

# BRAZILIAN KEYNESIAN REVIEW

**Fighting austerity: Why after 80 years the General Theory is still relevant today**

Maria Cristina Marcuzzo

**Elementos pós-Keynesianos e Estruturalistas para a análise da vulnerabilidade externa Latino-Americana no contexto de finanças globalizadas**

Saulo Quadros Santiago e Adriana Moreira Amado

**Impacto de choques de política monetária sobre a oferta de crédito regional: Uma análise econométrica a partir da metodologia VAR para o Brasil nos anos 2000**

Leonardo Dondoni Dutra, Carmem Aparecida do Valle Feijó e Julio César Albuquerque Bastos

**Financeirização e governança corporativa: Um estudo sobre a estrutura de controle das empresas não-financeiras do Novo Mercado da BM&FBovespa**

Bernardo Pádua Jardim de Miranda, Marco Aurélio Crocco e Fabiana Borges dos Santos

## CURRENT ECONOMIC ISSUES

**An analysis of Brazil's economic situation: 2014-2017, the short-term outlook and policy alternatives**

André Nassif

**Macroeconomic flaws in the IMF's 'New' Institutional view: The case of Brazil**

Devin Thomas Rafferty

**Sobre fadas e confiança: Um ano de governo Macri**

Alexandre Jerônimo de Freitas e Marcelo Fernandes

**BRAZILIAN  
KEYNESIAN  
REVIEW**

A Brazilian Keynesian Review é um periódico científico criado e mantido pela Associação Keynesiana Brasileira (AKB).

The Brazilian Keynesian Review (BKR) is a scientific journal created and maintained by the Brazilian Keynesian Association (AKB).

**Editor**

Anderson Tadeu Marques Cavalcante

**Coeditores**

Fabício José Missio

Luiz Fernando Rodrigues de Paula

**Comitê Editorial**

Anderson Tadeu Marques Cavalcante

André de Melo Modenesi

Fábio Henrique Terra

Fabício José Missio

Gilberto Tadeu Lima

Giuliano Contento de Oliveira

Igor Rocha

Lauro Mattei

Luiz Fernando Rodrigues de Paula

Marco Flávio da Cunha Resende

Brazilian **Keynesian** Review - [www.akb.org.br/revista](http://www.akb.org.br/revista)  
Associação **Keynesiana** Brasileira - [www.akb.org.br](http://www.akb.org.br)



## **EXPEDIENTE**

A Brazilian Keynesian Review (BKR) é um periódico científico criado e mantido pela Associação Keynesiana Brasileira (AKB) e tem como objetivo publicar e divulgar estudos inéditos, teóricos e aplicados, sobre Economia Keynesiana e áreas afins. Os artigos devem ser submetidos à apreciação da revista por iniciativa de seus autores ou a convite do Editor. As deliberações editoriais serão pautadas exclusivamente por critérios de excelência acadêmica, tendo por base pareceres emitidos por especialistas, isto é, os artigos submetidos seguem avaliação cega pelos pares e, uma vez aprovados, serão publicados segundo sua ordem de aprovação.

A BKR adota uma orientação editorial pluralista, abrindo-se às diferentes orientações de pesquisa, desde que as contribuições apresentem interface com a Economia Keynesiana, tais como as abordagens Institucionalista, Estruturalista ou Evolucionária. A BKR tem periodicidade semestral e acesso irrestrito, sendo online. Os trabalhos são publicados em português ou em inglês. A revista está estruturada em três partes. A primeira contém artigos acadêmicos na forma tradicional. A segunda parte contempla artigos mais curtos que tratam da conjuntura econômica brasileira ou mundial. Por fim, a partir desse número, a BKR também passa a incorporar uma seção com resenhas de livros recentemente publicados.

O Corpo Editorial da revista é composto por um Editor, dois Coeditores, um Comitê Editorial e um Conselho Editorial. O Comitê Editorial é presidido pelo Editor e composto pelos Coeditores e por outros seis membros, a saber, Fábio Henrique Terra; Fabrício José Missio (coeditor); Gilberto Tadeu Lima; Giuliano Contento de Oliveira; Igor Rocha; Lauro Mattei, Luiz Fernando Rodrigues de Paula e Marco Flávio da Cunha Resende (coeditor).

O Conselho Editorial é composto por até 30 (trinta) membros indicados pela Diretoria da AKB entre professores e pesquisadores brasileiros ou estrangeiros de reconhecida qualificação científica.

### **Associação Keynesiana Brasileira**

**Presidente:** Nelson Marconi

**Vice-Presidente:** Eliane Araújo

#### **Diretores:**

André Cunha

André Nassif

Fábio Terra

Giuliano Contento

Ricardo Araújo

Associação Keynesiana Brasileira - [www.akb.org.br](http://www.akb.org.br) Brazilian Keynesian Review - [www.akb.org.br/revista](http://www.akb.org.br/revista)



## EDITORIAL

A editoria da Brazilian Keynesian Review (BKR) tem a satisfação de comunicar que o Número 1 do seu Volume 3 se encontra disponível na página eletrônica da revista. A BKR é uma iniciativa da Associação Keynesiana Brasileira (AKB) e tem como objetivo publicar e divulgar estudos inéditos, teóricos e aplicados, sobre Economia Keynesiana e áreas afins. A revista adota uma orientação editorial pluralista, abrindo-se às diferentes orientações de pesquisa, desde que as contribuições apresentem interface com a Economia Keynesiana, tais como as abordagens Institucionalista, Estruturalista ou Evolucionária. A BKR tem periodicidade semestral e acesso irrestrito online. Os trabalhos são publicados em português ou em inglês. A revista está estruturada em duas partes. A primeira contém artigos acadêmicos na forma tradicional. A segunda parte contempla artigos curtos que tratam da conjuntura econômica brasileira ou mundial.

A seção de artigos acadêmicos tradicionais deste número é composta por quatro trabalhos. No primeiro artigo, Maria Cristina Marcuzzo em ***Fighting Austerity: Why After 80 Years the General Theory is Still Relevant Today*** oferece uma discussão contemporânea sobre o papel da política fiscal a partir das contribuições de Keynes. Em sua base, a *Teoria Geral* é uma obra que tinha o propósito de revolucionar a forma de pensar a economia, abandonando a ideia de um sistema econômico regido por forças naturais as quais economistas podem descobrir e ordenar em padrões claros de causas e efeitos. Alternativamente, a compreensão do sistema econômico, uma vez que não há forças que harmonizam os interesses individuais, deve partir do entendimento dos motivos e expectativas dos agentes e como esses fatores afetam decisões tomadas em um ambiente de incerteza. A abordagem de Keynes, para Marcuzzo, é em certo sentido revolucionária, pois se contrapõe às simplificações extremas, típicas da abordagem teórica adotada no pós 2ª Guerra Mundial. Esta última almejava capturar fundamentos de um sistema econômico que permitisse verificações empíricas das variáveis, oferecendo previsões supostamente mais apuradas e, assim, providenciasse meios para formalizar instrumentos de política econômica, em uma clara tentativa de melhorar o aspecto científico da Economia ao aproximá-la das Ciências Físicas. Dado os inúmeros fracassos de tal abordagem em termos de previsão e política, esse tipo de concepção de Ciência Econômica não se provou confiável, sendo a crise financeira e econômica mundial e as políticas adotadas para remediá-la os exemplos mais recentes. Alega-se que seus principais modelos incorporam estimativas de fatos econômicos. Mas pode-se afirmar que tais modelos, de certa forma, invertem tal lógica: são os fatos que passam a ser altamente dependentes da escolha de modelos e da metodologia empregada, subvertendo não só seus resultados mas também as políticas derivadas de tais. Para Marcuzzo, tal inversão fica clara no tratamento do multiplicador de renda e uso da hipótese de previsão perfeita, exemplos tratados em seu artigo.

Entretanto, a questão primária apresentada pela autora é mais específica, relativa às decisões de intervenção do governo para corrigir forças de mercado. Keynes não dedica protagonismo aos preços como mecanismo de ajuste de oferta e demanda do sistema em direção ao pleno emprego, mas sim à demanda efetiva. Apenas com o apoio de um alto nível de demanda, em particular através de políticas com tal objetivo, o pleno emprego pode ser alcançado. Além disso Marcuzzo, mais uma vez, desmistifica a ideia de Keynes como um autor favorável a investimentos públicos indiscriminados financiados via endividamento. Na *Teoria Geral*, segundo a autora, fica claro que o governo controla os níveis de investimento através de ações diretas e indiretas, seja por órgãos públicos ou público-privados, sempre considerando os incentivos de mercado e favorecendo o clima de confiança dos empresários, o que não condiz com descontrole de endividamento. Keynes não era favorável a altos impostos para pagar benefícios sociais e pensões; era partidário da ideia do Estado como provedor de bens e

serviços ofertados à população, que deveriam ter garantias de qualidade e natureza redutora de desigualdades, subjugados à restrições orçamentárias existentes. A partir dessas ideias, a política fiscal deve ser, em primeiro lugar, redistributiva, corrigindo os desequilíbrios das forças de mercado; e, em segundo, deve funcionar como aceleradora de consumo através de gastos públicos que sustentem (dinamicamente) a demanda agregada. Esses tópicos se faziam presentes na época em que Keynes trazia suas contribuições à literatura e continuam presentes nos momentos atuais, em especial nas discussões sobre o papel do governo em construir uma sociedade melhor sob condições da atual e persistente recessão global.

No segundo artigo, ***Elementos Pós-Keynesianos e Estruturalistas para a Análise da Vulnerabilidade Externa Latino-Americana no Contexto de Finanças Globalizadas***, Saulo Quadros Santiago e Adriana Moreira Amado analisam a vulnerabilidade externa dos países periféricos latino-americanos no contexto da globalização financeira. Para tanto, os autores desenvolvem uma abordagem que integra elementos da teoria estruturalista, que considera as especificidades produtivas e tecnológicas, com os da teoria pós-keynesiana, que ressalta as especificidades monetárias e financeiras. Mais especificamente, a análise fornece os elementos principais da teoria pós-keynesiana da preferência pela liquidez, ressaltando a predominância do comportamento especulativo, em âmbito global, e os seus impactos sobre os juros, a taxa de câmbio e os preços dos ativos. Em seguida, com base na hipótese de fragilidade financeira de Minsky (1986) para economias abertas, enfatiza-se o processo de financiamento e consolidação do investimento. Posteriormente, analisa-se a concepção do sistema centro-periferia feita pelos estruturalistas e neoestruturalistas, associando-a aos elementos da teoria pós-keynesiana.

Uma das novidades do artigo é justamente levar em consideração elementos destacados pela teoria neoestruturalista, o que contribui para um entendimento mais amplo da volatilidade macroeconômica dos países periféricos da América Latina e permite avançar na discussão acerca da vulnerabilidade externa da região ao estado de ânimo dos investidores internacionais. Segundo os autores, não há de fato uma vinculação explícita entre a incerteza, o processo de escolha de ativos por parte dos agentes, nos moldes da teoria da preferência pela liquidez pós-keynesiana, e a volatilidade dos fluxos de capital entre as fronteiras dos países periféricos, daí o espaço para uma nova agenda de pesquisa.

Então, com base nesse referencial teórico keynesiano-estruturalista, os autores argumentam que os países da América Latina são mais vulneráveis a oscilações na preferência pela liquidez internacional do que os países centrais. A vulnerabilidade se dá devido ao baixo desenvolvimento dos seus sistemas nacionais de inovação, à concentração da sua pauta de exportações em bens primários, da sua pauta de importação concentrada em bens de capital e insumos processados, à baixa liquidez de suas moedas no cenário externo (ocupando, assim, uma posição inferior àquelas das economias centrais na hierarquia internacional), à sua inserção marginal nos fluxos internacional de capital e ao baixo desenvolvimento dos seus sistemas financeiros domésticos.

No terceiro artigo, intitulado ***Impacto de choques de política monetária sobre a oferta de crédito regional: uma análise econométrica a partir da metodologia VAR para o Brasil nos anos 2000***, a partir da hipótese de uma gestão diferenciada de ativos financeiros por parte dos bancos nas regiões, Leonardo Dondoni Dutra, Carmem Aparecida do Valle Feijó e Júlio Cesar Albuquerque Bastos investigam o impacto de choques de política monetária na oferta de crédito nas regiões brasileiras. Mais especificamente, o trabalho investiga se o comportamento regional diferenciado por parte das firmas bancárias pode interferir na oferta de crédito e em suas diferentes maturidades (diferentes prazos de concessão do crédito), considerando a preferência pela liquidez bancária e o nível de incerteza regionais, que são tomados como fatores que influenciam as provisões de operações de crédito,.

Conforme destacado pelos autores, dentro da literatura sobre desenvolvimento regional os efeitos de fatores monetários e financeiros, juntamente com condicionantes do lado real da economia, podem promover e perpetuar padrões de desenvolvimento regional desiguais. Nesse caso, os autores utilizam-se do referencial da teoria Pós keynesiana, em que os bancos desempenham papel crucial na determinação do nível de renda e emprego em economias monetárias sob a hipótese da não neutralidade da moeda no curto e longo período. Ao mesmo tempo, no âmbito da literatura sobre desenvolvimento regional, admite-se que a disponibilidade de crédito por região depende da preferência pela liquidez dos bancos, que consideram as especificidades de cada local ao decidir sua oferta de recursos. Ou seja, sob esta perspectiva teórica, a disponibilidade de crédito em diferentes regiões é resultado da preferência pela liquidez dos bancos a nível regional, cuja estratégia de gerenciamento de recursos é definida a nível nacional.

Nesse contexto, o trabalho contribui com a literatura ao apresentar um estudo empírico que utiliza as Estatísticas Bancárias Municipais fornecidas pelo Banco Central do Brasil para os anos 2000-2012. O método de estimação econométrico utilizado foi o de vetores auto-regressivos, considerando-se dados mensais para as séries. A estratégia empírica é seguida em duas etapas, sendo que inicialmente são considerados os efeitos da política monetária sobre variáveis de comportamento da firma bancária em cada região. As duas variáveis de comportamento são a preferência pela liquidez e as provisões para operações duvidosas como uma *proxy* para a incerteza. Na etapa seguinte, investiga-se o canal de transmissão de política monetária através da oferta de crédito (canal do crédito) a nível regional.

O estudo conclui que a política monetária causa impactos regionalmente diferenciados na oferta de crédito e em suas diferentes maturidades, ocasionados pela atuação diferenciada da gestão bancária. Este comportamento diferenciado ao nível de regiões compromete a possibilidade desse setor em se tornar o elemento fundamental do processo de indução ao crescimento econômico e de redução das desigualdades regionais.

No artigo seguinte, ***Financeirização e Governança Corporativa: um estudo sobre a estrutura de controle das Empresas Não Financeiras do Novo Mercado da BM&FBovespa***, Bernardo Pádua Jardim de Miranda, Marco Crocco e Fabiana Borges Teixeira dos Santos argumentam que o processo de financeirização tem afetado o perfil dos principais acionistas e, conseqüentemente, a governança das empresas não financeiras. Esse processo tem ocorrido principalmente nas últimas décadas, quando houve um aprofundamento do processo de financeirização nos países mais desenvolvidos e em desenvolvimento. Na economia brasileira, isso ocorre especialmente a partir do processo de privatizações e da desregulamentação e liberalização do mercado de capitais.

Os autores argumentam que uma das formas de se entender como a financeirização afeta a governança é analisar a estrutura de propriedade e controle das empresas. Nesse sentido, os autores realizam um estudo para a economia brasileira a partir de uma amostra de 118 empresas não-financeiras do Novo Mercado (NM) da BM&FBovespa para o ano de 2012, sendo que suas estruturas de controle foram individualmente retrocedidas ano a ano até que a estrutura fosse composta pelo último (ou os três últimos) acionistas. Os principais resultados encontrados mostram que as famílias e os indivíduos ainda são os principais acionistas, embora registre-se um aumento da participação dos investidores institucionais, bem como uma redução na concentração do controle da propriedade. Em termos da literatura, a análise empreendida inova ao mostrar como a financeirização afetou a estrutura de propriedade e controle das empresas não financeiras na economia brasileira.

Na segunda parte dessa edição da BKR, que reúne contribuições sobre conjuntura econômica mundial e brasileira, o primeiro artigo, ***An Analysis of Brazil's Economic Situation: 2014-2017***,

*the short-term outlook and policy alternatives*, de André Nassif, avalia a conjuntura econômica brasileira após 2014 quando, segundo o autor, os problemas econômicos do Brasil pioraram significativamente. Na parte inicial do artigo são discutidas as causas estruturais e de curto prazo que explicam tal contexto econômico. O autor destaca que a situação em que a economia se encontrava não advinha somente da esfera econômica, mas também da esfera social e política. Ao retomar o debate brasileiro sobre as causas da recessão, Nassif mostra as limitações da abordagem ortodoxa. Segundo essa abordagem, as causas da recessão podem ser encontradas na política fiscal expansionista realizada entre 2012 e 2014, que levou à perda do controle do gasto público primário, e na flexibilização da política monetária, que culminou na redução prematura de 5.25 pontos percentuais da taxa de juros entre Setembro de 2011 e Março de 2013 (de 12,50% para 7.25%, respectivamente). Todavia, essas explicações segundo o autor não são convincentes.

