de exposição dos países e os efeitos dessa maior integração global (LAAN 2007).

No entanto, os países em desenvolvimento continuaram a se mover na direção de novas liberalizações financeiras, pois, mesmo havendo em alguns estudos, evidências de que países em desenvolvimento ganham com a globalização financeira, eles devem proceder com cautela em uma incremental e forma sequenciada.

## **Liberalização financeira – conta de capital e algumas evidências**

O processo de liberalização financeira também chamado de integração financeira engloba três setores: mercado financeiro, o setor financeiro doméstico e a “conta de capital”, tornando-se um sistema financeiro maior.

Dos três setores envolvidos, a ideia da liberalização da conta de capital é que ela seria capaz de disciplinar a condução da política monetária para a busca da estabilidade de preços e assim ajudar países de baixa renda expandir o investimento e, conseqüentemente gerar maiores taxas de crescimento econômico.

A liberalização da conta de capital pode-se definir como a liberdade em converter ativos financeiros locais em ativos financeiros estrangeiros e, vice-versa, a uma determinada taxa de câmbio de mercado. Ou seja, é a possibilidade de mudança de direito de posse de ativos e passivos financeiros domésticos/estrangeiros (SCHNEIDER, 2000). Também pode ser compreendida como a conversibilidade ou abertura da conta de capital do balanço de pagamentos, pois a moeda nacional passa a ser livremente conversível em moedas de outros países. Assim, recursos podem ser enviados e recebidos do exterior, sem quaisquer restrições, pela via financeira da conta de capital (GRABEL, 2003).

Segundo Mendonça (2006) a liberalização da conta de capital deve ser entendida como uma sinalização para os agentes econômicos de como a política monetária é inserida e como será conduzida no futuro. Em específico, é esperado que os agentes econômicos interpretassem a liberalização da conta de capital como um sinal do comprometimento do Banco Central na condução da política monetária para o combate à inflação.

Para Tófoli (2008) baseado em (FISCHER, 2003; OBSTFELD, 1998; ROGOFF, 1999; SUMMERS, 2000) existem duas visões com relação à abertura da conta de capital como uma escolha política para as economias emergentes: a primeira tem o enfoque no modelo de crescimento neoclássico, sendo a ideia de que com a liberalização da conta de capital facilita uma alocação internacional mais eficiente de recursos e com isto obter um impacto positivo sobre a trajetória de crescimento da economia do país em desenvolvimento sendo este carente de capital.

A segunda visão é da eficiência alocativa, isto é, com a liberalização os recursos que fluem dos países desenvolvidos para os países em desenvolvimento, em que o capital é escasso e seu retorno é elevado, leva a um aumento temporário no investimento e no crescimento, gerando apenas fluxos de capital especulativos.

O mesmo autor baseando em (BHAGWHATI, 1998; RODRIK, 1998; STIGLITZ, 2000) diz que a segunda visão, somente é válida apenas na ausência de outras distorções nas economias, além das barreiras à livre mobilidade do capital. Como existem várias outras distorções nos mercados emergentes, segundo esta visão, as liberalizações geram apenas fluxos

de capital especulativos que não têm nenhum efeito sobre investimento, produto ou qualquer outra variável real.

A forma de inserção e operação das economias no mundo globalizado é um tema controverso recorrente no debate econômico contemporâneo, sobretudo no tratamento dispensado aos fluxos financeiros internacionais. E de acordo com a conversibilidade (menor ou mais ampla) de uma moeda local, pode refletir na determinação dos movimentos dos fluxos internacionais para as nações (LAAN, 2007).

Movimento que pode ser benéfico para um país por elevar os níveis de investimento e de renda, mas, simultaneamente, impõe desafios à política macroeconômica relacionada, por exemplo, a apreciação da moeda em regime de câmbio flutuante, e a inflação (LAAN, 2007). No entanto, segundo Mendonça (2004) a liberalização da conta de capital é capaz de dar um combate efetivo à inflação no curto prazo, mas há o risco de haver custos sociais elevados devido ao aumento na volatilidade da atividade econômica real.

Mishkin (2009) comenta que sem a globalização financeira, os países em desenvolvimento não são capazes de realizar seu potencial, e sua pobreza pode continuar a gerar ainda mais instabilidade e falhas nas relações políticas com outras nações. A argumentação do autor também passa pela evidência de que o desenvolvimento financeiro e crescimento econômico estão fortemente ligados, e que para isto acontecer é através de melhorias na locação de capital que produz maior produtividade total dos fatores do que através de um maior investimento. Para os países obterem sucesso, têm que desenvolver boas instituições financeiras permitindo que o sistema aloque capital de forma eficiente, e com isto a globalização financeira só irá ajudar promover o desenvolvimento institucional e se for conseguido promover mais concorrência nos mercados financeiros.

Governos de países em desenvolvimento promoveram, nas últimas décadas, reformas políticas no sentido de liberalizar a conta capital, buscando aumentar o montante de fluxos financeiros e, assim, os ganhos de eficiência. Entretanto, não é consenso que o processo de integração financeira internacional seja benéfico a todos os países, especialmente no que diz respeito aos países menos desenvolvidos. Enquanto alguns estudos aceitam como desejável a abertura financeira, com a restrição de que esta seja realizada de maneira lenta, outros questionam mesmo a validade dos fluxos de capital ilimitados já que estes poderiam facilitar e difundir eventuais crises (NADAL, 2009).