Nesse contexto, Nassif identifica na prematura desindustrialização da economia brasileira a principal causa estrutural para a crise econômica do período. Já do ponto de vista conjuntural, ressalta os equívocos de política econômica durante o governo Dilma e avalia que o aumento da taxa de juros a partir de 2015 (incluindo a gestão de Ilan Goldfajn no Banco Central a partir de junho de 2016) foi excessiva, o que aprofundou a recessão. Em seguida, o autor analisa criticamente a política adotada pelo governo de Michel Temer, assumindo que existem alternativas para a política fiscal e monetária. Mais especificamente, o autor reconhece a importância de um ajustamento fiscal de longo prazo, mas critica a forma como o mesmo foi implementado. Avalia, ainda, que dado o aprofundamento da recessão, a melhor opção para reduzir a taxa de desemprego e reativar a demanda agregada privada seria aumentar os investimentos públicos em infraestrutura. Por fim, o autor discute um ajuste fiscal mais recomendável ao Brasil, que inclui uma reforma em que tanto receitas quanto despesas primárias fossem conjuntamente reestruturadas com metas ajustadas ao ciclo econômico.

Em 2012, o FMI declarou sua "Nova Visão Institucional" sob muitos elogios, uma vez que aprovava o uso de controles de capital para a estabilidade financeira internacional, atendidos certos pré-requisitos. A abordagem da Nova Visão Institucional do FMI para a governança do fluxo de capital foi bem recebida em geral porque "finalmente" proporcionou às economias em desenvolvimento um conjunto de diretrizes sobre quando e onde os controles de capital seriam considerados apropriados. O artigo *Macroeconomic Flaws in the IMF's 'New' Institutional View: The Case of Brazil*, escrito por Devin T. Rafferty, argumenta que, como seus predecessores, essa visão "nova" será um fracasso porque impõe resolver o fluxo de capital inicialmente induzindo desequilíbrios macroeconômicos através de medidas de ajuste "baseadas no mercado", e não por controles de capital, relegando assim a este último um papel secundário.

A principal contribuição do artigo é demonstrar que a "nova" e "melhorada" posição do Fundo Monetário Internacional, no entanto, levará à instabilidade financeira e ao desenvolvimento *stop and go*, uma vez que foi isso que aconteceu com uma nação que atuou segundo tais protocolos. Para apoiar o raciocínio, a história recente do Brasil é usada como proxy para a entender a atual plataforma do FMI. Isso ocorre porque, apesar de não ter recebido conselhos do Fundo, suas ações foram, no entanto, consistentes com as prescrições da "Nova Visão" culminando na pior recessão da história do país. Como resultado, independentemente das revisões feitas na sequência da Grande Crise Financeira, a nova posição do Fundo é incapaz de evitar e estabilizar uma crise;. De fato, o caso do Brasil sugere que seja uma receita para criar e ampliar a fragilidade macroeconômica financeira. O artigo conclui que a abordagem do FMI é incapaz de guiar um processo de desenvolvimento, uma vez que o caso do Brasil ressalta que a plataforma do Fundo falha em restringir a fragilidade macroeconômica financeira.

Por fim, no artigo **Sobre fadas e confiança: Um ano de Governo Macri**, Alexandre Jerônimo de Freitas e Marcelo Fernandes analisam a economia argentina no primeiro ano do governo Macri. Inicialmente, os autores discutem a relação entre confiança e crescimento econômico a partir principalmente da operacionalização da política fiscal. Argumenta-se que o diagnóstico da equipe econômica de Macri era que a estagnação econômica resultava do excesso de intervenção do Estado na economia e que, portanto, sua redução criaria um ambiente de negócios favorável ao retorno dos investimentos do setor empresarial. Tratava-se de promover um “Choque de Confiança” na economia.

Nesse diagnóstico, implicitamente admite-se como válida a hipótese da “contração fiscal expansionista”, segundo a qual as medidas de austeridade fiscal contribuíram para aumentar a confiança da classe empresarial, estimulando o investimento privado. Os impactos positivos sobre a confiança mais que compensariam os impactos negativos da política fiscal contracionista. A política fiscal contracionista seria operacionalizada inicialmente pela restrição aos gastos públicos que, ao elevar a oferta de recursos para o setor privado, diminuir a taxa de juros ou reduzir a expectativa de necessidade futura de elevação dos impostos, estimularia as decisões de investimento.

Contudo, os encantos da “fada da confiança” são menos apreciados pelos economistas keynesianos, para os quais o investimento responde mais ao crescimento da demanda agregada do que ao estado de confiança da classe empresarial. Em outras palavras, admite-se que a decisão de investir do empresário estaria relacionada à possibilidade de lucros futuros advindos do crescimento da demanda suficiente para absorver sua produção. Então, a política econômica tem um papel decisivo na formação dessas expectativas, de tal forma que uma política fiscal contracionista pode acabar afetando negativamente a demanda agregada e, conseqüentemente, desestimular novos investimentos do setor privado.

Na sequência, os autores fazem uma breve descrição da conjuntura econômica argentina às vésperas da eleição presidencial de 2015 para, em seguida, analisarem as primeiras medidas econômicas adotadas. Os dados apresentados mostram que o desempenho econômico argentino piorou desde que a equipe econômica de Macri assumiu o governo, sendo que a economia entrou em recessão a partir do 2º trimestre de 2016. Houve queda consecutiva da formação bruta de capital fixo, redução na entrada de Investimento Estrangeiro Direto e aumento significativo na inflação. Os autores concluem que a propalada busca pela confiança através de medidas que reduzem o papel do setor público não alcançaram os resultados favoráveis previstos pelas autoridades econômicas argentinas.

Tenham todos uma agradável leitura!

Anderson Tadeu Marques Cavalcante, editor

Fabício José Missio, coeditor

Luiz Fernando Rodrigues de Paula, coeditor

## EDITORIAL

The Brazilian Keynesian Review (BKR) is pleased to announce that its new issue (volume 1 of its number 3) is available on the journal's website. BKR is an initiative of the Brazilian Keynesian Association (AKB) which aims at publishing and disseminating theoretical and applied studies on Keynesian Economics and related areas. The journal adopts a pluralistic editorial orientation, covering different research themes, as long as the contributions present an interface with Keynesian Economics, such as Institutionalist, Structuralist or Evolutionary approaches. The BKR has a semiannual periodicity and unrestricted online access. Papers are published in Portuguese or English. The magazine is structured in two parts. The first contains traditional academic articles. The second part includes short articles that deal with the Brazilian or world economic situation.

The first paper, ***Fighting Austerity: Why After 80 Years the General Theory is Still Relevant Today*** authored by Maria Cristina Marcuzzo, offers a contemporary discussion on the role of fiscal policy, which is based on the contributions of Keynes. *The General Theory* is primarily a work intended to revolutionize the ways of economic thinking, particularly by abandoning the idea of an economic system governed by natural forces that economists can discover and organize in clear patterns of causes and effects. Alternatively, since there are no forces harmonizing individual interests, the comprehension of the economic system must begin by considering the motives and expectations of agents and how these factors affect decisions under an uncertain environment. According to Marcuzzo, Keynes' approach contrasts with the extreme simplifications typical of the post-war usual theoretical approach, which sought to capture fundamentals of an economic system in order to allow empirical checks of variables and provide means to formalize instruments of economic policy, in a clear attempt to improve the scientific aspect of the Economy by approaching it to the Physical Sciences. Given the many forecasting failures and misguided policies of the conventional approach, of which the world financial and economic crisis (and the policies that followed the debacle) are the most recent examples, such a conception for the Economic Science has not proved reliable. It is argued that the main conventional models incorporate estimates of economic facts. However, it can be said that these models, to a certain extent, reverse such logic: the facts become highly dependent on the choice of models and methodology, which subvert results and policies derived from them. For Marcuzzo, such inversion is clear and are discussed in examples given in the paper: more specifically in the treatment of the income multiplier and the use of the perfect forecast hypothesis.

However, the primary issue presented by the author is more specific. It regards government intervention to correct market disequilibrium forces. In his contribution, Keynes did not give a prominent role to prices as a mechanism of adjustment of supply and demand that would bring the system to full employment. Alternatively, such role was given to effective demand. Only with the support of a high level of demand, in particular through coordinated policies, can full employment be achieved. Marcuzzo once again demystifies the idea of Keynes as a proponent of indiscriminate public investments financed through debt. In *The General Theory* it is clear that the government controls the levels of investment through direct and indirect actions, either by public or public-private bodies, always considering the market incentives and favoring entrepreneurs' expectations and the confidence mood. Keynes was not in favor of increasing taxes to pay social benefits and pensions; instead, he was in favor of making the State responsible for the public goods and services being offered to the population, which should respect quality standards and also respect budgetary constraints. Fiscal policy must then, first of all, be redistributive, correcting the imbalances of market forces; and, secondly, it should act as a consumption boost that dynamically supports aggregate demand. These topics were present at the time of Keynes's contributions and are still present today, especially in the

discussions on the role of government in building a better society under conditions of the current and persistent global recession.

In the second article, ***Elementos Pós-Keynesianos e Estruturalistas para a Análise da Vulnerabilidade Externa Latino-Americana no Contexto de Finanças Globalizadas*** (*Post-Keynesian and Structuralist Elements for the Analysis of Latin American External Vulnerability in the Context of Globalized Finance*), Saulo Quadros Santiago and Adriana Moreira Amado analyze the external vulnerability of peripheral Latin American countries in the context of financial globalization. The authors develop an approach that integrates elements of Structuralist theory, which considers the productive and technological characteristics of these countries, with those of the post-Keynesian theory, which in turn emphasizes monetary and financial specificities. More specifically, the paper discusses the main elements of the post-Keynesian liquidity preference theory in order to emphasize the predominance of speculative behavior at a global level and its impacts on interest rates, the exchange rate, and assets prices. Then, based on Minsky's (1986) hypothesis of financial fragility for open economies, the process of finance and investment is emphasized. Subsequently, the conception of the center-periphery system, which is assumed by structuralists and neo-structuralists, is analyzed and associated with the elements of post-Keynesian theory.

One of the novelties of the article is the account of elements highlighted by neo-Structuralist theory, which contribute to a broader understanding of the macroeconomic volatility of the (peripheral) Latin American countries. Moreover, the paper's approach allows to advance the discussion over the comprehension of the external vulnerability of the region by considering the mood of the international investors. According to the authors, there is in fact no explicit link between uncertainty, the agents' asset choices (in line with the post-Keynesian theory of liquidity preference), and the volatility of capital flows among peripheral countries, hence the space for a new research agenda.

Then, based on the Keynesian-Structuralist theoretical framework, the authors argue that Latin American countries are more vulnerable to fluctuations in international liquidity preference than central countries. This is due to the low development of their national innovation systems, the concentration of their exports in primary goods, their dependence on imports of capital goods and processed inputs, the low liquidity of their currencies in external markets (and thus a lower position in the international monetary hierarchy), their peripheral insertion in international capital flows, and the low development of their domestic financial systems.

In the third article, entitled ***Impacto de choques de política monetária sobre a oferta de crédito regional: uma análise econométrica a partir da metodologia VAR para o Brasil nos anos 2000*** (*Impact of monetary policy shocks on the regional credit supply: an econometric analysis based on the VAR methodology for Brazil in the 2000s*), by assuming the hypothesis that asset management by banks is regionally differentiated, Leonardo Dondoni Dutra, Carmem Aparecida do Valle Feijó and Júlio Cesar Albuquerque Bastos investigate the impact of monetary policy shocks on banks' credit supply in Brazilian regions. More specifically, this paper investigates whether the behavior of banking firms at the regional level, characterized by banks' liquidity preference and the levels of uncertainty (proxied by loan loss provisions), may interfere in the supply of loans and their different maturities. As pointed out by the authors, within the literature on regional development, the effects of monetary and financial factors, along with constraints on the real side of the economy, can promote and perpetuate unequal patterns of regional development. In this case, the authors use the Post Keynesian theory framework, in which banks play a crucial role in determining the level of income and employment in monetary economies under the hypothesis of non-neutrality of money in the short and the long-run. Concurrently, within the regional development literature, it is assumed that the availability of credit by region depends on the banks' liquidity

preference, which is given by particular characteristics of each location. Therefore, from this theoretical perspective, the availability of credit in different regions is a result of the banks' liquidity preference at the regional level, which is taken into consideration in the strategy of resource management defined at the national level.

In this context, the paper contributes to the literature by presenting an empirical study that uses data from the Central Bank of Brazil for municipalities covering the years from 2000 to 2012. The econometric estimation method was that of autoregressive vectors, considering monthly data for the series. The empirical strategy follows two steps. It initially considers the effects of monetary policy on the behavior of banking branches in each region. Liquidity preference and loan loss provisions are the two behavioral variables analysed. In the following step, the monetary policy transmission channel is analyzed through credit supply (the credit channel) at the regional level, considering different maturities. The study concludes that the monetary policy causes diverse impacts on the credit supply and its different maturities in Brazilian regions, which were caused by the changes in banking management behavior. Ultimately, such differentiated behavior at the regional level compromises the possibility of the banking system becoming a prominent element on the induction process that leads to economic growth and reduction of regional inequalities.

In the following article, ***Financeirização e Governança Corporativa: um estudo sobre a estrutura de controle das Empresas Não Financeiras do Novo Mercado da BM&FBovespa***, (*Financialization and Corporate Governance: a study on the control structure of the Non-Financial Companies of the BM&FBovespa New Market*), Bernardo Pádua Jardim de Miranda, Marco Crocco and Fabiana Borges Teixeira dos Santos argue that the financialization process has affected the profile of corporations' shareholders and, consequently, the governance of non-financial companies. This process has occurred mainly in the last decades, when the financialization process was deepened in the developed and developing countries. This was especially true in the Brazilian economy, given the processes of privatization, deregulation, and liberalization of the capital market.

The authors argue that one way to understand how financialization affects governance is to analyze the ownership and control structure of firms. In this sense, the authors conduct a study for the Brazilian economy using a sample of 118 non-financial companies of the Novo Mercado (New Market, NM) of the Brazilian Stock exchange (BM&FBovespa) from the year 2012 backwards, analysing the control structure until finding the first (or the first three) shareholder(s) of each firm in the sample. The results show that households and individuals are still the major shareholders, although there has been an increase in institutional investor participation as well as a reduction in the concentration of property control. In respect to the literature, the analysis undertaken innovates by showing how financialization affected the structure of ownership and control of non-financial corporations in the Brazilian economy.

In the second part of the journal, which gathers contributions on World and Brazilian economic current economic issues, André Nassif's first article, ***An Analysis of Brazil's Economic Situation: 2014-2017, short-term outlook and policy alternatives***, evaluates the Brazilian economic situation after 2014, a period which, according to the author, Brazil's economic problems have significantly worsened. The article initially discusses the structural and short-term causes of the economic turmoil in Brazil. The author emphasizes that such situation does not come only from the economic side, but it also stemmed from the social and political spheres. By exploring the debate on the causes of the Brazilian recession, the author shows the limitations of the orthodox approach, by which the causes of the recession could be traced back to the expansionary fiscal policy carried out between 2012 and 2014, which led to a loss of control in primary public spending and the easing of monetary policy, culminating in the premature interest rate reduction between September 2011 and March 2013, when the

interest rate decreased to 7.25% from 12.50%. However, according to Nassif, these explanations are not really convincing.

Following such critique, Nassif identifies in the premature de-industrialization of the Brazilian economy the main structural cause for the current economic. The author pinpoints the economic policy misjudgements during the Dilma government and estimates that the increase in the interest rate from 2015 (including Ilan Goldfajn's administration, the Chairman of the Central Bank appointed by Michel Temer in June 2016) was excessive and led to a deepening of the recession. The author then critically analyzes the policy adopted by Michel Temer's government, assuming that there are better alternatives in conducting fiscal and monetary policies. More specifically, the author acknowledges the importance of a long-term fiscal adjustment, but criticizes the way it has been implemented. Furthermore, given the deepening of the economic recession, the best option to reduce the unemployment rate and reactivate private aggregate demand would be to increase public investments in infrastructure. Finally, the author discusses a more favorable fiscal adjustment to Brazil, which includes a reform in which both fiscal revenues and primary expenses are jointly restructured with targets adjusted to the economic cycle.

In 2012, the IMF issued its 'New' Institutional View to much praise since it endorsed using capital controls for international financial stability, given certain prerequisites. The IMF New Institutional View approach to capital flow governance was well received across-the-board because it 'finally' provided developing economies with a set of guidelines for when and where capital controls are deemed appropriate. The paper ***Macroeconomic Flaws in the IMF's 'New' Institutional View: The Case of Brazil***, authored by Devin T. Rafferty, argues that, like its predecessors, this 'New' View will be a failure because it mandates initially solving capital flow-induced macroeconomic imbalances through 'market-based' adjustment measures rather than by capital controls, thus relegating the latter to a secondary role. The paper's main contribution is to demonstrate that the Fund's 'New' and 'improved' stance will nonetheless lead to financial instability and stop/go development since this is what happened in a nation that acted in accordance with its guidelines. To support the reasoning, Brazil's recent history is used as a proxy for the IMF's current platform. This is because, despite explicitly not taking advice from the Fund, her actions have been nonetheless consistent with the 'New' View's prescriptions- which culminated in the worst recession in the country's history. As a result, regardless of the revisions made in the wake of the Great Financial Crisis, the Fund's new stance is incapable of averting and stabilizing a crisis; indeed, the case of Brazil suggests it is instead a recipe for creating and amplifying financial macroeconomic fragility. The paper concludes that the IMF's framework is incapable of chaperoning a development process since Brazil highlights that the Fund's platform fails to restrain financial macroeconomic fragility and, rather, creates and amplifies it.

Finally, in the article ***Sobre fadas e confiança: Um ano de Governo Macri (On fairies and confidence: A year of Macri Government)***, Alexandre Jerônimo de Freitas and Marcelo Fernandes analyse the Argentine economy in the first year of the Macri government. Initially, the authors discuss the relationship between confidence and economic growth from the point of view of the operationalization of fiscal policy. It is argued that the diagnosis of Macri's economic team was that stagnation resulted from excessive state intervention in the economy and that, therefore, downsizing the public sector would create a good environment for the business sector to invest. In sum, the economic reforms proposed revolved around promoting a "confidence shock" in the economy. Under such diagnosis, the hypothesis of an "expansionary fiscal contraction" was implicitly assumed, according to which fiscal austerity measures contribute to boost the confidence of the business class and stimulate private

investment. Positive impacts from increased confidence in the economy would then more than offset the negative impacts of the contractionary fiscal policy.