Em várias literaturas vê-se a importância dos aspectos benéficos da adoção de controles de capital para economias em desenvolvimento, nelas se busca uma forma de construção e manutenção de um ambiente macroeconômico estável permitindo a atração de poupança externa necessária para o financiamento interno, sobretudo do investimento produtivo (LAAN, 2007).

Na busca do crescimento econômico através da liberalização financeira levou alguns teóricos como Fischer (1998) e Summers (2000) a fazer trabalhos utilizando indicadores econômicos de vários países que utilizaram este sistema, e a partir dos resultados encontrados defendem a liberalização da conta de capital. Para os autores que defendem a liberalização financeira sob as previsões do modelo de crescimento neoclássico, este processo resulta na redução permanente no custo do capital e aumento temporário no investimento nos mercados emergentes.

Nadal (2009) ressalta que resultados de vários estudos são consideravelmente divergentes, refletindo, possivelmente, diferenças na quantidade e classificação dos países estudados, nos períodos de amostra, nas metodologias de estimação e nos índices de controle de capital empregados. A autora comenta que entre vários trabalhos que ofereceram suporte para a hipótese de que a liberalização da conta de capital promove crescimento são aqueles de Quinn (1997), Klein e Oliver (2000), Edwards (2001), Arteta et al (2001) e Bekaert et al (2001), e os trabalhos de maior impacto que refutaram a mesma hipótese são os de Rodrik (1998) e Kraay (1998).

Tófoli (2008) argumenta que mesmo não encontrando em trabalhos que buscam uma relação empírica entre abertura da conta de capital e crescimento econômico nos países emergentes, não se pode contestar a validade empírica das previsões do modelo neoclássico sobre os efeitos de crescimento da liberalização. Para este autor, os modelos testam se a política da conta de capital tem efeitos permanentes sobre as diferenças nas taxas de crescimento dos países, estimando regressões com dados puramente em *cross section*, e o mais agravante é que a teoria neoclássica não fornece base para a condução destes testes.

Devido a vários resultados divergentes de estudos em diversos países em relação a liberalização das conta de capital, deve-se dar uma atenção especial e uma revisão mais detalhada e cuidadosa da literatura, pois a conclusão de que a prova sobre os benefícios do crescimento da abertura da conta de capital é inconclusivo e carece de robustez. Os argumentos de que se deve olhar para os ganhos não em um maior acesso ao financiamento para investimentos domésticos, mas em benefícios indiretos que são difíceis de detectar com dados macroeconômicos (RODRIK, 2009).

Em muitos estudos realizados usando modelos pós-keynesianos mostraram que a liberalização financeira provoca aumento da taxa de juros real e deprime a taxa de crescimento. Prasad (2008) contribui dizendo que muitos trabalhos sugerem pouca conexão de entrada de capital estrangeiro com mais rápido crescimento econômico nos países que adotaram a liberalização. O autor argumenta: então, é abertura para os fluxos de capital irrelevante? O autor afirma que provavelmente “não”.

Segundo Rodrik (2009) as conclusões de Prasad, Rajan e Subramanian (2007) e Gourinchas e Jeanne (2007), jogam água fria sobre a relação entre o capital estrangeiro e crescimento econômico, estes autores mos-

tram que o capital estrangeiro tende a ir para países que experiência de crescimento da produtividade não é alta, mas baixa.

Mendonça (2008) através do seu trabalho confirma que em consonância com a falta de consenso verificada na literatura empírica, não corroboram a hipótese de que a liberalização financeira através da conta de capital necessariamente estimula o crescimento econômico. Pois, em cada nação há diferente dependência do grau de abertura das economias ao comércio internacional, desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, prática de políticas econômicas consideradas “sadias” pela literatura convencional e estabilidade macroeconômica.

Parece cada vez mais claro que os benefícios da globalização financeira são difíceis de encontrar. Esta globalização não gerou aumento de investimento ou de crescimento mais elevados em mercados emergentes, ao contrario, países que cresceram mais rapidamente têm sido aqueles que confiam menos nos fluxos de capital (RODRIK, 2009).

Obstfeld (2008) relata que há também evidências de que a sistemática de abertura financeira pouco melhorou o bem estar indiretamente através da promoção de reformas, garantia de instituições econômicas ou políticas. Da mesma forma, Laan (2007) citando (Prasad et al., 2003, World Bank, 2005, Stiglitz et al., 2006) comenta que a constatação predominante na literatura empírica é a de que a liberalização financeira não foi capaz de produzir trajetórias robustas e sustentáveis de crescimento como inicialmente se esperava e, ademais, parece estar associada à instabilidade macroeconômica e crises.

Para Bailly (2000) vários estudos demonstram que depois de um movimento de liberalização financeira em muitos países, o número de crises bancárias aumentou significativamente. Além das crises financeiras mais profundas e graves, essas crises tiveram um efeito direto e dramático, desestabilizando o comércio e os investimentos internacionais. Esta autora afirma que dois terços dos países membros do Fundo Monetário Internacional – FMI, já têm enfrentado crises bancárias que levaram a perdas significativas para a economia do país.