Under such approach, the fiscal policy would be initially carried by restricting public spending which, then, would promote the increase of the supply of resources to the private sector, through lowering the interest rate or reducing the economic agents' expectation of the future needs for taxes increases, which in turn would stimulate investment decisions. However, the charms of the "Confidence Fairy" are far less appreciated by Keynesian economists, for whom investment responds more to aggregate demand growth than to the business-class confidence. In other words, it is accepted that the entrepreneurs' decision to invest would be related to the possibility of future profits coming from growth of demand that would be sufficient enough to absorb current production.

Therefore, economic policy plays a decisive role in shaping these expectations, so that a contractionary fiscal policy may end up negatively affecting aggregate demand and, consequently, discourage further investment by the private sector. Following such appraisal, the authors give a brief description of the Argentine economic situation on the eve of the presidential election of 2015, and then they analyze the first economic measures adopted. The data presented show that Argentina's economic performance has worsened since the Macri economic team took chair, with the economy falling into recession in the second quarter of 2016. This situation was marked by a fall in gross capital formation, a reduction in the inflow of Foreign Direct investment, and a significant increase in inflation. The authors conclude that the aforementioned search for confidence through measures that reduce the role of the public sector has not achieved the favorable results predicted by the Argentinean economic authorities.

We hope you all have a pleasant read.

Anderson Tadeu Marques Cavalcante, editor

Fabrício José Missio, coeditor

Luiz Fernando Rodrigues de Paula, coeditor

## SUMÁRIO/SUMMARY

- 14-24**     **Fighting austerity: Why after 80 years the General Theory is still relevant today**  
Maria Cristina Marcuzzo
- 25-47**     **Elementos pós-Keynesianos e Estruturalistas para a análise da vulnerabilidade externa Latino-Americana no contexto de finanças globalizadas**  
Saulo Quadros Santiago e Adriana Amado
- 48-74**     **Impacto de choques de política monetária sobre a oferta de crédito regional: Uma Análise econométrica a partir da metodologia VAR para o Brasil nos anos 2000**  
Leonardo Dutra, Carmem Aparecida do Valle Feijó e Júlio Cesar Bastos
- 75-94**     **Financeirização e governança corporativa: Um estudo sobre a estrutura de controle das empresas não financeiras do Novo Mercado da BM&FBovespa**  
Bernardo Pádua Jardim de Miranda, Marco Crocco e Fabiana Borges dos Santos

## CONJUNTURA ECONÔMICA/CURRENT ECONOMIC ISSUES

- 95-108**    **An analysis of Brazil's economic situation: 2014-2017, the short-term outlook and policy alternatives**  
André Nassif
- 109-123**   **Macroeconomic flaws in the IMF's 'New' Institutional view: The case of Brazil**  
Devin Thomas Rafferty
- 124-131**   **Sobre fadas e confiança: um ano de governo Macri**  
Alexandre Jerônimo de Freitas e Marcelo Fernandes

**Fighting austerity:  
Why after 80 years the *General Theory* is still relevant today\***

**Maria Cristina Marcuzzo<sup>†</sup>**

**Abstract**

The guiding spirit of the Keynesian Revolution is that full employment is a goal which can be pursued not by following the free market rules, but by reshaping them by means of public intervention. This message was widely accepted for thirty years as from the end of the Second World War by all the advanced countries which actively engaged in full employment and welfare policies, and subsequently abandoned with the neo-liberal Restoration which saw the dogmas of individualism and de-regulation prevailing. In reclaiming the topical importance of the *General Theory*, we should take into consideration the changed circumstances of today's world when compared to those of twenty – let alone eighty – years ago, although there are notable similarities between the Great Depression of the 1930s – Keynes's world – and our contemporary crisis. However, his prescription for a better society is still relevant: it lies in setting rules and limitations in the market arena, not letting individual self-interest prevail, and putting some governing bodies in charge of filling the gap when deficient aggregate demand occurs, so that the acquisition of material goods and the fruition of the enjoyments of life be not a privilege of the few but the conquest of civilization.

**Keywords:** Keynes, unemployment, crisis, *General Theory*

**JEL Classification:** E12, B21, B31

---

\* Lecture delivered as *Jean Monet Conference*, in the Faculdade de Ciências Econômicas - UFMG in Belo Horizonte on June 1, 2017. An earlier and shorter version is published in Italian in *Moneta e Credito*, vol. 70 n. 277 (March 2017), pp. 7-19.

<sup>†</sup> Sapienza, Università di Roma. [cristina.marcuzzo@uniroma1.it](mailto:cristina.marcuzzo@uniroma1.it)

In the aftermath of the 2007-8 crisis, the name of Keynes has again entered the list of economists to be read, whose ideas are to be taken seriously. After over twenty-five years of ostracism, spent praising the efficiency of free markets and running econometric tests to prove that economic policies are either ineffectual or even irrelevant, there has been an upsurge in the wave of references to Keynes in the media. Unfortunately, this has not been reflected in the academic scene, still dominated by the macroeconomics of anti- or pre-Keynesian inspiration that took hold between the 1970s and 1980s.

To reclaim the topical importance of *The General Theory of Employment, Interest and Money*, I would like to begin by pointing out how the space assigned to government intervention has shrunk in contemporary public opinion; it was the “policy space” opened up by Keynes’s denunciation that market laws are neither natural nor unchangeable. The guiding spirit of the Keynesian Revolution is that full employment is a goal which can be pursued not by following the free market rules, but by reshaping them by means of public intervention. This message was widely accepted for thirty years as from the end of the Second World War by all the advanced countries which actively engaged in full employment and welfare policies, and subsequently abandoned with the neo-liberal Restoration which saw the dogmas of individualism and de-regulation prevailing.

In reclaiming the topical importance of the *General Theory*, we should of course take into consideration the changed circumstances of today’s world when compared to those of twenty – let alone eighty – years ago, although there are notable similarities between the Great Depression of the 1930s – Keynes’s world – and our contemporary crisis<sup>1</sup>. A corresponding similarity is to be seen between the economic theory prevailing before Keynes’s times and that of our own times. (See Wray 2013).

The return to Keynes I would like to see, arguing for its topical relevance, is firstly in the realm of method. In a famous letter to George B. Shaw, written a few weeks before the publication of the *General Theory* in February 1934, Keynes announced it as a book “which will largely revolutionise [...] the way the world thinks about economic problems” (CWK XIII: 492). And in the same letter he added:

“When my new theory has been duly assimilated and mixed with politics and feelings and passions, I can’t predict what the final upshot will be in its effect on action and affairs. But there will be a great change” (CWK XIII: 493).

Rather than invoking the “scientific” aspect of his theory, Keynes turned to “politics and feelings and passions”, to anticipate how his message would be received. A couple of years later, in a letter to Roy Harrod, recalling the story of Newton’s discovery of the law of gravity on observing an apple fall to the ground while sitting in the garden of Trinity College, Cambridge, Keynes listed the questions that an economist should be asking: for instance, whether

“the fall of the apple to the ground depended on the apple’s motives, on whether it is worth while falling to the ground, and whether the ground wanted the apple to fall, and on mistaken calculations on the part of the apple as to how far it was from the centre of the earth” (CWK XIV: 300).

Economics – Keynes wrote – “deals with introspection and with values [...] it deals with motives, expectations, psychological uncertainties’ (CWK XIV: 300), whose scope is neither “constant nor homogeneous”. There cannot be an analogy with physical sciences, because they aim at discovering regularities from which to derive general laws, while economics is expected to capture the effects of decisions taken in an uncertain environment and with

---

<sup>11</sup> See Sylos Labini (2009), Temin (2010), Shapiro (2012) and Eichengreen (2012).

different degrees of information. So the object of economic theory is that of developing a logical way of thinking about factors, which are “transitory and fluctuating.” (CWK XIV: 297).

When Keynes states in the *General Theory* that the level of employment oscillates around “an intermediate position” below full employment and above the minimum subsistence employment (CWK VII: 254), he explains that this position “is a fact of observation concerning the world as it is or has been, and not a necessary principle which cannot be changed” (ibid). The point made here is that in economics

“we cannot hope to make completely accurate generalisations” (ibid.) because the economic system is not ruled by ‘natural forces’ that economists can discover and order in a neat pattern of causes and effects. The task of economics, according to Keynes, is rather to “select those variables which can be deliberately controlled and managed by central authority in the kind of system in which we actually live” (ibid.).

Keynes’s critique is directed against a conception of economics as scientific study of society modelled on the method of the physical sciences, and it is a plea to start investigating the problems involved in seeking to bring about desired end states. Only by exposing the fallacy of the analogy of economic laws with physical laws does it become possible to promote values and attitudes to change society. Keynes wrote:

“it is many generations since men as individuals began to substitute moral and rational motive as their spring of action in place of blind instinct. They must now do the same thing collectively” (CWK XVII: 453)

Letting individuals be guided by self-interest alone –as in Adam Smith’s parable of “the butcher, the brewer and the baker”, whose pursuit of individual profit produces a social good – is not a principle of general validity, because there are not always forces to harmonize individual interests and, moreover, aggregate economic behaviour does not have the same outcome as individual economic behaviour. If the goal is to change the environment within which individuals operate, we ought to change the way we see the economic problem. This could be achieved, according to Keynes, through the power of persuasion. In a letter to T.S. Eliot of 5 April 1945, he wrote:

“[...] the main task is producing first the intellectual conviction and then intellectually to devise the means. Insufficiency of cleverness, not of goodness, is the main trouble [...] the full employment policy by means of investment is only one particular application of an intellectual theorem. (CWK XXVII: 384)”.

And earlier on, in a famous speech to the House of Lords on May 23, 1944, he wrote:

“[for the last twenty years] I have spent my strength to persuade my countrymen and the world at large to change their traditional doctrines and, by taking better thought, to remove the curse of unemployment” (CWK XXVI: 16).

Clearly, by “better thought”, Keynes meant a theory which, among other things, made the elimination of unemployment possible, rejecting the doctrine that whatever unemployment there is – as long as it is market generated – is a level which the same market forces – if unimpeded by “rigidities” (any of these: prices, wages, interest rate) would re-establish in the long run. This is the reason why in modern macroeconomics this level has been labelled as “natural”.

In the aftermath of the Second World War we witnessed a transformation of economic theory into a set of models which, although at the cost of extreme simplification, were thought able to capture the fundamentals of the economic system they were describing; it was believed that models enabled empirical verifications of the variables and offered the means to provide the tools for policy intervention.

The stress on forecasting, measurement, empirical testing was meant to enhance the scientific aspect of economics, where “scientific” again implied resemblance to the physical science, to their rigour and predictive power.

After Lionel Robbins (1932) had declared that ethics and political philosophy considerations should be banned from economic theory, Karl Popper in the 1930s (Popper [1935] 1959) vindicated the idea that economics could be a science only if value-free and with predictive power.

In the following two decades Friedman's insistence on prediction as the only test for economic theories and Samuelson's mathematization of economics gave a new boost to the faith in imitation of the physical sciences as far as the chosen method of scientific inquiry is concerned.

It is now apparent that this conception of what constitutes a good economic theory has not proved reliable, having had – especially in the recent crises – many examples of the inadequacy of mainstream theory in understanding let alone predicting forthcoming events. If facts are identified with empirical estimates of models that are believed to incorporate the progress made in the economic literature, it is clear that these “facts” are heavily dependent on the choice of the models and the methodology employed to find them. The relationship between facts and theory becomes opaque and we may reasonably challenge the motives behind the discovery of “facts”, for they tend to be recognized or ignored according to the ebbs and flows of academic fashions. Let me take an example that is recent history.

My example is the multiplier – the heart of the Keynesian theory of effective demand— which has a story of alternate acceptance and rejection in its over 70 years of existence. It is a formula telling us that every increase in autonomous expenditure (for instance private or public investment or exports) generates – through induced expenditure (net consumption, i.e. allowing for taxation and imports) – an increase in income greater than the initial expenditure, provided there are capacity underutilisation and unemployment. This is why the formula is called the “multiplier”, because typically it gives a number greater than 1.

Deficit spending, i.e. a level of public spending greater than tax revenue – is justifiable on two counts: a) because it creates income; b) because it generates the savings and tax revenues (both functions of the level of income) necessary to finance the initial investment. The consensus on this proposition lasted for almost 30 years until it was seriously challenged by the Monetarist assault of the late sixties. Building on his (and Franco Modigliani's) earlier work on the consumption function, Milton Friedman, on the basis of empirical estimate, showed that the independent variable in the consumption function was not current income, but income that can be assumed to be perceived as permanent over an individual life-time.

When consumption is made a function of permanent rather than current income, the value of the multiplier becomes much smaller, with the result that the whole idea that an increase in autonomous expenditure is expansionary was lost, sowing the seeds for mistrust of fiscal policy as a means to reach full employment. This, which came to be named The Monetarist Counterrevolution, was taken further by Robert Lucas and the New Classical economists well into the 1990s, meeting with feeble defence by the New Keynesians, who relegated the efficacy of the multiplier to the very short period, when prices and wage rigidities prevented the system from getting into full employment equilibrium.

Until the outbreak of the 2007-8 crisis the majority of the economic profession in prestigious universities and institutions such as the World Bank and the IMF, and in influential media such as the *Financial Times* and the *Economist*, agreed that the scant value of the multiplier was conclusive proof of the limited or even null impact of public expenditure on the

level of income and employment. The classical arguments against short-term policy interventions – the lags in making economic policy and further lags in the implementation and effects after the policy is enacted – coupled with the assumptions on the countering effects of expectations and actions of rational agents who observe the government’s policy process, had made it appear practically impossible for policymakers to time fiscal policy actions to jump-start the economy.

In the 1950s and 1960s, when Keynesianism was at its height, the multiplier was generally assumed to be about 2 (two). Then, in the 1990s and 2000s, these estimates gradually dropped, leaving the consensus range about 0.5-0.7. However, the value of the multiplier was again closer to 1 after the crisis. In fact, in 2009 the estimates by both the IMF and the European Union showed the value of the multiplier in the range of 0.9 and 1.7 (Marcuzzo 2014). At last the multiplier is multiplying again, since it cannot be denied against the evidence of the effects of drastic cuts in public expenditure brought about by austerity programmes in Europe.

This is just one example of how empirical evidence to a great extent depends on the nature of the models that are constructed to find it, and also on the behavioural assumptions embedded in these models. In orthodox economics, consumers are said to pursue their individual maximizing utility over an infinite time horizon and with full knowledge of possible outcomes and perfect foresight. This is precisely the opposite of consumer behaviour as viewed in Keynes’s macroeconomics, where perfect foresight and full rationality are not deemed acceptable assumptions, because probability calculus is not applicable: when there is uncertainty, as is the case in human affairs in general and in economic matters in particular, such calculation is not feasible.

The assumption of perfect foresight was discredited after the events of 2007-8. This meant bringing some modifications into the standard macro-models to incorporate limited rationality and knowledge, imperfections and rigidities in the goods, labour and financial markets. However, these modifications were made within a theoretical apparatus which remains unchanged in its main features and, in any case, still quite the opposite of the way Keynes understood and described economic behaviour, which was never imputed to abstract economic agents, but always to individuals who have specific functions and characteristics.

Consumers, entrepreneurs or speculators always make their decisions in the face of uncertainty; therefore, according to Keynes, their behaviour cannot be described as guided by an optimizing rationality, as the utilitarian tradition would have it. Economic choices require evaluation of the available information, which is often contradictory or ambiguous and most of the time insufficient to offer enough elements to predict the future course of events. In each specific case the evidence we collect bears different “weight” in the argument we use to make our choices, on the basis of our knowledge and experience.

However, decision-making in a context of uncertainty should not imply the impossibility of making decisions according to reason, although the reason involved here is not the rationality employed in orthodox economic theory. Keynes was not only a great economist, but an investor on a large scale, for himself, his college and insurance companies; at King’s College Archives, several unpublished papers document his investment strategy and philosophy, showing how painstakingly he collected and carefully reviewed all the evidence before making his choices (Cristiano and Marcuzzo 2018).

Keynes’s rationality – which is not to be confused with optimizing choice – should be interpreted as “reasonableness”, a concept describing the attitude to adopt in situations where following the rationality implied by economic theory might lead to very unsatisfactory outcomes. Keynes refers to it when dealing with the questions of the War Reparations

imposed on Germany, insisted upon by the victorious powers after the First World War, and again in the negotiations on the repayment of loans to Great Britain made by the United States during the Second World War. And the question continues to arise: was it “reasonable” not to rescue Lehman Brothers but to let it go bankrupt?

So far I have been arguing on the relevance of the *General Theory* as a revolution in economic thinking; now I would like to move on to a more specific issue, namely when and whether government intervention is called for to correct market forces, since this is what is usually, and in an unqualified way, understood as the Keynesian message.

Adam Smith had already shown how rules and limitations are needed to prevent market failures: on defence, education and other “public goods” the market simply does not deliver the best. This is not the crux of the matter in the case of Keynes’s subversion of the mainstream approach, but rather the role of effective demand in generating, income, increasing production and guaranteeing employment. It is the low level of effective demand, not the rigidity of money wages, which accounts for underemployment equilibrium.

Contrary to the opinion of the mainstream economists, Keynes does not assign to prices (wages and interest rate included) the task of adjusting supply and demand to bring the system to full employment equilibrium. Only by supporting a high level of demand, through policies designed to do so, can this goal be attained.