Após varias crises inclusive a do *subprime*<sup>6</sup>, os debates acerca dos benefícios da liberalização financeira e a desregulamentação dos mercados se acirraram sendo estes apontados por muitos autores como a principal responsável pela crise (SAMPAIO, 2009). Assim, grandes partes dos trabalhos acadêmicos centraram-se na análise do desempenho macroeconômico dos países em desenvolvimento e na eficácia, ou não, de controlar a movimentação do capital externo.

Prasad (2008) argumenta, mesmo em situações de economias aparentemente saudáveis e bem geridas há risco eminente de crises, e desta-

---

<sup>6</sup> Crise financeira desencadeada em 2006, a partir da quebra de instituições de crédito dos Estados Unidos, que concediam empréstimos hipotecários de alto risco, arrastando vários bancos para uma situação de insolvência e repercutindo fortemente sobre as bolsas de valores de todo o mundo.

ca a crise financeira do Leste Asiático de 1997-1998, quando os países da Coreia do Sul foram engolidos por saídas de capital maciças e volatilidade da moeda.

Para Grabel (2003) a crise financeira asiática causou um ataque furioso com o modelo neoliberal de recursos financeiros. Em resposta à crise e as críticas que se seguiram, economistas neoclássicos têm tido um enorme esforço para demonstrar que a crise foi resultado de corrupção, e mal concebida intervenção estatal, e não de qualquer fundamentais imperfeições no modelo neoliberal.

Economistas heterodoxos encontram na crise todas as provas da falência desse modelo, e que esta fez desencadear uma enxurrada de trabalhos heterodoxos que fundamentam essa afirmação (Chang, 1998; Crotty e Dymski, 1998; Crotty e Epstein, 1999; Grabel, 1999; Palma, 1998; Taylor, 1998; Wade, 1998). A crise reflete contradições fundamentais na política financeira neoliberal bem compreendida pela economia heterodoxa, particularmente pós-Teoria keynesiana (GRABEL, 1996).

Uma crise econômica é a reversão da situação econômica de um país. Suas consequências são múltiplas; há um aumento na taxa de desemprego, falências de companhias, declínio dos salários e do poder aquisitivo dos consumidores. Tudo isso contribui para instauração de um clima de tensão social muito forte (BAILLY, 2000).

Neste contexto, tornou-se evidente que a plena abertura da conta de capital pode ser associada ao aumento da volatilidade macroeconômica e as limitações em grau de liberdade para a política interna, o que levou certo número de países a (re)-adaptar regulamentos para conta de capital (DAVID, 2007).

O risco de um investimento é um grande problema para os investidores, estes buscam rentabilidade e principalmente segurança nos investimentos. E para alguns autores a desregulamentação total da conta de capital reduziria a percepção de risco por parte destes agentes econômicos, assim permitiria o envio de recursos para o exterior sem o risco de retenção dos mesmos pelo Banco Central levando dessa forma um aumento do investimento e uma aceleração do crescimento econômico (ONO, 2005).

Em se tratando dos desafios à política macroeconômica, Dua-sa (2006) citando (COOPER, 1999) ressalta há necessidade do uso de controles adequados sobre entradas e saídas de capital para fazer frente à volatilidade e imprevisibilidade de movimentos do capital de curto prazo, o que tem sido identificada como uma das principais causas das crises e ineficiências na alocação de recursos global.

Esta consciência, misturada com pressões políticas, encorajou muitos países a manter os controles na posição, mesmo diante das tendências para a liberalização generalizada dos anos de 1980 a 1990. Pois, o grau de liberalização da conta de capital deve ser aquele que minimize de forma simultânea a taxa de inflação e a volatilidade do produto (MENDONÇA, 2004).

## Trajatória da liberalização financeira no Brasil

No período de 1964 a 1985 o Brasil teve um crescimento econômico anual médio próximo a 6%, o que lhe permitiu criar uma base industrial sólida, e consequentemente, um endividamento. O resultado levou o país para crise dos países em desenvolvimento dos anos 80, obrigando o governo a realizar na década de 90 algumas reformas. Na pauta das reformas estava: a privatização de alguns serviços e de algumas empresas públicas; disciplina fiscal e uma política comercial mais aberta.

Antes da liberalização financeira feita no país, a regulamentação cambial do Brasil passou por várias fases. Na década de 80 havia o monopólio do câmbio pelo Banco Central, fortes desequilíbrios nas contas externas, sucessivas crises cambiais, controles cambiais rigorosos, mercado paralelo aquecido, motivação para prática de fraudes cambiais e início da dualidade no mercado de câmbio.

Com a implementação da liberalização financeira no início dos anos 80, veio o Plano Cruzado e a economia entra em uma crise cambial que acaba conduzindo à moratória no início de 1987. Devido a esse motivo, as autoridades monetárias instituíram a Resolução 1.289. O intuito era atrair fluxos externos via pessoas físicas, jurídicos e fundos de investimentos constituídos no exterior, de modo abrandar o problema de escassez de reservas internacionais (D'ALMEIDA, 1999).