However, Keynes was not in favour of indiscriminate deficit-financed public investments: in the *General Theory* we do find an apology for government intervention, but this is to be interpreted in terms of the need to control the total level of investment, through direct or indirect action by a public or semi-public body, always taking into account market incentives, and favouring a climate of business confidence. This is clearly spelt out by Keynes:

“If the State is able to determine the aggregate amount of resources devoted to augmenting the instruments and the basic rate of reward to those who own them, it will have accomplished all that is necessary” (CWK VII: 378).

Similarly, on the origin and structure of the welfare state, Keynes’s ideas were not represented faithfully (see Backhouse and Bateman 2012). He was not in favour of high taxes to pay for social benefits and pensions, the costs of which ought to be borne by the employers, whose interest was to have a fit and healthy labour force (CWK XXVII: 224). He was in favour of making the State accountable to the taxpayer for the goods and services provided, associating “as closely as possible the cost of particular services with the sources out of which they are provided”, for he believed that “this is the only way by which to preserve sound accounting, to measure efficiency, to maintain economy and to keep the public properly aware of what things cost” (CWK XXVII: 225).

He helped Beveridge to draft the Social Insurance and Allied Services, the 1942 Beveridge Plan, as it was called, and gave his support it to having it approved. Keynes was appreciative of the “new features” of Beveridge’s Plan, namely “the extension of the social security benefits and contributions to the whole of the population, and not merely to the present contributory classes” (Keynes CWK XXVII: 252), but he was concerned about the budgetary aspects of it. However, while both Keynes and Beveridge were preoccupied with the moral and social problems deriving from unemployment, they looked for solutions along different paths. For Beveridge, it was the human fight against scarcity, the plague of cycles in production and business confidence – as unpredictable as weather and natural calamities, as he saw them (Harris [1977] 1997). Social insurance was meant to disjoint individual coverage from general economic performance. Keynes, on the other hand, thought that by making the future dependent on the economic success of an active social investment policy it would be possible to free individuals from the deprivations deriving from unemployment.

Keynes did not believe in the idea embraced by Malthus and Mandeville that opulent consumption by the rich provided the source of income and employment and, therefore, the key to economic growth. In the *General Theory* consumption is seen as the necessary means for the well-being of society; the propellant, so to speak, in the machinery to boost employment and income. However, Keynes sees two major problems related to consumption. The first is satiation, which he believed derived from a “fundamental psychological law”, according to which “men are disposed, as a rule and on the average, to increase their consumption as their income increases, but not by as much as the increase in their income” (CWK VII, p. 96). It follows that, since

“the larger our incomes, the greater, unfortunately, is the margin between our incomes and our consumption”, the government must find ways to fill the gap, unless it accepts a level of unemployment sufficient “to keep us so poor that our consumption falls short of our income by no more than the equivalent of the physical provision for future consumption which it pays to produce to-day” (CWK VII: 105).

The second problem with consumption is how best to bring about the desired increase in the propensity to consume in order to sustain aggregate demand. The means could be found in a fiscal policy aiming at more equitable distribution of incomes (CWK XIV: 16), thereby increasing aggregate consumption. However, this is a policy that is bound to come up against opposition, and by no means easy to implement. Alternatively, fiscal policy can be directed to boosting aggregate consumption through public expenditure, entrusting the government with “the task of adjusting to one another the propensity to consume and the inducement to invest” (CWK VII: 380) or “making public investment a counterweight to fluctuations of private investment” (CWK XXVII: 381).

Keynes’s love of paradoxes lies behind the famous example that, as Joan Robinson tells us, was meant “to penetrate the thick walls of obscurantism of the old *laissez-faire* orthodoxy” (Robinson 1964: 91). The suggestion was for the Treasury to bury bottles filled with banknotes and let private individuals lease the ground, dig out the bottles and pocket the money (CWK VII: 129). This is clearly a paradox, against the view that every operation should make a full profit or not be done at all. Keynes’s makes his point – it does not matter how public money is spent, as long as it is spent, since it will generate income and, through the multiplier, the savings necessary to finance the initial expenditure – to illustrate a principle, not to provide a blueprint of “useful” public work schemes. Keynes spelt it out clearly:

‘it would, indeed, be more sensible to build houses and the like; but if there are political and practical difficulties in the way of this, the above would be better than nothing’ (CWK VII: 129).

The political difficulties mentioned by Keynes arise mainly from “the education of our statesman on the principles of the classical economics”. Moreover, expenditure on useful goods and services may not always be equally practical: “Two pyramids, two masses for the dead, are twice as good as one; but not two railways from London to York” (CWK VII: 129). Moreover “unless the rate of interest is falling *pari passu*” with the marginal efficiency of investment there is a limit to the possibility of increasing the stock of wealth by means of “useful” forms of loan expenditure. Waste results not when expenditure is channelled to objects which are not “useful”, but when they are not “economically” viable.

In Keynes’s work we find many sarcastic comments on common prejudices against public spending, which can equally well be applied to today’s defences of austerity programs. I would like to mention at least two:

“the man who regards all this [loan-financed public works, particularly public expenditure on housing] as a senseless extravagance which will impoverish the nation, as compared with

doing nothing and leaving millions unemployed, should be recognized for a lunatic" (CWK XXI: 338).

And again:

"When we have unemployed men and unemployed plant and more savings than we are using at home, it is utterly imbecile to say that we cannot afford these things. For it is with the unemployed plant, and with nothing else, that these things are done. To have labour and cement and steel and machinery and transport lying by, and to say that you cannot afford to embark on harbour works or whatever it may be is the delirium of mental confusion" (CWK XIX: 765-766).

The two pillars of the Welfare State – distrust of market forces and, with it, reliance on government intervention to bring about full employment on the one hand, and lack of confidence in the power of liberalism to achieve economic security and social stability on the other, came from different traditions: Beveridge, the heir to the Fabians, relied on neoclassical economic theory, while Keynes, the revolutionary economist, relied on reformed liberalism for his social policy (Marcuzzo 2010).

Keynes's approach to the way to fight unemployment should not be identified with the welfare state, nor with indiscriminate public spending, with no concern for the government budget, nor with attributing the causes of unemployment to the rigidity of wages and prices, nor indeed with all the other distortions of the *General Theory* we find in the literature, showing how little it was read or understood.

Keynes's message needs to be adapted to the present domestic and international circumstances, but it is still topical in its appeal to those common good values which markets are sometimes unable to deliver. Keynes was confident that addressing market failures was possible by placing in charge of institutions created for the purpose people – often chosen among his group of friends – who were of high moral standards and fortitude.

While Keynes rejected consequentialism in ethics, he endorsed consequentialism in his political philosophy, to the effect that rules have to be set for given goals. The relevant question becomes how these goals are chosen and how rigid or fixed these rules should be. Keynes rejected the abstract and formal character of rules, claiming that we should try to reduce the social damage caused by conventions and engage in substituting them with other, less socially harmful conventions.

It follows that, for Keynes:

"The reformer is not he who would impose his own values on society, but he who understands better than others the potential for change in the moral conventions of society itself, and acts in order to affect such change". (Carabelli and De Vecchi 1999: 291).

Two questions then arise: a) where does the "better understanding" of the reformer come from; b) which are the appropriate actions to change the moral conventions of society.

The answers to these questions are scattered among Keynes's early writings on ethics and politics and his mature work in economics, but they can also be gathered by reviewing his activities as policy adviser and even his practical experience in various institutions. It is in particular on the importance Keynes attributed to expert advice, to "superior knowledge", and his elitism that I mean to focus attention.

A good starting point is a passage from a famous letter to Hayek:

"Dangerous acts can be done safely in a community which think and feels rightly, which would be the way to hell if they were executed by those who think and feel wrongly" (CWK XXVII: 987-8).

To think and to feel “rightly” or “wrongly” is contingent on two elements: knowledge and values. Skidelsky labelled Keynes “a meritocratic elitist” (Skidelsky 2009: 223), and he was not the only one to take this view. O’Donnell makes the interesting point that:

“Keynes’s elitism [is] of an essentially intellectual variety, as distinct from those elitisms stemming from political, financial or military power. With individual varying in abilities, and with rationality linked to logical insight and knowledge, the presumption is strong that those with greatest mental power and education will have the greatest capacity in their given fields” (O’Donnell 1984: 66)

And he concludes that “Elitism is always a possible companion of intuitionist philosophy” (ibid). It was the belief in the rationality of ends as well as means that led Keynes to value “superior knowledge” as the guide to political actions. Superior knowledge can be acquired through experience and education, and only those who have acquired it can be entrusted with the management of affairs or enactment of reforms.

The *rational* pursuit of individual interest in economics, according to the utilitarian creed, does not guarantee the collective good, which Keynes identified with full employment. It is an assumption that leads to a logical fallacy, which Keynes identifies as the fallacy of composition. For instance, attempts to reduce real wages or increase the saving of individuals on the basis of an individual rationale will not achieve the aim if undertaken by all, since aggregate prevails over individual effect. Another example is when the level of aggregate demand is kept drastically low within a country to satisfy the *reasons* of the victor or creditor, leading to a deflationary potential for *all* the economies. Thus, lack of reasonableness leads to consequences not only morally reprehensible but also economically disastrous for anyone who has sought guidance solely from the individual point of view.

In Keynes’s economics the impasse of failure to achieve the aggregate effect of full utilisation of resources can be remedied with a set of direct and indirect instruments designed to overcome individual inertia and generate the level of demand necessary to raise the level of employment. Much has been written on the extent to which Keynes endorsed state intervention (Marcuzzo 2010, Backhouse and Bateman 2012). It is worth recalling the main points here.

Keynes’s argument is summarized in the need for fiscal stimulus to boost the economy from the depths of recession; the burden of the deficit is not seen as the main drawback for government intervention, but as a condition necessary to address a failure in aggregate demand. This argument does not, however, imply unqualified government intervention. Government expenditure is to be finalised to provide enough investment to counterweight a decline in private investment and a level of consumption insufficient to generate the level of aggregate demand necessary to maintain full employment.

Although Keynes’s mistrust of the smooth working of market forces came long before the *General Theory*, the case for intervention is made there forcefully in the case of aggregate demand failure. However, the policy message in the *General Theory* is to sustain the level of investment – more “stabilizing business confidence” (Bateman 1996: 148) than debt-financed public works. His reliance on “socializing investment” rather than fiscal policy aiming at smoothing out consumption levels over the cycle shows his concern for the size of the deficit and the importance attributed to market incentives to bring about the desired level of employment. “If the State is able to determine the aggregate amount of resources devoted to augmenting the instruments [of production] and the basic rate of reward to those who own them,” he wrote in the *General Theory*, “it will have accomplished all that is necessary” (CWK VII: 378).

His “vision” of the future of capitalist society rested on the belief that freedom from

economic constraints would allow the vast majority of the population to pursue happiness and enjoyment in their lives. “It is not any fear of a failure of physical productivity to provide an adequate material standard of life that fills me with foreboding,” he remarked, addressing the House of Lords in February 1943:

“The real problems of the future are first of all the maintenance of peace, of international co-operation and amity, and beyond that the profound moral and social problems of how to organize material abundance to yield up the fruits of a good life” (CWK XXVII: 261)

Keynes rejected utilitarianism, both in ethics and politics, and he did not endorse consequentialism in his ethical philosophy, but he accepted it in his political philosophy, the purpose of which, he believed, was to provide reasons for action.

According to Keynes, the goal of an ethically rational society could be achieved by overcoming the economic and moral obstacles that encumbered contemporary society. For Keynes persuasion – the primary tool of political action – provided the means to given ends. These means were to be grounded in sound knowledge and experience, which are the basis of trust and confidence in expert advice and council. He wrote:

“The first condition of successful control and useful interference of whatever kind from above is that it must be done with knowledge” (CWK XIX: 643).

Keynes’s view of economics, whereby full employment was the instrument or “social primary” means to a good life, was intertwined with his consequentialism in politics,

In conclusion, his prescription for a better society lies in setting rules and limitations in the market arena, not letting individual self-interest prevail, and putting some governing bodies in charge of filling the gap when deficient aggregate demand occurs, so that the acquisition of material goods and the fruition of the enjoyments of life be not a privilege of the few but the conquest of civilization. There are at least two reasons why the ideas put forward by Keynes in the 1930s are still relevant for the world of today. The first, and perhaps the most important, is the global recession which has been persisting since 2008-9 and even now is showing only a few timid signs of recovery, forcefully reminding us of the events which prompted Keynes to look for solutions to mass unemployment and economic disruption. The second is the still pervasive free-market ideology that inspired the policies and behaviour that played no small part in fuelling the crisis. The traditional remedies to cure the 1930s recession – reliance on market mechanisms and balancing the budget – have been resurrected in the present times, and while criticism of the austerity policies is gaining momentum Keynes’s arguments still fail to be widely and fully accepted. It is time we woke up to them.

## References

- Backhouse, R. and Bateman, B. (2012), “Keynes and the Welfare State”, *History of Economic Thought and Policy*, 1(1), p. 7-19.
- Bateman, B. (1996), *Keynes’s Uncertain Revolution*. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- Carabelli, A. and N. De Vecchi (1999), “‘Where to draw the line’? Keynes versus Hayek on Knowledge, ethics and economics”, *Journal of the History of Economic Thought*, 6(2), p.271-296.
- Cristiano, C. and Marcuzzo, M.C. (2018), “John Maynard Keynes: The Economist as Investor”, *Review of Keynesian Economics*, (forthcoming).
- Eichengreen, B. (2012), “Economic History and Economic Policy”, *The Journal of Economic History*, 72(2), p.289-307.

- Harris, J. [1977] (1997), *William Beveridge. A Biography*, 2nd ed. Oxford: Clarendon Press.
- Keynes, J.M. (1971-1989), E. Johnson and D. E. Moggridge (eds), *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (CWK), London: Macmillan.
- CWK VII, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*
- CWK XIII, *The General Theory and After: Part I, Preparation*
- CWK XIV, *The General Theory and After: Part II, Defence and Development*
- CWK XVII, *Activities 1920-2: Treaty Revision and Reconstruction*
- CWK XIX, *Activities 1920-9: The Return to Gold and Industrial Policy*
- CWK XXI, *Activities 1931-9: World Crisis and Policies in Britain and America*
- CWK XXVI, *Activities 1941-6: Shaping the Post-War World: Bretton Woods and Reparations*
- CWK XXVII, *Activities 1940-6: Shaping the Post-War World: Employment and Commodities*
- Marcuzzo, M.C. (2014), "Whatever happened to the Keynesian multiplier?" in R. Baranzini and F. Allisson (eds), *Economics and Other Branches: In the Shade of the Oak Tree. Essays in Honour of Pascal Bridel*, London: Pickering & Chatto, p. 157-68.
- Marcuzzo, M.C. (2013), "Re-embracing Keynes. Admirers, Scholars and Sceptics in the Aftermath of the Crisis", in T. Hirai, M. C. Marcuzzo and P. Mehrling (eds), *Keynesian Reflections. Effective Demand, Money, Finance and Policies in the Crisis*, Delhi: Oxford University Press, p. 3-23.
- Marcuzzo, M. C. (2010), "Whose Welfare State? Beveridge vs Keynes" in R. Backhouse and T. Nishizawa (eds), *No Wealth but Life: Welfare Economics and the Welfare State in Britain 1880-1945*, Cambridge: Cambridge University Press, p. 189-206.
- O'Donnell, R. M. (1989), *Keynes: Philosophy, Economics and Politics. The Philosophical Foundations of Keynes's Thought and Their Influence on his Economics and Politics*. London: Macmillan.
- Popper, K. [1935] (1959), *The Logic of Scientific Discovery*, London: Hutchinson.
- Robinson, J. (1964), *Economic Philosophy*, Harmondsworth: Penguin Books.
- Robbins L. (1932), *An Essay on the Nature and Significance of Economic Science*, London: Macmillan.
- Shapiro, N. (2012), "Keynes, Steindl, and the Critique of Austerity Economics", *Monthly Review*, 64(3), p.103-13.
- Skidelsky, R. (2009), *Keynes. The Return of the Master*. Public Affairs: New York.
- Sylos Labini, P. (2009), "Le prospettive dell'economia mondiale", *Moneta e Credito*, 62(245-248), p. 61-89.
- Temin, P. (2010), "The Great Recession and the Great Depression", *NBER Working Paper*, 15645, January.
- Wray, R. (2013), "The Dismal State of Macroeconomics and the Opportunity for a New Beginning" in J. Davis and W. Hands (eds), *The Elgar Companion to Recent Economic Methodology*, Cheltenham: Edward Elgar, p. 452-72.

## Elementos pós-Keynesianos e Estruturalistas para a análise da vulnerabilidade externa Latino-Americana no contexto de finanças globalizadas

Saulo Quadros Santiago\*

Adriana Moreira Amado†

### Resumo

O artigo analisa a vulnerabilidade externa dos países periféricos latino-americanos, no contexto da globalização financeira. Para isso, busca desenvolver uma abordagem que integre os elementos da teoria estruturalista, que considera as especificidades produtivas e tecnológicas desses países, com os da teoria pós-keynesiana, que ressalta as especificidades monetárias e financeiras. Argumenta-se, então, que os países da América Latina são mais vulneráveis a oscilações na preferência pela liquidez internacional do que os países centrais, devido ao baixo desenvolvimento dos seus sistemas nacionais de inovação, à concentração da sua pauta de exportações em bens primários e da sua pauta de importação em bens de capital e insumos processados, à baixa liquidez de suas moedas no cenário externo, à sua inserção marginal nos fluxos internacional de capital e ao baixo desenvolvimento dos seus sistemas financeiros domésticos.

**Palavras-Chave:** Globalização Financeira, Vulnerabilidade Externa, América Latina.

### Abstract

The article analyzes the external vulnerability of Latin-American peripheral countries in financial globalization. For this purpose, it develops an approach that integrates elements of structuralist theory, which considers the productive and technological specificity of these countries, with the post-Keynesian theory, which emphasizes the monetary and financial specificities. It is argued then that Latin-American countries are more vulnerable to swings in international preference for liquidity than the central countries, due to: the low development of their national innovation systems; the concentration of its exports on primary goods and of their import on capital goods and on manufactured inputs; the low liquidity of their currencies; its marginal insertion in international capital flows; and the low development of its domestic financial system.

**Keywords:** Financial Globalization, External Vulnerability, Latin America.

**JEL Classification:** B50; F65; G15; O16

---

\* Doutor em economia pela Universidade de Brasília e pesquisador do IPEA

† Professora do Departamento de Economia da Universidade de Brasília

## 1. Introdução

O termo “globalização financeira” refere-se à capacidade estratégica de atuação em âmbito “global” do investidor financeiro no processo de composição de suas carteiras de ativos e na realização de operações de arbitragem entre diferentes instrumentos financeiros, compartimentos e países, onde eles são negociados (Chesnais, 2005). Mais precisamente, “globalização financeira” diz respeito à integração entre os mercados financeiros *onshore* (sujeitos à jurisdição nacional) e *offshore* (não sujeitos à jurisdição nacional) e entre os mercados *onshore*, possibilitada por meio de decisão política dos diversos Estados nacionais. Segundo Chesnais (2005), apesar do processo de mundialização<sup>1</sup> financeira ter sido iniciado em 1958, com a criação do mercado de “eurodólares”<sup>2</sup>, e ter se favorecido posteriormente pelo colapso do sistema de Bretton Woods e implementação de um sistema de câmbio flexível, foi em 1979-81, com as medidas de liberalização e desregulamentação dos mercados de dívidas públicas, concomitante à alta do dólar e das taxas de juros norte-americanas, que o sistema financeiro globalizado contemporâneo ganhou impulso. Nas palavras do autor:

“A mundialização financeira foi preparada pelo mercado de eurodólares, depois pela passagem a um regime de taxas de câmbio flexíveis após o colapso do sistema de Bretton Woods. O mercado de câmbio foi, assim, o primeiro a entrar na mundialização financeira contemporânea. Ele permanece um dos mercados onde os investidores internacionais continuam a manter parte de seus ativos. Mas foram as medidas de liberalização e de desregulamentação de 1979-81 que deram nascimento ao sistema de finança mundializado tal como o conhecemos” (Chesnais, 2005, p. 44)

Desde o final da década de 1970, tem sido observado um movimento de abertura das contas de capital e financeira dos balanços de pagamentos de diversas economias desenvolvidas, facilitando tanto o acesso aos ativos financeiros domésticos e à moeda nacional aos não residentes, quanto o acesso aos ativos e moedas estrangeiras aos residentes domésticos. Desta maneira, há uma tendência à unificação dos diversos mercados financeiros em âmbito externo e interno<sup>3</sup> (Chesnais, 2005; Amado, 2004; Plihon, 1995).

A participação das economias periféricas da América Latina<sup>4</sup> nesse processo, a partir da integração aos mercados financeiros globais, ocorreu principalmente a partir do início da década de 1990. Porém, conforme já destacado pela literatura econômica sobre a região, como Cepal (2001), Ocampo (2001) e Ffrench-Davis e Ocampo (2001), ele culminou com a ocorrência de crises de balanço de pagamentos ainda nessa década e no início da seguinte.

Entre 2003 e 2007, observa-se uma menor volatilidade no mercado financeiro global, coincidindo com uma melhoria e certa estabilidade do desempenho macroeconômico dos países latino-americanos, interrompidas pela crise originada no mercado hipotecário norte-americano em 2007, no segmento de hipotecas de alto risco (*subprime*), que culminou com a falência do banco de investimentos Lehman Brothers, em setembro de 2008, e cujos impactos recessivos sobre as economias periféricas foram amenizados pela política monetária expansionista dos Estados Unidos, pela realização de políticas anticíclicas domésticas e pela

---

<sup>1</sup> O termo “mundialização” é utilizado como sinônimo de “globalização” por Chesnais (2005).

<sup>2</sup> Mercado financeiro *offshore* na City de Londres, com ativos denominados em dólar.

<sup>3</sup> “A mundialização financeira remete tanto à ‘descompartimentalização’ interna entre diferentes funções financeiras e diferentes tipos de mercado (de câmbio, de crédito, de ações e obrigações) quanto à interpenetração externa dos mercados monetários e financeiros nacionais e sua integração nos mercados mundializados” (Chesnais, 2005, p. 46).

<sup>4</sup> No restante do trabalho, será usado o termo “economias periféricas” para caracterizar principalmente os países latino-americanos. Apesar da maioria das economias asiáticas ser periférica, elas não serão consideradas na análise, por ter características diferentes da América Latina, no que diz respeito aos sistemas financeiros e à competitividade externa.

manutenção do preço internacional de *commodities* em patamar elevado, influenciada pela demanda chinesa. Porém, a partir de 2013, verifica-se uma contração e um aumento da instabilidade nas economias periféricas, associados à perda de confiança dos investidores internacionais, diante da possibilidade de normalização da política monetária norte-americana e da redução dos preços das *commodities* (Akyüz, 2015; IMF, 2015a; IMF, 2015b).

A ocorrência de crises de balanço de pagamentos na América Latina na segunda metade da década de 1990 e início da de 2000, a melhoria do seu desempenho macroeconômico entre 2003 e 2007 e a contração e instabilidade observadas após 2008 podem ser relacionadas, em contexto de abertura financeira, a variáveis externas que determinam ou permeiam os ciclos de expansão e contração da liquidez internacional, entre elas, particularmente, o estado de expectativas internacionais. Ademais, diante da observação empírica feita por Resende e Amado (2007) de que os ciclos econômicos da América Latina tenderam a refletir as variações na liquidez internacional, entre 1960 e 2002, é possível argumentar que a trajetória macroeconômica desses países tem sido afetada em graus variados pelo estado das expectativas prevalecente no cenário internacional. Esta influência passa a ser maior conforme o grau de abertura destas economias aos fluxos financeiros internacionais, ou seja, proporcionalmente ao aumento da sua participação no processo de globalização financeira, que, ao incentivar as atividades especulativas, tende a aumentar o volume de compras e vendas de ativos financeiros, em âmbito mundial e nacional, e elevar a volatilidade macroeconômica dos diversos países (Plihon, 1995).

Para uma melhor análise da vulnerabilidade externa da América Latina ao estado de ânimo dos investidores internacionais, é preciso retomar os principais conceitos da teoria pós-keynesiana e associá-los às especificidades das estruturas produtivas e tecnológicas das economias periféricas, discutidas no âmbito dos trabalhos estruturalistas, e às características das suas moedas nacionais, frente às demais, e dos seus sistemas financeiros domésticos, enfatizadas predominantemente pela teoria pós-keynesiana. Tendo em vista que esse tipo de análise já foi conduzido em outros trabalhos, como Andrade e Prates (2012), De Conti, Prates e Plihon (2014) e Kaltenbrunner (2015), mas sem levar em consideração elementos destacados pela teoria neoestruturalista, este trabalho buscará integrá-los na caracterização dos países periféricos da América Latina, de forma a avançar na discussão e a contribuir para um entendimento mais amplo da volatilidade macroeconômica que tem sido observada nessas economias, no contexto de aumento da sua integração aos mercados financeiros globais.

Além desta introdução, o trabalho será desenvolvido em mais cinco seções. A seção 2 procura fornecer os elementos principais da teoria da preferência pela liquidez pós-keynesiana, de forma a ressaltar a predominância do comportamento especulativo, em âmbito global, e os seus impactos sobre os juros, a taxa de câmbio e os preços dos ativos. Na seção 3, adota-se a hipótese de fragilidade financeira de Minsky (1986) para economias abertas, enfatizando o processo de financiamento e consolidação do investimento. Na seção 4, analisa-se a concepção do sistema centro-periferia feita pelos estruturalistas e neoestruturalistas, associando-a aos elementos da teoria pós-keynesiana. A seção 5 procura examinar a inserção das economias periféricas no cenário internacional, a partir de um referencial teórico keynesiano-estruturalista. A seção 6 analisa a vulnerabilidade externa da América Latina, utilizando os elementos pós-keynesianos, estruturalistas e neoestruturalistas destacados ao longo do trabalho.

## **2. A Teoria da Preferência pela Liquidez no Contexto da Globalização Financeira**

A teoria da preferência pela liquidez pós-keynesiana, baseada nos trabalhos desenvolvidos por Keynes após 1936, destaca-se das demais abordagens econômicas por trabalhar com a perspectiva de economia monetária de produção, caracterizada por tempo histórico, incerteza

e moeda<sup>5</sup>, elementos que não podem ser compreendidos de forma independente um dos outros (Dow, 1985; Carvalho, 1992)<sup>6</sup>. Esses elementos, por sua vez, se refletem no processo de escolha de ativos. Diante da incerteza que permeia a economia capitalista, a moeda passa a ser vista como um ativo que possui como atrativo uma liquidez superior aos demais, proporcionando ao seu detentor maior segurança e flexibilidade para tomar decisões, sem que sua posse acarrete em perdas significativas de valor ao longo do tempo (Keynes, 1936; Dequech, 2000).

Devido aos seus atributos de elasticidades de produção e substituição negligenciáveis (Keynes, 1936), um aumento da participação da moeda em detrimento dos demais ativos no portfólio dos agentes tem como consequência uma redução no emprego, no investimento e no nível de atividade, o que resulta na sua não neutralidade sem a existência de mecanismos limitadores intrínsecos para tal, no curto e no longo prazo. Além disso, diante da incerteza, os *animal spirits* e as convenções ganham importância na determinação do portfólio dos agentes, o que resulta no aumento do grau de instabilidade da demanda por moedas e ativos e, portanto, na volatilidade do investimento (Keynes, 1937).

Conforme ressaltado por Amado (2004), a teoria da preferência pela liquidez continua válida mesmo no contexto de globalização financeira, em que os avanços nas tecnologias da informação e comunicação, concomitantes ao movimento de abertura e liberalização das economias domésticas, traduziram-se em aumento da liquidez dos mercados de ativos e moedas. Ainda nesse cenário, a moeda nacional continua possuindo o prêmio máximo de liquidez, em âmbito exclusivamente doméstico, uma vez que mantém os seus atributos de elasticidades de produção e substituição próximas a zero, o que contribui para que seu valor apresente maior estabilidade em comparação com o dos demais bens e, conseqüentemente, para que ela permaneça como a unidade de conta para a denominação da maioria dos contratos internamente, em especial dos contratos salariais, conferindo flexibilidade para o seu detentor<sup>7</sup>. Sendo o trabalho o insumo mais geral e comum, no âmbito da produção capitalista, seus contratos ganham importância para a tomada de decisão, favorecendo o elevado prêmio por liquidez da moeda (Amado, 2004; Keynes, 1936). Nas palavras de Keynes (1936):

“(...) o fato de serem os contratos fixos e de serem os salários geralmente bastante estáveis, em termos de moeda, contribui sem dúvida em larga medida para que a moeda tenha um prêmio de liquidez tão elevado.” (Keynes, 1936, p. 185)

Sobre essa questão, Amado (2004) enfatiza:

“A liquidez da moeda deve-se em grande parte ao fato de o trabalho ser o insumo mais comum, geral, das economias monetárias de produção, e de sua remuneração ser feita em termos monetários, e essa remuneração ter por base contratos que são, também, monetários, o que, em certo sentido, fornece uma âncora à moeda.” (Amado, 2004, p. 504)

---

<sup>5</sup> Uma lista mais completa de fundamentos que caracterizam uma economia monetária de produção pode ser obtida em Carvalho (1992).

<sup>6</sup> Carvalho (1992) observa que os fundamentos da teoria pós-keynesiana não podem ser categorizados como axiomas, os quais são amplamente utilizados pela teoria neoclássica, sendo entendidos como hipóteses que não podem ser explicadas por meio de outras. Em outras palavras, axiomas são ideias ou concepções irreduzíveis. Eles são considerados como átomos, independentes um do outro, que podem ser combinados e daí resultar em uma teoria. Como moeda, tempo histórico e incerteza constituem-se elementos que não podem ser compreendidos de forma independente um do outro, é equivocado considerá-los axiomas.

<sup>7</sup> Por ser unidade de conta dos contratos, a moeda é o ativo utilizado para a liquidação dos passivos deles provenientes.

Por continuar sendo o ativo mais líquido da economia, em âmbito doméstico, a moeda nacional ainda é demandada para atender aos motivos transação, precaução e especulação. Porém, conforme observado por Dow (1999), desvalorizações cambiais e dinâmicas inflacionárias podem diminuir a sua demanda, já que diminuem sua capacidade de desempenhar a função de reserva de valor. Assim, em cenários de deterioração da taxa de câmbio ou de inflação, os agentes residentes podem buscar algum outro ativo substituto para a moeda nacional, para uso em âmbito doméstico, que possua maior liquidez, como é o caso do dólar, que apresenta maior capacidade de desempenhar a função de reserva de valor, sendo também utilizado para a liquidação da maior parte dos contratos internacionais (Kaltenbrunner, 2015; Carneiro, 2008).

Ao possibilitar a atuação, em escala global, do investidor financeiro na composição do seu *portfólio*, tornar cada vez mais fácil a transação de ativos financeiros e moedas entre países e elevar os riscos decorrentes da variação das taxas de câmbio e dos preços dos ativos, estimulando o surgimento de inovações financeiras, como derivativos e títulos securitizados, a globalização financeira tem favorecido a atividade especulativa no contexto mundial (Guttman, 2015; Torres Filho, 2014; Amado, 2004; Plihon, 1995). Nesse sentido, há uma elevação no volume de negociações envolvendo moedas, títulos públicos e privados, de renda fixa e variável, entre países, visando a obtenção de ganhos de capital de curto prazo. Essas operações são guiadas por expectativas de valorização dos ativos e das moedas em curto período de tempo. Como ressaltado por Keynes (1936), o especulador busca antecipar a psicologia do mercado, visando obter ganhos financeiros. Diante da incerteza que permeia a economia, essas expectativas de ganhos de capital são influenciadas pelas convenções<sup>8</sup>. A volatilidade destas eleva o grau de instabilidade das negociações entre moedas e ativos financeiros, o que aumenta ainda mais a incerteza em âmbito doméstico e internacional.

A ampliação do leque de ativos financeiros passíveis de serem incorporados nos portfólios dos agentes e a elevação da volatilidade das expectativas de ganhos de capital tendem a reforçar a demanda pela moeda pelo motivo especulação. Mais especificamente, o aumento da incerteza resultante do crescimento do grau de instabilidade dos preços dos ativos e das taxas de câmbio aprofunda a preferência pela liquidez dos agentes residentes, em âmbito doméstico (Amado, 2004). Considerando que a taxa de juros consiste no prêmio demandado pelos agentes para que eles abram mão da liquidez máxima representada pela moeda e que a moeda nacional, enquanto for utilizada como unidade de conta e meio de liquidação dos contratos domésticos, continua sendo o referencial máximo de liquidez internamente<sup>9</sup>, quanto maior for a preferência pela liquidez, maior será a taxa de juros. Em outras palavras, a volatilidade macroeconômica aumenta a incerteza a que estão sujeitos os agentes, tendo impactos sobre a taxa de juros.

É importante destacar que, diante dos atributos de baixas elasticidades de produção e de substituição da moeda, a preferência pela liquidez, juntamente com a eficiência marginal do capital, permanece sendo elemento fundamental para a explicação do investimento e,

---

<sup>8</sup> Segundo Andrade e Prates (2012), as convenções são “uma forma de conhecimento social tácito, geralmente com base na experiência passada e nas interações entre os agentes no espaço e no tempo. As convenções são a incorporação de um tipo de conhecimento que foi gerado a partir da ação intersubjetiva no tempo histórico” (Andrade e Prates, 2012, p. 239).

<sup>9</sup> “Uma vez que os salários e a maioria dos contratos são determinados em moeda nacional, esta é a que atrai para si o atributo de liquidez máxima. O que ocorre com o desenvolvimento financeiro associado à globalização e à consequente abertura das contas de capitais é uma aproximação dos vários ativos, com seus ganhos de liquidez, do referencial de liquidez que é representado pela moeda nacional e a consequente ampliação da esfera da especulação no sistema como um todo. Contudo, em momento algum a moeda perde seu papel de referência de liquidez” (Amado, 2004, p. 504)

portanto, do nível de emprego e de renda. Assim, a elevação da preferência pela liquidez, diante do aumento da percepção de incerteza, tende a ter impactos negativos sobre o desempenho macroeconômico doméstico. Em outras palavras, o aumento da instabilidade gerado pelo aprofundamento da globalização financeira influencia o desempenho real das economias nacionais.