Para Bresser-Pereira (2002), a estabilidade monetária alcançada pelo governo Fernando Henrique Cardoso foi a base para sustentar a nova fase de desenvolvimento brasileiro. A partir da implementação do plano Real implicou mudança no regime de política econômica. Após a abertura da economia, o plano teve várias etapas, dentre elas, a estabilização dos preços através da neutralização da inércia e de uma âncora cambial somada a juros elevados, pois, a prioridade era a estabilização de preços. Outra etapa consistiu em abandonar o câmbio rígido e efetuado significativo ajuste fiscal. Com isso liberou-se a política monetária (taxa de juros) para objetivos internos, e o câmbio flutuante poderia equilibrar o setor externo.

Surge então em 1994 através de uma medida provisória o Plano Real, plano que tinha como objetivo a estabilização econômica, e no plano, foi instituída a Unidade Real de Valor – URV, estabelecendo regras de conversão e uso de valores monetários, iniciando a desindexação da economia, e posteriormente o lançamento de uma nova moeda, o Real. Moeda que inicialmente tinha paridade ancorada no dólar, o que favoreceu a abertura financeira e privatizações de vários setores e alívio nas restrições e facilidades para investidores estrangeiros.

Este plano favoreceu a eliminação gradual das normas que restringiam a movimentação de capital. Também teve efeito imediato sobre as contas externas do país, de um saldo negativo para positivo.

Através do plano Real, novos rumos foram dados e após quase uma década de escassez de fluxos de capital para o Brasil, de 1983 a 1991, o país é reintegrado aos fluxos internacionais de capital dando início ao processo de liberalização de sua conta de capital. Acompanhando a tendência com um processo notório de liberalização financeira, o país criou num primeiro momento, condições favoráveis aos influxos de capital internacionais, complementado posteriormente, pela desregulamentação mais acentuada dos fluxos de residentes a partir do ano 2000, no intuito da aceleração do crescimento econômico e da criação de uma maior estabilidade macroeconômica.

Segundo Franco (2003) foi improdutivo os esforços de consolidação da legislação em vigor que chegaram a ser iniciados em 1996, com vistas ao desenho de uma quarta lei monetária do Plano Real dispondo sobre o relacionamento entre moeda nacional e estrangeira.

Em 1995, o governo aumentou algumas alíquotas de importação devido aos imensos déficits comerciais incorridos no final do ano anterior e ao mesmo tempo foram reduzidas as alíquotas de diversos insumos.

Ao final da década de 90 veio uma onda de especulação e uma desvalorização da moeda o que não conseguiu deter a queda, colocando em pânico os mercados bolsistas. Com o aumento da mobilidade de capital tornou-se crescente a adoção de regimes cambiais intermediários por diversos países. Independente da opção utilizada para o regime de câmbio não é possível desprezar a mobilidade de capital em um mundo globalizado. A mobilidade de capital tem o efeito de reduzir a autonomia das políticas econômicas domésticas. Este resultado foi classificado por Dornbusch (1998) como o primeiro corolário da mobilidade de capital (MENDONÇA, 2004).

Nesse período o Brasil faz uso do câmbio flutuante. A justificativa para esse comportamento se deu ao fato de que tal estrutura não criava os desalinhamentos excessivos de um regime de câmbio flutuante e permitia alguma independência para a realização de políticas econômicas.

Para Bresser-Pereira (2002) com a nova liberdade conseguida com a flutuação do câmbio para desenvolver uma política monetária voltada para a redução da taxa de juros e com a depreciação do real, a taxa de juros deveria ter caído, mas tal previsão, não aconteceu. Nesse regime, o equilíbrio fiscal (intertemporal) é fundamental para manter a estabilidade macroeconômica, ou seja, manter a taxa de inflação baixa e conter a expectativa de desvalorização cambial. Vale ressaltar que, para se obter equilíbrio fiscal é necessário que haja superávit primário e a manutenção da dívida pública em nível sustentável e sob controle.

Controles de capital representam uma estratégia que cria restrições à liberdade dos agentes em converter seus ativos a uma determinada taxa de câmbio. Esta estratégia pode ser uma alternativa importante para a manutenção da estabilidade macroeconômica em uma situação de fuga de capital ou em uma situação de influxo excessivo de capital na economia (PIRES, 2004).

Há o risco cambial e este se refere à possibilidade de que a moeda de um país pode experimentar um precipitado declínio no valor. Este risco é um atributo de qualquer tipo de regime cambial, desde que o governo mantenha plena convertibilidade da moeda. Que as taxas de câmbio flutuante apresentam risco cambial é bastante óbvio, mas, como enfatizou Friedman em 1953, e como eventos na Ásia ressaltaram, atrelar uma moeda não elimina o risco cambial (GRABEL, 2003).

No Brasil a liberalização total do sistema financeiro ocorreu em 1998, durante as crises financeiras da Ásia e Russa. No final dos anos 90 o governo brasileiro teve que pedir ajuda as instituições financeiras, sendo o Fundo Monetário Internacional – FMI prestando assistência sob reserva de reformas estruturais drásticas. O país se apresenta em crise, um crescimento lento e a inflação foi considerada um dos problemas mais nocivos. Neste período o saldo da balança comercial ficou em um patamar deficitário, a dívida externa em um nível muito alto e houve fuga de capital estrangeiros. Os investidores optaram por não investir capital neste mercado muito arriscado e volátil.