No entanto, ressalta-se que o fato de uma moeda ser o ativo mais líquido no seu país emissor não implica necessariamente que ela tenha o mesmo atributo de liquidez no cenário internacional. A liquidez internacional de um ativo depende da sua capacidade de ser convertida em um meio de pagamento internacionalmente aceito, no menor intervalo de tempo possível, sem incorrer em perda de valor para o seu proprietário (Chick, 1983; Carvalho, 1992). Nesse sentido, a moeda que conseguir desempenhar de forma mais ampla as suas funções de meio de pagamento, unidade de conta e reserva de valor, no contexto internacional, será por definição o ativo com maior liquidez internacional, uma vez que a sua liquidez depende da sua capacidade de se transformar em si mesmo. Observa-se, assim, a existência de uma hierarquia internacional entre as diversas moedas segundo o seu grau de liquidez e conversibilidade de fato<sup>10</sup> (De Conti, Prates e Plihon, 2014, 2015; Kaltenbrunner, 2015; Andrade e Prates, 2012; Carneiro, 2008). O posicionamento de uma determinada moeda na hierarquia do sistema monetário internacional depende de variáveis geopolítica e geoeconômicas, havendo destaque para:

“i) a dimensão da economia emissora da moeda em questão e sua integração (comercial e financeira) com o restante do mundo; ii) o poder político de cada país no cenário internacional (nas relações bilaterais e, igualmente, junto às instituições multilaterais); e iii) o ‘voluntarismo político’, a saber ações deliberadas de um governo nacional com o intuito de intensificar o uso internacional de sua moeda.” (De Conti et al. , 2014, pp. 345-346)

Tendo em vista que o conjunto dessas variáveis pode sofrer alterações apenas no longo prazo, sendo resultado de transformações no contexto geopolítico e geoeconômico mundiais, existe uma inércia no que diz respeito à posição das moedas na hierarquia do sistema monetário internacional. Como esta não pode ser alterada no curto prazo por meio da ação isolada de um só país, o contexto internacional vigente age frequentemente como um fator de restrição às políticas nacionais, exercendo influência crucial sobre a dinâmica das taxa de juros e das taxa de câmbio, de forma diferenciada entre os diversos países, segundo o posicionamento da sua moeda na hierarquia internacional e o seu grau de abertura financeira (De Conti, Prates e Plihon, 2014, 2015; Kaltenbrunner, 2015; Andrade e Prates, 2012).

Por sua vez, a liquidez dos ativos financeiros é influenciada pela moeda que constitui sua unidade de conta. Nesse sentido, ativos denominados em dólar possuem seus rendimentos também em dólar e podem ser mais facilmente vendidos em troca desta moeda. Assim, eles normalmente possuem elevada liquidez. Já os ativos denominados em moedas com posicionamento inferior na hierarquia internacional possuem menor liquidez, uma vez que eles precisam ser inicialmente convertidos na moeda do seu país emissor e, posteriormente, em uma divisa com liquidez mais elevada. Dessa forma, há um número maior de etapas ao longo desse processo, além de haver um risco maior de perda de valor em termos da divisa-chave.

---

<sup>10</sup> A conversibilidade de fato diz respeito à capacidade de a moeda desempenhar, na prática, as suas funções clássicas, no cenário internacional. Ela se diferencia da conversibilidade *de jure*, que se refere à existência de um arcabouço legal que elimine as restrições para que a moeda nacional seja utilizada nas transações envolvendo moedas e ativos estrangeiros, ou seja, que suprima os controle sobre os fluxos internacionais de capital. Para mais detalhes sobre essa discussão, ver Belluzzo e Carneiro (2004).

Em contexto de expansão da liquidez internacional e, conseqüentemente, redução da preferência pela liquidez dos investidores que operam em âmbito global, costuma haver aumento da demanda por moedas de baixa liquidez e de ativos financeiros nelas denominados, devido às expectativas de valorização no curto prazo. À medida que esse cenário de otimismo se prolonga, há tendência de realização dessas expectativas, havendo, de fato, uma valorização cambial, que reforça a demanda por essas moedas (Andrade e Prates, 2012). É importante enfatizar que a ampliação da liquidez internacional implica também em menores taxas de juros internacional e doméstica e, portanto, em menor custo para a tomada de empréstimo, o que impulsiona essa dinâmica.

Como estas expectativas são voláteis, baseadas em convenções, essa fase é geralmente alternada por outra de contração da liquidez e aumento da desconfiança dos investidores internacionais. Uma vez que as moedas que ocupam as posições inferiores na hierarquia do sistema monetário internacional possuem menor capacidade de desempenhar suas funções clássicas, elas deixam de ser demandadas, havendo também redução da demanda por ativos financeiros nela denominados (De Conti, Prates e Plihon, 2014; Andrade e Prates, 2012). Ocorre, assim, uma desvalorização cambial, concomitante a um aumento das taxas de juros internacional e doméstica. Dessa forma, observa-se que a volatilidade da preferência pela liquidez e das expectativas no cenário internacional exercem impactos significativos tanto sobre a taxa de juros, quanto sobre a taxa de câmbio dos diversos países, segundo a posição de sua moeda na hierarquia do sistema monetário internacional.

Em relação à taxa de câmbio, é importante ressaltar que, no contexto da globalização financeira, ela passa a ser determinada em grande parte pela conta financeira do balanço de pagamentos, uma vez que os fluxos financeiros brutos entre países passaram a ter um volume significativamente superior aos fluxos comerciais (Harvey, 1999; Plihon, 1995). Como os fluxos financeiros para os países com moedas de baixa conversibilidade são bastante influenciados pelas expectativas voláteis de valorização de curto prazo de sua moeda e dos ativos nela denominados, suas taxas de câmbio adquirem um elevado grau de instabilidade.

### **3. Financiamento Externo e Fragilidade Financeira em Economias Abertas**

Além de ter conferido maior liberdade para as compras e vendas de ativos e moedas entre residentes e não residentes de um determinado país, a globalização financeira também tem proporcionado um aumento significativo do fluxo de crédito e depósito através das diversas fronteiras nacionais. É importante destacar também a atuação crescente de investimentos estrangeiros em títulos de renda fixa e ações nos mercados domésticos. Nesse sentido, possibilita-se que os bancos e investidores institucionais<sup>11</sup> passem a atuar em escala cada vez mais global.

Diante do aumento dos fluxos financeiros entre residentes de diferentes países e do crescimento de despesas operacionais e financeiras denominadas em moeda estrangeira, recorre-se ao arcabouço teórico minskyano de fragilidade financeira para economias abertas, de forma a obter uma melhor interpretação da instabilidade apresentada pelo capitalismo, principalmente a partir do final da década de 1970<sup>12</sup>. O conceito de fragilidade financeira está relacionado à forma como são financiadas as posições em ativos e ao caráter incerto das

---

<sup>11</sup> Termo utilizado para tratar dos agentes, como fundos de pensão, fundos de investimento e sociedades de seguros, cujas principais operações consistem na compra e venda de títulos (de renda fixa ou variável) que rendem juros ou dividendos (Chesnais, 2005).

<sup>12</sup> A utilização do arcabouço teórico minskyano para a explicação de fragilidade financeira em economias abertas também pode ser vista em outros trabalhos pós-keynesianos, como Kregel (1998), Dymski (1998), De Paula e Alves Jr (1999), Arestis e Glickman (2002) e Resende e Amado (2007).

expectativas de receitas, fundamentais para honrar os compromissos financeiros firmados. Considerando que as receitas futuras possuem caráter mais remoto, ao passo que os compromissos financeiros contraídos no passado e no presente apresentam maior rigidez ou grau de certeza, Minsky (1986; 1992), no desenvolvimento de sua teoria sobre fragilidade financeira, focada originalmente em economias fechadas, classificou as unidades econômicas, em termos das suas estruturas financeiras em três tipos, a partir da relação entre as expectativas de renda futura e os pagamentos contratuais: (i) unidades *hedge*; (ii) unidades especulativas; e (iii) unidades Ponzi.

As unidades *hedge* consistem naquelas cujas expectativas de rendimentos monetários são superiores às obrigações financeiras, em qualquer período do tempo. Nesse sentido, sua margem de segurança é suficiente para acomodar qualquer alteração que pode ocorrer no mercado financeiro, como, por exemplo, elevação na preferência pela liquidez, que se reflete em aumento das taxas de juros. No entanto, ela é vulnerável a oscilações nos mercados de bens e serviços, como reduções na demanda, que podem comprometer suas rendas futuras (Minsky, 1986).

As unidades especulativas, segundo Minsky (1986), consistem naquelas cujas expectativas de fluxos de caixa são suficientes para o pagamento dos juros resultantes das dívidas contraídas, mas insuficientes para a amortização de algumas parcelas do principal. Em outras palavras, as unidades especulativas possuem compromissos contratuais em montante superior às suas quase-rendas até determinado período de tempo, mas, a partir dele, esperam gerar rendas suficientes para honrar o passivo contraído. Para obter recursos monetários necessários ao pagamento dos seus compromissos contratuais, nos períodos iniciais, ela busca refinarçar a sua dívida, especulando, assim, sobre as condições futuras do mercado financeiro, ou então, vender os seus ativos. Uma eventual oscilação na preferência pela liquidez pode dificultar o refinanciamento, por aumentar as taxas de juros. Um processo de desvalorização de ativos também criar obstáculos para a obtenção de recursos para honrar os seus compromissos. Em caso de aumento das taxas de juros e/ou de desvalorização de ativos, essas unidades não conseguem pagar os seus passivos contratuais, tornando-se insolvente.

Finalmente, as unidades Ponzi são aquelas cujas expectativas de fluxos de caixa futuros são insuficientes para pagar tanto o principal da dívida contraída, quanto os seus juros, por isso tendem a contrair novos empréstimos para poder honrar seus compromissos contratuais. Ao longo de todo o período de tempo em consideração, elas não conseguem obter quase-rendas em montante necessário para pagar os passivos contraídos, a menos que haja algum choque muito favorável na economia (Minsky, 1986). Assim, suas dívidas crescem ao longo do tempo, evidenciando, para os credores, sua condição de insolvência. A vulnerabilidade das unidades Ponzi a alterações na preferência pela liquidez do mercado financeiro ou a um processo de desvalorização de ativos é ainda superior à vulnerabilidade apresentada pelas unidades especulativas.

Quanto maiores forem o grau de incerteza relacionado aos fluxos futuros de caixa e o valor dos passivos contraídos, mais frágil será a estrutura financeira, sendo mais predominantes as unidades especulativas e Ponzi em relação às unidades *hedge*. Essa fragilidade pode se manifestar, por exemplo, na demanda por refinanciamentos ou empréstimos adicionais junto ao sistema financeiro para fazer face aos compromissos em vencimento.

Em economias abertas, na medida em que há possibilidade de que as receitas sejam denominadas em moedas distintas daquelas em que as despesas e os compromissos contratuais estão denominados, o preço relativo das moedas passa a ser um elemento adicional de incerteza (Kaltenbrunner, 2015; Arestis e Glickman, 2002; De Paula e Alves Jr, 1999). Diante de uma desvalorização cambial, as receitas podem não se mostrar suficientes

para honrar os passivos em moeda estrangeira, conforme foi inicialmente esperado. Nesse sentido, torna-se necessário recorrer ao mercado financeiro externo para viabilizar o pagamento dos compromissos em aberto.

Diante da ocorrência de descasamento de unidades de conta entre receitas e pagamentos contratuais, a oferta de crédito por parte das instituições financeiras internacionais depende do estado de expectativa quanto a capacidade do tomador de empréstimo gerar divisas estrangeiras em montante suficiente para cobrir tanto suas despesas operacionais, caso ela esteja denominada em moeda estrangeira, quanto a amortização e os juros do passivo externo. Caso o prazo do passivo do devedor seja inferior ao prazo de maturação do seu ativo, a geração de fluxo de caixa em moeda estrangeira em montante suficiente para o pagamento dos compromissos financeiros será influenciada por variações de curto prazo na taxa de câmbio, além das flutuações da taxa de juros internacional. Essas duas variáveis, em conjunto, afetam as condições de refinanciamento do passivo externo.

Nos casos de investimentos estrangeiros de portfólio no mercado doméstico, a perspectiva de desvalorização cambial e de queda nos preços dos ativos afetam negativamente a compra de títulos de renda fixa e ações denominados em moeda nacional, uma vez que se refletem em potenciais perdas para o agente que deseja posteriormente converter para moeda estrangeira os recursos aplicados e os respectivos rendimentos (Cintra, 2015; Biancareli, 2015). Assim, as expectativas de variações da taxa de câmbio e dos preços dos ativos influenciam a disponibilidade de investimentos de portfólio estrangeiro no mercado doméstico.

Uma vez que está relacionada a condicionantes macroeconômicos, a análise e a avaliação da capacidade do devedor gerar divisas estrangeiras e a perspectiva do investidor estrangeiro no mercado de portfólio doméstico converter futuramente seus recursos para moeda estrangeira, sem incorrer em perdas, transcendem o nível microeconômico da firma e passam a englobar o país como um todo, levando em consideração o seu balanço de pagamentos. Dessa forma, os próprios países podem ser classificados estilizadamente como unidades *hedges*, especulativas ou Ponzi, de acordo com a estrutura do seu balanço de pagamentos (De Paula e Alves Jr, 1999).

Os países classificados como *hedges* seriam aqueles capazes de gerar divisas em montante suficiente para honrar os compromissos financeiros e correntes com o exterior, por meio de receitas correntes ou da venda de ativos no mercado externo. Dessa forma, economias com elevada competitividade, que emitem moeda com elevada liquidez externa, tendem a ser classificados como *hedge*. Particularmente, aquelas cujas moedas estão situadas próximas ao topo da hierarquia monetária internacional, tendem a ser capazes de emitir um elevado percentual, senão a totalidade, do seu passivo externo em moeda local, conseguindo gerar fluxos de caixa suficientes para o pagamento dos compromissos firmados com o exterior<sup>13</sup>.

Os países especulativos seriam aqueles sem a mesma capacidade de geração de divisas estrangeiras, que possuem baixa competitividade e cujas moedas estão situadas em posições inferiores na hierarquia monetária internacional e, por isso, necessitam recorrer frequentemente a refinanciamentos junto aos mercados externos (ou ao estoque acumulado de reservas) para viabilizar a realização de gastos correntes e o pagamento dos compromissos financeiros, ambos em moeda estrangeira. Por fim, as unidades Ponzi seriam o caso extremo das unidades especulativas, apresentando passivo externo crescente ao longo do tempo,

---

<sup>13</sup> É importante destacar que os Estados Unidos, por ser o país emissor da divisa-chave, situada no topo da hierarquia internacional, conseguem emitir dívida em sua própria moeda no mercado externo (Kaltenbrunner, 2015; Carneiro, 2008). Por isso, é classificado como unidade *hedge*.

devido a insuficiência de receitas em moeda estrangeira para fazer face aos pagamentos tanto do principal da dívida externa, quanto dos seus juros.

É importante ressaltar que, assim como destacado por Minsky (1986), a vulnerabilidade externa de um país e sua consequente classificação em unidade *hedge*, especulativa ou Ponzi estão relacionadas ao valor dos compromissos contratuais e à perspectiva de obtenção de fluxo de caixa em montante suficiente para liquidá-los. A principal diferença entre as análises para economias fechadas e para economias abertas diz respeito à possibilidade de financiar posições em ativos a partir de obrigações denominadas em moeda estrangeira<sup>14</sup>, o que se torna mais frequente para as economias cujas moedas possuem baixa liquidez, estando em posição inferior na hierarquia internacional (Kaltenbrunner, 2015). Por sua vez, a capacidade de pagamento desses compromissos depende da capacidade de obtenção de divisas por meio de operações correntes e financeiras com o resto do mundo e, em último caso, da queima de parcela do estoque acumulado de reservas cambiais.

A capacidade de geração de divisas, ao longo do tempo, de um país cuja moeda e ativos financeiros possuem baixa liquidez internacional<sup>15</sup> está normalmente associada ao padrão histórico da conta de transações correntes do balanço de pagamentos e aos fatores estruturais que condicionam a sua inserção no cenário internacional (Resende e Amado, 2007). Caso o resultado em transações correntes seja historicamente negativo, mesmo em contexto de expansão da liquidez internacional, isso pode significar uma eventual dificuldade de obtenção de receitas correntes externas em montante suficiente para fazer face tanto às despesas relacionadas ao serviço da dívida, como juros e dividendos externos, quanto aos gastos operacionais com importação de bens e serviços.

Nesse caso, o país necessita continuamente refinarçar o seu passivo para fazer face aos gastos correntes e compromissos financeiros externos, estando vulnerável a variações na taxa de câmbio e na taxa de juros internacional, o que pode exercer impacto negativo no saldo em transações correntes, por meio das rubricas de pagamentos de juros e dividendos. O aumento progressivo dos pagamentos de juros internacionais, por sua vez, pode resultar em crescimento também do principal do passivo acumulado, aumentando as despesas futuras com amortização da dívida e, portanto, a perspectiva de *deficit* futuro também na conta financeira do balanço de pagamentos diante de uma eventual contração da liquidez internacional e redução da oferta de financiamento estrangeiro. Assim, há uma tendência a geração de desequilíbrios no balanço de pagamentos, nos países com *deficits* crônicos em conta-corrente e com moeda em posição inferior na hierarquia internacional.

De forma análoga ao que ocorre em economias fechadas, demanda-se moeda pelo motivo finanças para a viabilização da tomada de decisão de investir. Entretanto, no caso do bem de capital ser produzido por outro país, a moeda que atende a esse motivo é a estrangeira, não a nacional, a não ser que a moeda emitida pela economia importadora em questão esteja em posição superior na hierarquia internacional.

Se o país investidor não possui divisas estrangeiras em montante suficiente, ele recorre a financiamentos em moeda estrangeira. Não é necessária, assim, poupança prévia para o aumento do investimento, mas sim uma disposição dos bancos internacionais e dos demais agentes não residentes em se tornarem menos líquidos e, assim, ofertarem divisas para a economia doméstica.

---

<sup>14</sup> No caso de investimentos estrangeiros no mercado de portfólio local, em uma economia com livre conversibilidade da conta financeira, essa obrigação continua existindo, uma vez que, a qualquer momento, o investidor pode desejar converter para moeda estrangeira os ativos adquiridos.

<sup>15</sup> Países com moeda e ativos financeiros líquidos, no cenário internacional, conseguem vendê-los facilmente em troca das divisas necessárias, sem incorrer em perdas significativas de valor.

Por sua vez, os investimentos realizados permitem que a economia em questão produza bens, os quais podem ser destinados ao mercado interno ou ao externo. Nesse contexto, as exportações constituem importantes fontes de receita em moeda estrangeira, podendo propiciar o *funding* necessário para consolidar o investimento (Resende, 2007). Entretanto, não há nada que garanta que o país conseguirá gerar receitas de exportação em montante suficiente para isso. Para obter as receitas necessárias em moeda estrangeira, é preciso que ele seja competitivo no cenário internacional.