Vale destacar que, embora a flutuação cambial permita maior poder de discricção às autoridades monetárias, não deve ser desprezado o custo referente ao possível distanciamento da taxa de câmbio em relação à sua taxa de equilíbrio, ou seja, a taxa de câmbio consistente com a estabilidade de preços e com o equilíbrio do balanço de pagamentos (PIRES, 2004).

A probabilidade de que os detentores de ativos financeiros líquidos vão vender as suas participações em massa em face da dificuldade percebida, é considerada como risco de fuga. Esta situação se torna mais grave quando os governos não restringem o influxo de capital líquido e dos fluxos de capital de curto prazo que estão sujeitos a rápida reversão. A fuga cria uma profecia autorrealizável, esvazia os valores de ativos e garantias de empréstimo, induz a angústia econômica e eleva o ambiente de risco. O risco de fuga pode interagir com o risco cambial e assim tornar a economia vulnerável, e gerar uma crise financeira. Uma saída inicial da moeda é, portanto, susceptível de desencadear um pânico que aprofunda as preocupações dos investidores sobre adequação de reserva (GRABEL, 2003).

Posteriormente, no fim dos anos 90 ocorreu o fim do monopólio do câmbio pelo Banco Central do Brasil – BCB, criação de mercado de câmbio de taxas livres, continuidade dos controles cambiais, aperfeiçoamento de algumas regras cambiais, coexistência de dois mercados oficiais de câmbio, implantação do regime de câmbio flutuante.

No início de 2001 o valor nominal da moeda continuava praticamente igual ao que prevalecia no início de 1999 (D'ALMEIDA, 2006).

Nos meados de 2002, atingido por temores de que a crise econômica da Argentina se espalhava por todos os países da América do Sul, o Fundo Monetário Internacional – FMI lançou uma proposta para “salvar” o país. Juntamente com esta proposta o FMI forçou o país a fazer uma reorgani-

zação e reformas de maneira estrutural, onde se teria que limitar os gastos do governo para evitar a inflação e os déficits, aumentar as taxas de juros para atrair investidores estrangeiros, aumentar o número de contribuintes fiscais e taxas, promover a desvalorização cambial com a finalidade de impulsionar as exportações, redução de tarifas, promover a criação individual e deixar o mercado trabalhar sobre as regras de concorrência.

A moeda passou por um processo de depreciação frente ao dólar, sem implicar o choque cambial, mas suficiente para contribuir para uma nova redução do déficit em transações correntes, desta vez ainda maior do que após a adoção do cambio flutuante (D'ALMEIDA, 2006).

Em 2002, Bresser-Pereira previa que devido às sucessivas crises financeiras, a presente recessão global e a redução do fluxo de capital para países em desenvolvimento, no mínimo, seriam muito instáveis nos próximos anos. No âmbito interno, o elevado endividamento externo chegava ao seu limite e já estava impondo uma séria restrição externa à economia brasileira.

Risco de contágio se refere à ameaça que um país vai ser vítima de financeiras e instabilidade macroeconômicas que se origina em outro lugar. Enquanto a abertura financeira é portador de risco de contágio, sua gravidade depende da extensão da fuga e do risco de fragilidade que caracteriza a economia. E não menos do que isto, há o risco de fragilidade, o que se refere à vulnerabilidade dos mutuários privados e públicos, gera uma economia de choques internos ou externos o que compromete a capacidade do país de cumprir as obrigações atuais. Países podem reduzir os riscos, gerindo o grau de abertura financeira e reduzindo a vulnerabilidade da moeda (GRABEL, 2003).

A partir de 2005 o Conselho Monetário Nacional – CMN adotou uma série de medidas liberalizantes direcionando o país na conversibilidade plena da conta de capital. Dentre as várias medidas, tem a unificação dos mercados cambiais (o livre e o flutuante), implantação de nova filosofia cambial, liberdade cambial, foram observados os princípios da legalidade, fundamentação econômica e respaldo documental, a extinção das contas CC-5 das instituições financeiras, aumento de prazo para cobertura cambial, faculdade prevista em lei para o CMN definir regras para cobertura cambial das exportações brasileiras, fim das multas nas operações de importação, fim dos controles cambiais focados na “moeda estrangeira”, intensificação do processo do uso do Real em transações externas.

## **Evidências empíricas após a liberalização da conta de capital no Brasil**

Nos últimos anos tem havido muitos estudos e debates sobre os resultados da liberalização da conta de capital, e o quanto que esta medida tem restringido a política econômica. Este trabalho apresenta através de

referências bibliográficas alguns argumentos e evidências para o Brasil.

Iniciando com o trabalho de Veríssimo (2004) em que verificou do período de 1995 a 2002 sobre os fluxos de capital para o Brasil, estes apresentaram durante os anos 90 uma significativa mudança de comportamento, quando na primeira metade da década, os fluxos de portfólio representaram a principal fonte de ingresso de capital para o Brasil, ao passo que, a partir da segunda metade da década, tais fluxos perderam importância relativa aos fluxos para investimento direto estrangeiro.

Laan (2007) citando Ferrari Filho *et al* (2005), diz que a liberalização financeira tem sido frequentemente associada à maior instabilidade, pelo fato de os fluxos de capital serem fortemente pró-cíclicos. Essa característica exacerba as flutuações econômicas, quando não as causa, ao mesmo tempo em que expõe os países às vicissitudes associadas a mudanças nas circunstâncias econômicas externas a cada economia.

Em relação aos fluxos de capital de portfólio e as variáveis paridade descoberta da taxa de juros, risco-país e legislação de capital, Veríssimo (2004) relata que os resultados obtidos do seu trabalho através da análise empírica, confirmam a hipótese de pouca relevância da utilização de uma legislação mais liberalizante em explicar os fluxos de portfólio no período 1995-2002, uma vez que as alterações em tal legislação não resultaram na maior atração de capital de portfólio para o Brasil. E os choques externos e o enxugamento de liquidez no cenário internacional podem explicar o resultado de que o volume de investimento estrangeiro em portfólio pareceu não reagir às mudanças da legislação.

Para o período de 1995 a 2005, Laan (2007) constatou que a ampliação do grau de conversibilidade da conta capital do país no período estudado, constituiu uma evidência de geração de benefícios para o crescimento econômico e a redução de volatilidade macroeconômica, e inclusive, a indicar uma relação robusta do aumento dos fluxos financeiros com a maior oscilação da taxa de câmbio. O estudo desse autor, verificou que a experiência brasileira na liberalização financeira, pareceu estar vinculada a um aumento na taxa de juros, e não à sua redução.

Este mesmo autor comenta que os resultados apresentados em seu trabalho vão ao encontro da tendência predominante na literatura, em que não se consegue estabelecer uma relação causal positiva e robusta entre a liberalização financeira e o crescimento econômico, realçando o comentário que a globalização financeira tem pouca vinculação com o crescimento.

No ano de 2002 Bresser-Pereira fez considerações a respeito dos acontecidos econômicos da época e de que o país não poderá mais postergar ajustes. Bresser afirmava, caso não tenha novas medidas econômicas, em poucos anos o crescimento explosivo da dívida externa conduzirá a dramáticas reduções no consumo e investimento, por este motivo não há alternativa senão estancar o seu crescimento (relativo ao PIB) mediante a redução no déficit de transações correntes, o qual será efetivada com a

implantação de uma política ativa de exportações e substituição de importações competitivas. Dessa forma, numa fase inicial de transição, o aumento das exportações e a substituição das importações serão os motores do crescimento.

Em relação às medidas adotadas pelo CMN em 2005, estas possibilitaram cobertura cambial das exportações brasileiras, que resultou na possibilidade de manutenção no exterior de 100% da receita de exportação e várias operações em moeda nacional: faculdade para emissão de Registro de Exportação em reais, débitos e créditos em conta mantida em reais por não residentes; ordens de pagamentos em reais oriundos do exterior; lançamentos de títulos e empréstimos no exterior referenciados em reais; faculdade para os bancos brasileiros comprarem e venderem moeda estrangeira com entrega/recebimento do contravalor em espécie.

Laan (2011) ressalta, mesmo que a desregulamentação da conta capital tenha sido implementada com o intuito de alavancar fluxos de capital, na verdade não foi uma condição para a integração financeira. O autor considera que as variações no nível de controles de capital nos mercados emergentes são aparentemente irrelevantes para determinar os fluxos de capital. E citando Faria *et al* (2009) os fluxos financeiros responderam positivamente ao nível de atividade, independente do nível de regulação financeira, alinhando-se ao entendimento para os quais os fluxos respondem predominantemente a fatores outros e não apenas à desregulação da conta de capital.

Mendonça (2006) através do seu trabalho relata que as evidências empíricas encontradas para o caso brasileiro mostram que os possíveis benefícios para o controle da inflação não se apresentaram efetivos. A adoção de controles de capital está associada a uma atenuação da pressão inflacionária. Em relação ao regime cambial, as evidências apontam para uma relação permanente entre controles de capital e redução da inflação durante o período em que o câmbio permaneceu flutuante.

Para D'Almeida (2006) a liberalização da conta de capital tem implicado a precarização do financiamento do balanço de pagamentos brasileiro, não somente pela forma como ele tem sido financiado, mas, também, pela ausência de controle dos fluxos de capital.

Sicsu (2002) comenta que o regime de flutuação cambial no Brasil, nessa época, foi caracterizado por dar à taxa de câmbio uma trajetória extremamente volátil com tendência ascendente. Desta forma, este regime impôs uma restrição à política fiscal. Quando há incerteza em relação ao câmbio, os agentes financeiros reagem se dolarizando, no caso brasileiro, o Banco Central, para conter a fuga de capital, responde com a elevação da taxa de juros elevando o estoque da dívida que é indexada, em sua grande parte, à taxa Selic.