Assumindo-se que o país não possua reservas cambiais suficientes, caso ele não consiga obter recursos em moeda estrangeira, por meio da exportação, no valor devido para consolidar o investimento, será preciso recorrer a um refinanciamento do passivo, seja a partir de novas dívidas, seja a partir de venda de ativos financeiros a agentes não residentes, nos mercados domésticos ou externos. Nesse caso, o *deficit* comercial em conjunto com os pagamentos de juros e dividendos ao exterior se refletem em um *deficit* na conta de transações correntes do balanço de pagamentos. Assim, os países com baixo grau de diversificação da estrutura produtiva, que não conseguem produzir os bens de capital necessários para o seu desenvolvimento, que não possuem competitividade suficiente no comércio internacional e cuja moeda ocupa posição inferior na hierarquia internacional<sup>16</sup>, podem ser classificados como unidades especulativas ou Ponzi. Eles precisam de constantes ou até crescentes financiamentos junto ao exterior para possibilitar simultaneamente o seu desenvolvimento e o pagamento dos compromissos externos.

É importante observar que as condições de oferta de financiamento externo são balizadas pela expectativa de geração de divisas estrangeiras por parte do país tomador de empréstimo, em montante suficiente para fazer face às despesas abrangidas tanto na conta financeira quanto nas transações correntes do balanço de pagamentos. Essa expectativa, por sua vez, depende do histórico de pagamento dos compromissos externos, seja ele viabilizado por esforços produtivos que visem a geração de fluxos de renda em moeda estrangeira, seja ele resultante de refinanciamento externo do passivo ou da utilização de reservas cambiais. Ademais, ao observar que outras instituições estão expandindo financiamentos para uma quantidade maior de países, o credor internacional também aumenta a sua oferta, como forma de manter sua fatia de mercado e porque, em vista da incerteza, crê que as outras instituições podem possuir um conjunto maior de informações confiáveis. O mesmo tipo de raciocínio se aplica para a contração de financiamento, porém em sentido inverso. Por fim, outro importante balizador refere-se à avaliação de risco-país, ou seja, riscos de crédito soberano, efetuadas por bancos de grande porte e agências especializadas e expressadas em *ratings* e em indicadores como o *Emerging Market Bond Index Plus* (EMBI+) e o *Credit Default Swap* (CDS).

Assim, os agentes internacionais recorrem a convenções na formação de expectativa a respeito da solvência das economias devedoras. Em primeiro lugar, tendem a projetar para o futuro a situação presente ou o passado recente, expresso no histórico de pagamento dos compromissos. Em segundo lugar, recorrem a avaliações e aos comportamentos verificados por outras instituições ou pela média do mercado para tomarem as suas decisões. Quanto maior for a percepção de incerteza e, portanto, mais remota a base de informações a respeito de um determinado país, como é o caso dos latino americanos<sup>17</sup>, maior será a importância das convenções (Andrade e Prates, 2012).

---

<sup>16</sup> Conforme já ressaltado, a baixa liquidez externa de uma moeda nacional resulta em dificuldades de emissão de dívidas e ativos de portfólio nela denominados, no mercado internacional.

<sup>17</sup> Como será visto adiante, estes países tendem a ser classificados como unidades especulativas ou Ponzi, utilizando a nomenclatura minskyana.

Enquanto a percepção da incerteza global for baixa e as convenções estiverem favoráveis, os agentes internacionais reduzem as taxas de juros, ampliam os prazos dos empréstimos ofertados e apresentam maior demanda pelos ativos negociados nos mercados domésticos. Isso resulta em uma elevação da liquidez internacional. À medida que o país devedor conseguir pagar os compromissos externos, a conta financeira do seu balanço de pagamentos apresentará tendência de *superavit*. Isso, por sua vez, será refletido em valorizações graduais da sua moeda, o que aumenta a sua demanda e a dos ativos nela denominados para fins de especulação, já que os agentes se apoiam na convenção de que haverá continuidade da trajetória cambial corrente e, por isso, esperam obter ganhos de capital a partir da compra e venda posterior da moeda doméstica.

Uma eventual ampliação da incerteza, no cenário internacional, e a reversão das expectativas a respeito da solvência dos devedores pode interromper a fase de expansão da liquidez internacional, resultando em condições desfavoráveis para a oferta de financiamento. Nesse momento, apenas as economias com elevada competitividade no comércio exterior e que conseguem emitir um elevado percentual do seu passivo em moeda doméstica, no cenário internacional, conseguem honrar os compromissos externos. Esses países consistem nas unidades *hedge*, uma vez que o aumento da taxa de juros internacional e a desvalorização cambial não afetam a sua capacidade de pagamento dos compromissos financeiros junto a credores externos. Além disso, devido à capacidade das suas moedas nacionais desempenharem satisfatoriamente as funções clássicas em escala mundial, um aumento da percepção da incerteza global pode gerar um processo de valorização cambial a seu favor.

Essa mesma contração da liquidez internacional tem efeitos mais negativos nos países classificados como unidades especulativas e Ponzi. Por um lado, a sua incapacidade de geração de divisas estrangeiras se torna evidente (Resende e Amado, 2007). A contração do refinanciamento externo reduz a sua solvência, reforçando a tendência de fuga de capital. Por outro lado, sua moeda nacional é demandada predominantemente pelo motivo especulação, devido a sua posição inferior na hierarquia internacional, enquanto houver crescimento do *superavit* financeiro. Assim que a percepção de incerteza global aumenta, há recuo na demanda por sua moeda, o que leva a uma queda do seu valor em termos das moedas de maior conversibilidade.

É importante ressaltar que a elevação da taxa de juros internacional e a desvalorização da moeda doméstica aumentam o custo do passivo externo dos países especulativos e Ponzi. Nesse sentido, a fuga de capital dessas economias reduz ainda mais sua capacidade de solvência. Para conseguir honrar os compromissos financeiros junto aos agentes internacionais, possibilitar que estes convertam para moeda estrangeira o montante investido no mercado de portfólio doméstico e obter as divisas estrangeiras necessárias para fazer face aos gastos correntes, sem uso de reservas cambiais, esses países aumentam a oferta dos seus ativos, tentando vendê-los a preços cada vez mais aviltados. A redução das receitas e a queda do preço dos ativos domésticos geram, por sua vez, queda no nível de emprego e no desempenho macroeconômico desses países, evidenciando a não neutralidade da moeda. Dessa forma, na fase de contração da liquidez internacional, tende a ocorrer também um processo de desvalorização de ativos, com impactos negativos sobre o nível de emprego e renda, conforme observado por Kregel (1998), Arestis e Glickman (2002) e Dimsky (1998). Cumpre destacar que, em contexto de câmbio flutuante, os investidores estrangeiros detentores de títulos de renda fixa e ações negociados em âmbito doméstico, tendem a compartilhar as perdas decorrentes do processo deflacionário com a economia nacional, uma vez que só conseguem vendê-los a preços menores em termos de moeda.

Além disso, a não neutralidade da moeda se manifesta também em uma tendência de elevação da taxa de juros doméstica como resultado do aumento dos juros internacionais e da

desvalorização da moeda doméstica. Ocorre, assim, um crescimento do custo de oportunidade do investimento nacional, bem como um recuo no seu retorno financeiro, diante do processo de desvalorização de ativos, ou seja, da diminuição do preço de demanda do investimento e da tendência de redução do nível de emprego e renda domésticos. Nesse sentido, Resende e Amado (2007) observam que a variação da liquidez internacional tende a afetar as variáveis macroeconômicas dos países classificados como unidades especulativas ou Ponzi, no sistema financeiro internacional, exercendo impacto sobre a sua taxa de crescimento.

Ao elevar a instabilidade da taxa de câmbio e da taxa de juros, como decorrência da volatilidade de expectativas em âmbito internacional, a abertura financeira aumenta a incerteza nas economias consideradas especulativas ou Ponzi. O impacto sobre o emprego e a renda ocorre em razão principalmente da instabilidade macroeconômica, que, por acentuar a incerteza, influencia o investimento.

Assim, verifica-se que a abertura financeira tem efeitos diferenciados entre os países, dependendo da sua postura comercial e financeira. Esta depende da sua capacidade de emissão de moeda e ativos com elevado grau de liquidez internacional e de geração de fluxos de receita em divisas estrangeiras, por meio de operações correntes e financeiras. Para um melhor entendimento da instabilidade do capitalismo manifestada nos países da América Latina, é fundamental relacionar a forma como estas economias se inserem no sistema financeiro e monetário internacional e no comércio exterior às suas estruturas produtivas e financeiras domésticas. Para isso, é preciso levar em consideração a existência de um sistema centro-periferia, em âmbito internacional, caracterizado pela diferenciação entre os países, em termos da dinâmica apresentada pelas variáveis reais e monetárias, ressaltando a interação entre elas.

#### **4. Aspectos Estruturais do Sistema Centro-Periferia**

##### **4.1 A Concepção Estruturalista**

A introdução da concepção do sistema centro-periferia, no âmbito das teorias de desenvolvimento econômico, remonta ao pensamento estruturalista da Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (Cepal), desenvolvido entre o final da década de 1940 e o início da década de 1980. A sua principal motivação consistia em explicar, a partir do método analítico “histórico-estrutural” (Bielschowsky, 2009), as especificidades da estrutura produtiva das economias latino-americanas, que as diferenciam das economias mais desenvolvidas e têm consequências significativas em termos dos seus respectivos padrões de crescimento e desenvolvimento e das formas de inserção na economia global.

O sistema centro-periferia é considerado pelo estruturalismo consequência de um fenômeno histórico, resultante da forma como o progresso técnico impulsionado a partir da Revolução Industrial foi propagado mundialmente. Por um lado, os países pertencentes ao centro geram métodos de produção difundidos para os demais e para as suas regiões internas e maioria dos setores produtivos. Por outro lado, os países periféricos não são geradores de conhecimentos técnicos substanciais, obtendo um acesso tardio às novas técnicas desenvolvidas no centro. Ademais, estas são incorporadas em um número limitado de setores, havendo baixa difusão para o restante da estrutura produtiva periférica. Dessa forma, enquanto há uma homogeneidade setorial, em termos de adoção de técnicas produtivas, no centro, observa-se uma heterogeneidade na periferia, em que setores exportadores de elevada produtividade coexistem com setores arcaicos, cuja produção se destina ao mercado doméstico (Bielschowsky, 2009; Rodriguez, 2009).

Entre os principais trabalhos desenvolvidos pela Cepal que explicam a diferença entre as estruturas produtivas do centro e as da periferia, destacam-se Prebisch (1949; 1952), Cepal

(1949), Furtado (1983) e Tavares (1976). Segundo eles, a divisão internacional do trabalho tem beneficiado principalmente os países centrais, que são, em sua maioria, exportadores de produtos industrializados. Devido à tendência de longo prazo de deterioração dos termos de troca, o comércio internacional tende a concentrar os frutos do progresso técnico nestes países, ampliando o diferencial entre a sua renda real e a dos países periféricos, que são predominantemente primário-exportadores.

Outra implicação importante da tendência de longo prazo de deterioração dos termos de troca diz respeito ao surgimento de desequilíbrios externos. A progressiva redução dos preços das exportações das economias periféricas em relação aos preços de importações de bens industrializados leva a uma redução das suas receitas externas, portanto a um problema de escassez de divisas. Isso, por sua vez, dificulta o acesso da sua população a bens de consumos duráveis e não duráveis, além de afetar negativamente a realização de investimentos, tendo em vista que a maior parte dos bens de capital são provenientes dos países centrais.

O problema da escassez de divisas pode ser atenuado por empréstimos externos cujos serviços são recorrentemente pagos por meio de endividamentos adicionais de mesma natureza, devido à insuficiência de receitas comerciais em moeda estrangeira. Assim, pode-se observar que as economias periféricas, segundo o pensamento estruturalista, seriam equivalentes a unidades especulativas ou mesmo Ponzi, utilizando a nomenclatura desenvolvida por Minsky (1986). Elas apenas podem dar prosseguimento ao seu processo de desenvolvimento e industrialização, enquanto houver acesso ao financiamento externo, seja para viabilizar o investimento, seja para possibilitar o pagamento dos compromissos externos. A interrupção desse acesso gera, portanto, graves problemas para esses países, que podem ser amenizados a partir do desenvolvimento de setores produtivos domésticos que passem a ofertar, no mercado interno, os bens importados.

#### **4.2 A Concepção Neoestruturalista**

Diante dos acontecimentos históricos observados a partir da década de 1980, e tendo em vista a metodologia histórico-estruturalista do pensamento da Cepal, verifica-se uma mudança de parte do seu foco de análise e a introdução de novos conceitos na sua abordagem sobre as especificidades da América Latina como economias periféricas, em comparação aos países centrais do sistema (Bielschowsky, 2009; Rodriguez, 2009). Passa a se questionar, utilizando conceitos e análises próximas ao referencial neo-schumpeteriano, a forma como a industrialização vinha ocorrendo na região, entendendo-se que o desenvolvimento dos setores manufatureiros, a partir do processo de substituição de importação, foi baseado em uma imitação passiva das tecnologias utilizadas nos países centrais (Fajnzylber, 2000). Nesse sentido, são enfatizadas as deficiências no exercício da criatividade e nos processos de aprendizado, considerados como pré-requisitos para o avanço tecnológico contínuo e aumento da competitividade internacional dos países periféricos.

No que se refere especificamente à inserção internacional dos países periféricos, o neoestruturalismo se diferencia do estruturalismo por colocar menor ênfase na composição puramente setorial da pauta exportadora, dando maior destaque ao impacto do progresso técnico sobre a competitividade internacional das economias periféricas. Nesse sentido, critica-se também a ideia ortodoxa segundo a qual os países devem se especializar na produção de bens ou serviços que utilizem os fatores produtivos com maior disponibilidade ou abundância interna e, portanto, com menor custo em comparação ao resto do mundo. Para o neoestruturalismo, a competitividade resultante de baixos salários ou baixos custos de matéria-prima tem um caráter espúrio, tendendo a ser anulada pelo progresso técnico, que gera novos

processos ou novos produtos, de forma a modificar as relações de custos inicialmente associadas à dotação de fatores produtivos (Rodriguez, 2009).

A competitividade autêntica, de maior sustentabilidade ao longo do tempo, é proveniente do progresso técnico contínuo. A agregação de conhecimento aos bens e serviços domésticos, em conjunto com o aumento do encadeamento entre os diversos setores e segmentos produtivos e com a redução da heterogeneidade setorial, favorece a inserção internacional das economias periféricas, ao aumentar as suas receitas de exportação e, conseqüentemente, a disponibilidade de divisas para fazer face aos gastos com importação e aos compromissos financeiros em moeda estrangeira.

Nesse sentido, a concepção neoestruturalista do sistema centro-periferia está mais associada aos diferentes graus de desenvolvimento dos sistemas nacionais de inovação<sup>18</sup> entre os países periféricos e os centrais do que à diferença em relação à composição setorial, considerada no sentido amplo (bens primários, bens de consumo não duráveis e semi duráveis, bens de consumo duráveis, bens intermediários, bens de capital e serviços), das suas respectivas estruturas produtiva. Em relação a este aspecto, cumpre destacar que dentro de uma mesma categoria setorial (por exemplo, bens intermediários), pode haver heterogeneidade no que diz respeito à intensidade de utilização de conhecimento científico e tecnológico e à agregação de valor. Dessa forma, apesar do grau de desenvolvimento do sistema nacional de inovação ter impactos sobre a estrutura produtiva, o fato de haver uma elevada participação de setores manufaturados na estrutura produtiva não implica necessariamente em uma elevada capacidade de utilização e adaptação do conhecimento técnico disponível ou de geração de novas tecnologias. Levando em consideração que a competitividade de um país está relacionada à sua capacidade de absorção e geração de conhecimento tecnológico (Fajnzylber, 1990; Fagerberg, 1994), a mera observação da composição setorial, em grandes categorias<sup>19</sup>, de uma economia não permite obter conclusão significativa a respeito da sua inserção no comércio internacional e, portanto, da sua capacidade de geração de divisas a partir de receitas correntes.

Assim, as dificuldades de obtenção de *superavits* comerciais sustentáveis e o conseqüente estrangulamento externo das economias latino-americanas estão associados, segundo o neoestruturalismo, ao baixo grau de desenvolvimento dos seus sistemas nacionais de inovação, que não fornecem incentivos suficientes para a geração contínua de progresso técnico. Devido à baixa competitividade autêntica dessas economias, elas precisam recorrer frequentemente aos mercados internacionais para refinanciar seus passivos externos, sendo vulneráveis a variações na taxa de juros internacional e na taxa de câmbio. Ao relacionar a concepção neoestruturalista à pós-keynesiana, é possível concluir que as deficiências na estrutura de geração ou absorção de conhecimento tecnológico dos países periféricos resultam na sua baixa competitividade autêntica e comprometem sua capacidade de geração de divisas estrangeiras, a partir de receitas comerciais, em montante suficiente para possibilitar o pagamento dos compromissos externos, o que possibilita classificá-los como unidade especulativa ou Ponzi, no âmbito do sistema financeiro internacional.

#### **4.3 A Vulnerabilidade Externa dos Países da América Latina**

Ainda no âmbito do pensamento neoestruturalista, alguns trabalhos publicados a partir da década de 1990 demonstram clara preocupação com a vulnerabilidade da América Latina à

---

<sup>18</sup> Ambiente institucional que engloba as interações entre os diversos setores produtivos, as instituições financeiras e os institutos de ensino e pesquisa e fornece os incentivos para a realização de atividades de inovação tecnológica (Rodriguez, 2009).