Em relação à política fiscal, Pires (2006) comenta que a liberalização da conta de capital devido à volatilidade cambial com tendência crescente

causou uma ação preventiva-conservadora da autoridade fiscal brasileira. Mesmo facilitando o financiamento do déficit, a liberalização da conta de capital gerou uma externalidade, longos distanciamentos da taxa de câmbio em relação ao seu valor de equilíbrio com seus efeitos negativos sobre a inflação, expectativas e crescimento econômico o que acabou por restringir a atuação da política fiscal brasileira no período recente. Entretanto, um resultado interessante é que o regime de flutuação cambial tem sido um fator responsável pela recente restrição imposta pelos mercados financeiros à política fiscal.

Sampaio (2009) relata em seu trabalho, estudos feitos envolvendo diferentes países e períodos e os relacionados ao Brasil, não apresentam evidências seguras acerca dos benéficos e maléficos da liberalização financeira. O autor comenta, as conclusões dos estudos analisados mostram uma não afirmação em que a liberalização financeira trouxe mais benefícios que prejuízos ao Brasil, uma vez que os trabalhos analisados forneceram mais evidências indicando efeitos perversos que benefícios desse processo.

## Considerações finais

Esta revisão bibliográfica sobre a liberalização financeira em particular na conta de capital no Brasil, verificou que esta medida econômica foi precedida de uma crise financeira, e durante e após a instalação dessa medida gerou custos sociais elevados devido ao aumento na volatilidade da atividade econômica real, e não se mostrou capaz de combater a inflação.

A literatura pesquisada mostrou fortes evidências que a estratégia de liberalização da conta de capital e flutuação cambial não apresentaram relação entre crescimento econômico e desenvolvimento no Brasil. Além do país apresentar um fraco desempenho macroeconômico, ou seja, um *trade-off* entre estabilidade e crescimento não ter sido estabelecido, embora os críticos de controles financeiros, muitas vezes implicitamente assumem que houve.

A tarefa diante de decisores políticos é determinar medidas que minimizem os riscos para a que a economia não seja mais vulnerável. Muito obvio, mas importante dizer é que o fortalecimento da regulamentação de forma cautelosa pode amenizar os riscos e contribuir para um processo mais ordenado e estável de atrair investimentos de portfólio de outros países.

Entende-se que o Brasil não deve se fechar ao fluxo de capital, mas uma continuada discussão em torno de princípios regulamentadores, de forma a evitar as enormes brechas que produziram turbulências.

Deve-se buscar um nível de abertura que permita reduzir os custos da abertura financeira, pois os investidores estrangeiros buscam estabilidade e previsibilidade, assim os países com bom funcionamento dos controles financeiros podem ter uma vantagem comparativa na atração de influxos de capital e com a entrada destes possa permitir que os benefícios realmente apareçam.

Finalmente, é importante sempre pesar os custos reais de instabilidade e de crise contra os custos potenciais de crescimento mais lento e sustentável.

## Referências

- BAILLY, Marie-Charlotte. **A liberalização financeira nos mercados emergentes e o papel regulador das instituições internacionais de regulação**. Dissertação (Mestrado em Economia) – IBMEC. Rio de Janeiro, 2010.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; NAKANO, Yoshiaki. Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade. **Revista de Economia Política**, vol. 22, nº 3 (87), julho-setembro/2002.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de; KREGEL, Jan Allen. Quem controla o sistema financeiro? **Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas IBASE**. Rio de Janeiro, 2007.
- CHANG, H.-J. and I. Grabel, Cap. 9, **Reclaiming Development: An Alternative Economic Policy Manual**. London: Zed Books, 2004.
- DAMASCENO, Aderbal Oliveira. **Liberalização da conta de capital e crescimento econômico: evidências de dados em painel para a América latina**. ANPEC - XXXIII ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 2005.
- DAMASCENO, Aderbal Oliveira. Liberalização da conta de capital e crescimento econômico: evidências de dados em painel para a América latina. **Revista de Economia Política**, vol. 28, nº 4 (112), p. 595-611, outubro-dezembro/2008.
- DAVID, A. **Revisiting price-based controls on capital inflows in a sophisticated emerging market**, *World Development*, 2007, 35(8), pp. 1329-40. 2007.
- D'ALMEIDA, Alexandre Rodrigues. **O plano real e a armadilha macroeconômica**. Dissertação (Mestrado em Economia) – Universidade Federal de Uberlândia – UFU. Uberlândia, MG. 1999.
- D'ALMEIDA, Alexandre Rodrigues. **Globalização financeira, inserção externa e risco-Brasil**. Tese (Doutorado em Economia) – UFV. Viçosa, 2006.
- DUASA, Jarita. MOSLEY, Paul. Capital controls re-examined: The case for smart controls. **The World Economy**, 2006, pp. 1203-1226. 2006.
- EPSTEIN, Gerald; GRABEL, Ilene. **Financial Policies for Pro-Poor Growth**. Prepared for the United Nations Development Programme (UNDP), International Poverty Centre, Global Training Programme on Economic Policies for Growth, Employment and Poverty Reduction, 2006.
- ESWAR, S. Prasad; Raghuram G. Rajan. A pragmatic approach to capital account liberalization. **Journal of Economic Perspectives**, v. 22, Number 3, p. 149–172. 2008.
- FRANCO, Gustavo H. B.; PINHO NETO, Demosthenes M. **A desregulamentação da conta de capital: limitações macroeconômicas e regulatórias**. Seminário “Aprimorando o mercado de câmbio brasileiro”. Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM & F), São Paulo, 4 de dezembro de 2003.

GRABEL, I., **Marketing the Third World: The Contradictions of Portfolio Investment in the Global Economy**. World Development, 1996.

GRABEL, I. Averting Crisis? Assessing Measures to Manage Financial Integration in Emerging Economies. **Cambridge Journal of Economics**. 2003.

LAAN, Cesar Rodrigues Van der. **Liberalização da conta de capital: evolução e evidências para o caso brasileiro recente (1990-2005)**. Dissertação (Mestrado em Economia) – UFRGS. Rio de Janeiro. 2006.

LAAN, Cesar Rodrigues Van der; CUNHA, André Moreira; LÉLIS, Marcos Tadeu Caputi. **LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA E DESEMPENHO MACROECONÔMICO NO BRASIL ENTRE 1994 E 2006**. Anais do XXXV Encontro Nacional de Economia. Recife, 2007.

LAAN, Cesar Rodrigues Van der; CUNHA, André Moreira; LÉLIS, Marcos Tadeu Caputi. **Desregulamentação financeira externa no Brasil: reestimando o ICC e alguns impactos macroeconômicos em um modelo VEC (1995-2011)**. XXXIX Encontro Nacional de Economia – 2011. Foz do Iguaçu – PR. 2011.

MANTEGA, Guido. **Modelos de crescimento e a Teoria do desenvolvimento econômico**. EAESP/FGV/NPP - NÚCLEO DE PESQUISAS E PUBLICAÇÕES. RELATÓRIO DE PESQUISA N° 3/1998.

MENDONÇA, Helder Ferreira de; PIRES, Manoel Carlos de Castro. **Consequências da liberalização da conta de capital para a inflação brasileira: a experiência durante o regime de câmbio fixo**. XXXII ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA. João Pessoa. 2004.

MENDONÇA, Helder Ferreira de; PIRES, Manoel Carlos de Castro. **Liberalização da Conta de Capital e Inflação: A Experiência Brasileira no Período Pós-Real**. Est. econ., São Paulo, v. 36, n. 1, p. 149-179, JANEIRO-MARÇO 2006.

MEYRELLES FILHO, Sérgio F.; JUNIOR, Frederico Gonzaga Jayme; LIBÂNIO, Gilberto de Assis. Mobilidade de capital e crescimento econômico: elementos para uma síntese teórica. **Economia e Sociedade**. Campinas, v. 18, n. 3 (37), p. 439-467, dez. 2009.

MISHKIN, Frederic. **Why we shouldn't turn our backs on financial globalization**. IMF Staff Papers. 2009.

NADAL, Raquel; MARTINS, Raphael. **Efeitos de mudanças liberalizantes da conta de capital sobre o crescimento: uma abordagem de avaliação de políticas públicas**. XXXVII ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA. Foz do Iguaçu. 2009.

OBSTFELD, Maurice. **International finance and growth in developing countries: What have we learned?** Working paper, No. 34, World Bank/Commission on Growth and Development, 2008.

PIRES, Manoel Carlos de Castro. 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-ju-

nho/2006.

PRASAD, Eswar S.; RAJAN, Raghuram G. **Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization.** Journal of Economic Perspectives? Volume 22, Number 3, Summer 2008. p. 149-172. 2008.

RODRIG, Dani; ARVIND, Subram. **Why did financial globalization disappoint?** IMF Staff Papers, 2009, 56(1), pp. 112-38. 2009.

RODRIG, D. **Who Needs Capital Account Convertibility?** Disponível em: <<http://ksghome.harvard.edu/~drodrik/essay.PDF>>. Acesso em 9 jan.2012.

SAMPAIO, Adriano Vilela; CUNHA, Patrícia Helena Fernandes. **Liberalização financeira brasileira na década de 1990: Há uma conclusão possível?** II Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. 2009. SICSU, João. Rumos da liberalização financeira brasileira. **Rev. Econ. Polit.** [online]. vol.26, n.3, pp. 364-380. 2006.

SICSÚ, J. “Flutuação Cambial e Taxa de Juros no Brasil.” **Revista de Economia Política**, vol. 24, nº 3. Pág. 132-137.2002.

STIGLITZ, Joseph. **Capital market liberalization, economic growth, and instability, World Development.** 2000.

TÓFOLI, Paula Virgínia. **Abertura da conta de capital e crescimento econômico nos países emergentes: teorias, evidências empíricas e um estudo do caso brasileiro.** Dissertação (Mestrado em Economia) – UFRGS. Porto Alegre, 2008.

TÓFOLI, Paula Virgínia; HILLBRECHT, Ronald Otto; RIBEIRO, Eduardo Pontual. **Abertura da conta de capital e crescimento econômico: quais as evidências para o caso brasileiro?** XXXVI ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA. Salvador, 2008.

VERÍSSIMO, Michele Polline; BRITO, Marcio Holland de. **Liberalização da conta de capital e fluxos de portfólio para o Brasil no período recente.** ANPEC - XXXII ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA. 2004.