<sup>19</sup> Bens primários, bens de consumo não duráveis e semiduráveis, bens de consumo duráveis, bens intermediários, bens de capital e serviços.

volatilidade dos fluxos internacionais de capital, exacerbada pela integração aos mercados financeiros globais. Alguns estudos produzidos pela Cepal e por economistas neoestruturalistas, como Abeles e Valdecantos (2016), Cepal (2001), Ocampo (2001) e Ffrench-Davis e Ocampo (2001), focaram as suas análises na composição do balanço de pagamento dos países latino-americanos, com ênfase nos componentes da conta financeira, e seus impactos sobre a instabilidade macroeconômica e sobre o processo de desenvolvimento dessas economias<sup>20</sup>.

Esses trabalhos ressaltam, em primeiro lugar, o aumento do peso de fluxos de curto prazo, a partir da década de 1990, na conta financeira dos países latino-americanos, havendo destaque para os empréstimos interbancários<sup>21</sup>. Isso, por sua vez, favoreceu a ocorrência de descasamentos de prazo e de unidade de conta entre passivos e ativos dos residentes na região, o que aumenta a sua vulnerabilidade em relação a variações na taxa de câmbio e na taxa de juros internacional, advindas de reversões nas expectativas dos investidores.

Em segundo lugar, observa-se que o desempenho macroeconômico desses países está diretamente relacionado às variações tanto nos fluxos internacionais de capital, quanto nos termos de troca. Nesse sentido, resalta-se que os impactos macroeconômicos das finanças externas têm efeitos predominantemente de curto prazo, tornando a trajetória do produto real instável (Ffrench-Davis, 2014).

Em terceiro lugar, os trabalhos neoestruturalistas (Ffrench-Davis, 2014; Ocampo, 2001; Ffrench-Davis e Ocampo, 2001) enfatizam também o impacto negativo que o aumento do influxo de capital externo gera sobre o saldo em transações correntes e sobre a estrutura produtiva dos países latino-americanos. Mais precisamente, a valorização da taxa de câmbio resultante do crescimento do influxo líquido de capital leva a um aumento das importações, desincentivando a produção e os investimentos nos setores de bens manufaturados transacionáveis. A taxa de câmbio permanece competitiva apenas para os bens primários, levando ao que a literatura denomina por “doença holandesa”<sup>22</sup>, que tende a agravar a heterogeneidade estrutural, aumentando a concentração da pauta exportadora em bens primários.

Dessa forma, há certa convergência entre os pensamentos pós-keynesiano e neoestruturalistas no que diz respeito à natureza volátil dos fluxos internacionais de capital e aos seus impactos sobre a instabilidade macroeconômica, o investimento e o desenvolvimento econômico. Isso leva às duas escolas de pensamento econômico a serem mais cautelosas e reticentes quanto à abertura financeira, posicionando-se a favor, por exemplo, de controles de capital. No entanto, o neoestrutulismo carece de um maior aprofundamento quanto à incerteza e as especificidades da moeda e do sistema financeiro capitalista e suas repercussões sobre o grau de vulnerabilidade externa apresentada pelas economias periféricas.

---

<sup>20</sup> A preocupação em relação ao aumento da instabilidade econômica proveniente dos fluxos financeiros internacionais está presente também nos trabalhos neoestruturalistas que tratam da importância do fortalecimento de mecanismos de cooperação regional, como, por exemplo, Ocampo (2006). Neste caso, defende-se o fortalecimento de instituições financeiras regionais, o aumento do diálogo macroeconômico e a coordenação de políticas entre vizinhos como forma de prevenir crises externas, evitar o contágio destas, respaldar a regulação e a supervisão prudenciais dos sistemas financeiros domésticos, entre outros objetivos. Para mais detalhes, ver Ocampo (2006).

<sup>21</sup> Nesse sentido, Ffrench-Davis e Ocampo (2001) observam que, enquanto na década de 1970, havia um predomínio dos fluxos de capital de longo prazo destinados a financiar o setor público, a partir da década de 1990, o financiamento externo tem caráter de curto prazo, sendo mais voltado para o setor privado.

<sup>22</sup> Bresser-Pereira e Gala (2010) aprofundam melhor esse tema.

Não se verifica, nos trabalhos neoestruturalistas, uma vinculação explícita entre a incerteza, o processo de escolha de ativos por parte dos agentes, nos moldes da teoria da preferência pela liquidez pós-keynesiana, e a volatilidade dos fluxos de capital entre as fronteiras dos países periféricos. Em outras palavras, não há uma associação clara entre a preferência por ativos de maior liquidez no ambiente internacional, como, por exemplo, aqueles denominados em moeda de maior conversibilidade e/ou de curto prazo, a variação da percepção sobre a incerteza por parte dos investidores internacionais e a volatilidade macroeconômica apresentada pela periferia. Nesse aspecto, há espaço então para uma conciliação entre as teorias estruturalistas e neoestruturalistas e a pós-keynesiana, levando em consideração a preocupação de ambas em relação ao aumento da vulnerabilidade externa, no contexto de globalização financeira.

## **5. As Assimetrias Monetárias e Financeiras**

Uma melhor compreensão da polarização entre centro e periferia, no sistema financeiro internacional e da sua consequência sobre a instabilidade macroeconômica dos países periféricos requer a retomada dos conceitos subjacentes à teoria da preferência pela liquidez e à hipótese de fragilidade financeira para economias abertas, associando-os às concepções estruturalista e neoestruturalista. Assim, é importante ressaltar, em primeiro lugar, a existência de uma hierarquia entre as moedas nacionais em âmbito internacional, relacionada à sua capacidade de desempenhar as funções clássicas no cenário externo, o que é consequência de fatores geopolíticos e geoeconômicos (De Conti, Prates e Plihon, 2015; 2014).

As moedas emitidas pelas economias periféricas ocupam posição inferior nessa hierarquia, refletindo sua baixa liquidez em comparação com as dos países centrais. O fato das moedas desses países não conseguirem desempenhar satisfatoriamente as suas funções clássicas no cenário internacional resultam em uma reduzida capacidade de emissão de passivos externos nelas denominados (Kaltenbrunner, 2015; Carneiro, 2008; Prates, 2002). Uma vez que suas moedas não são satisfatoriamente utilizadas como unidade de conta dos contratos firmados com o exterior e nem como meio para a sua liquidação, a periferia se depara com maior incerteza no que diz respeito à obtenção de fluxos de caixa compatíveis com as suas obrigações. Para honrar seus compromissos denominados em moeda estrangeira, elas recorrem a três principais alternativas: (i) geração de receitas correntes externas, comprometida pela sua baixa competitividade autêntica, relacionada ao reduzido grau de desenvolvimento dos seus sistemas nacionais de inovação; (ii) venda de ativos ou da própria moeda nacional em troca de divisas, dificultada pelo pequeno grau de liquidez da sua moeda, com posição inferior na hierarquia internacional; e (iii) utilização das reservas cambiais, cuja diminuição não é considerada desejável por afetar negativamente a confiança dos agentes em relação a solvência doméstica, baseada em convenções. Dessa forma, tende a haver obstáculos para a geração de divisas suficientes para o pagamento dos compromissos externos em vencimento.

Ao facilitar e reduzir os custos operacionais das transações internacionais, a globalização financeira tem o potencial de ampliar os passivos dos países periféricos denominados em moeda estrangeira, tornando-os vulneráveis a oscilações nas taxas de câmbio e de juros internacional, que refletem geralmente a preferência pela liquidez dos investidores externos. Ademais as diversas moedas nacionais passam a ser transacionadas como ativos financeiros, para fins de especulação. Assim, de forma semelhante à demanda por ativos financeiros, a demanda pela moeda doméstica passa a ser influenciada em grande medida pela preferência pela liquidez dos agentes internacionais, sendo suscetível ao *animal spirits* e a mudanças nas convenções. Esses dois fatores, por sua vez, tornam voláteis a taxa de câmbio, a taxa de juros e os preços dos ativos, aumentando a instabilidade da trajetória macroeconômica das economias periféricas.

Como a moeda dos países periféricos não desempenha satisfatoriamente, em âmbito internacional, as funções clássicas, não há limite para a desvalorização cambial, deflagrada por mudanças nas expectativas dos agentes internacionais (De Conti, Prates e Plihon, 2014). A expectativa de perda de valor do ativo doméstico, em termos da moeda internacional, leva por si só a um processo brusco de desvalorização cambial, que poderia ser interrompido caso a moeda doméstica fosse demandada internacionalmente pelos motivos transação e precaução, ou mesmo pelo motivo finanças, além do motivo especulação. Porém, este não é o caso.

Dessa forma, a posição das moedas dos países periféricos na hierarquia internacional amplifica as oscilações nas trajetórias de suas taxas de câmbio e, portanto, de juros, tornando o desempenho macroeconômico mais instável. Além disso, a elevada incerteza e o alto risco-país associados a essas economias tornam suas taxas de juros potencialmente superiores às das economias centrais (De Conti, Prates e Plihon, 2014). Ora, tanto a maior volatilidade das taxas de câmbio e de juros quanto os maiores patamares desta última impactam negativamente o investimento nas economias periféricas. Assim, a abertura financeira amplia o diferencial entre as suas trajetórias de desenvolvimento e as dos países centrais.

Além da assimetria monetária, relacionada à hierarquia de divisas no sistema internacional, destaca-se também a existência de assimetria financeira. Esta diz respeito tanto aos determinantes do fluxo de capitais que se direcionam para as economias periféricas, quanto ao seu volume e composição (Prates, 2002; Andrade e Prates, 2012).

Em primeiro lugar, as decisões a respeito do montante e da direção dos fluxos financeiros são tomadas, principalmente, nos países centrais, sendo influenciadas pelo momento do ciclo econômico em que estes países estão, pelo estado da preferência pela liquidez dos seus agentes e por decisões de caráter político. Dessa forma, os fluxos de capital em direção à periferia do sistema financeiro internacional são determinados por variáveis exógenas a eles, sendo afetados em grande parte pela condução da política econômica pelos outros países e pelo estado de confiança dos seus agentes.

Em segundo lugar, o sistema financeiro doméstico das economias periféricas latino-americanas tende a ser menos desenvolvido que o das economias centrais, conforme destacado por alguns trabalhos neoestruturalistas, como Vera e Pérez-Caldentey (2015) e Vera e Titelman (2013), e alguns pós-keynesianos, como Hermann (2014) e Studart (2001). Os mercados de capital da periferia costumam ter tamanho reduzido e pouca profundidade, quando comparados ao centro. Assim, o financiamento ao investimento é, em grande medida, realizado por meio de créditos bancários, que, ainda assim, são limitados, não satisfazendo plenamente a demanda existente. Nesse sentido, ele é complementado por crédito privado externo e por emissões de títulos e de ações junto a agentes estrangeiros. Além disso, o próprio processo de desenvolvimento desses países, que utilizam insumos manufaturados, bens de capital e tecnologia importados dos países centrais resulta na necessidade de divisas estrangeiras que, uma vez não obtidas por meio de receitas de exportação, são satisfeitas por meio de financiamento externo. Assim, verifica-se uma elevada participação de recursos advindos do exterior nos passivos totais<sup>23</sup>.

Apesar da importância dos fluxos de capitais globais para os países periféricos, a parcela destinada a estes países em relação ao total do financiamento concedido é pouco significativa, o que caracteriza uma inserção marginal nos fluxos globais (Prates, 2002; Andrade e Prates, 2012). Uma vez que a participação dos ativos periféricos no portfólio dos agentes que atuam em âmbito global tende a ser residual, sua venda não possui impactos significativos sobre a rentabilidade total da carteira. No entanto, ela pode gerar pressões de desvalorização

---

<sup>23</sup> Essa participação é ainda maior se for considerado os empréstimos intercompanhia e o crédito ofertado por bancos sediados no exterior, mas com filiais ou subsidiárias nessas economias.

cambial na economia periférica, majorando o valor do passivo externo em relação aos fluxos de receita. Além disso, pode reduzir a disponibilidade de divisas para fazer face às obrigações junto com o exterior, o que, em conjunto com a baixa capacidade de obtenção de receitas comerciais sustentáveis ao longo do tempo, torna necessário que o país recorra a novos financiamentos ou faça uso de parcela do estoque de reservas cambiais<sup>24</sup>.

É importante destacar que há um autorreforço entre as assimetrias monetárias e as financeiras (Andrade e Prates, 2012). Tendo em vista que os fluxos financeiros em direção às economias periféricas são determinados por uma dinâmica exógena a eles, nos momentos em que há mudanças nas fases de ciclo econômico nos países mais desenvolvidos, alterações na condução das suas políticas ou aumento na preferência pela liquidez internacional, há uma redução da demanda pelos ativos e moedas periféricos, que não desempenham satisfatoriamente a função de reserva de valor e não são utilizados para a liquidação dos compromissos contratuais em vencimento. Assim, há pressão para desvalorização cambial, que eleva a razão entre as obrigações externas e o fluxo de receitas.

Ademais, o autorreforço ocorre devido à inserção marginal dos países periféricos nos fluxos financeiros globais, que aumenta a volatilidade das suas respectivas taxas de câmbio em termos da divisa-chave e de outras moedas posicionadas próximas ao topo da hierarquia internacional. Como as vendas dos ativos periféricos possuem impacto pouco significativo sobre a rentabilidade dos portfólios globais, sendo sua participação residual, o investidor internacional se desfaz deles com maior frequência, o que agrava a volatilidade cambial e compromete ainda mais o desempenho da função de reserva de valor.

Em suma, o baixo desenvolvimento dos mercados financeiros dos países periféricos, a oferta limitada de créditos bancários em âmbito doméstico, a reduzida liquidez das suas moedas e o baixo desenvolvimento de setores intensivos em tecnologia, inclusive o de bens de capitais, propiciam que essas economias assumam compromissos denominados em moeda estrangeira, tornando-os vulneráveis a variações cambiais e de juros. Devido à existência de assimetrias monetárias e financeiras internacionais, o impacto do aumento da preferência pela liquidez em âmbito global tende a ser mais grave nos países periféricos do que nos países centrais, o que reforça a tendência a predominância de ciclos econômicos de maior amplitude e mais curtos na periferia.

A abertura financeira resulta, então, em uma dinâmica perversa para os países periféricos, pois, além de propiciar o aumento de passivos denominados em moeda estrangeira, eleva a volatilidade das suas taxas de câmbio e de juros, devido às assimetrias monetárias e financeiras. Assim, elas se tornam mais vulneráveis a variações nas taxas de juros e de câmbio e estas se tornam mais frequentes e mais bruscas, devido ao aumento do volume bruto de recursos utilizados para fins de especulação. Em conjunto, essas variações afetam o montante do passivo externo em relação ao fluxo de receitas, que é comprometido pela baixa competitividade autêntica desses países, resultante do insuficiente grau de desenvolvimento dos seus sistemas nacionais de inovação. Assim, as assimetrias monetárias e financeiras internacionais e as deficiências na estrutura produtiva e tecnológica das economias periféricas aumentam sua vulnerabilidade externa, compreendida a partir da razão entre compromissos em moeda estrangeira e fluxos de receitas internacionais, possibilitando a sua classificação em unidades especulativas e Ponzi.

---

<sup>24</sup> Segundo Santiago (2016), houve acúmulo substancial de estoque de reservas por parte da América Latina, em termos agregados, ao longo da década de 2000, o que permitiu que os países acomodassem melhor as pressões advindas de variações na preferência pela liquidez dos investidores internacionais. Esse resultado é influenciado pelas estratégias adotadas pelo Brasil e pelo México, que possuem um elevado peso na região.

## 6. Uma Caracterização Integrada dos Países Periféricos Latino-Americanos

Para permitir uma melhor compreensão da inserção das economias latino-americanas no cenário internacional, no contexto da globalização financeira, é preciso levar em consideração as especificidades tanto das suas estruturas produtivas e tecnológicas, discutidas pelos trabalhos estruturalistas e neoestruturalistas, quanto das suas moedas e estruturas financeiras, segundo a concepção teórica pós-keynesiana. Nesse sentido, as principais características desses países que os diferenciam dos países centrais são: (i) baixa competitividade dos seus bens e serviços, decorrente do baixo grau de desenvolvimento relativo dos seus sistemas nacionais de inovação; (ii) concentração da pauta exportadora em bens primários e da pauta de importação em bens de capital, insumos processados e bens de consumo duráveis, que tendem a resultar em estrangulamento externo e aumentar a dependência de financiamento externo para a realização de investimentos e, portanto, para o processo de crescimento econômico; (iii) reduzida liquidez das moedas nacionais e dos ativos financeiros nelas denominados, que torna suas respectivas demandas pelos agentes internacionais predominantemente especulativas e se reflete em obstáculos tanto para a emissão de ativos denominados em moeda nacional, em âmbito externo, quanto para a conversão de ativos e moedas domésticos em divisas em posição superior na hierarquia internacional, que possuem maior liquidez e conferem maior flexibilidade e segurança para o seu detentor; (iv) inserção marginal nos fluxos internacionais de capital, que resulta em maior volatilidade das taxas de câmbio e de juros e reforça a assimetria monetária; e (v) baixo desenvolvimento do mercado financeiro, que acentuam sua dependência em relação ao financiamento externo e tornam essas economias sujeitas a variáveis exógenas, determinantes do fluxo financeiro, relacionadas a questões políticas e econômicas dos países centrais e a preferência pela liquidez dos seus residentes.

Por um lado, as particularidades da moeda e do sistema financeiro das economias latino-americanas resultam em uma maior propensão à contração de obrigações denominadas em moeda estrangeira. Por outro lado, o baixo grau de desenvolvimento dos seus sistemas nacionais de inovação e a concentração da pauta exportadora em bens primários e da pauta de importação em bens de capital, insumos processados e bens de consumo duráveis tendem a reduzir sua competitividade externa e a aumentar o valor de despesas de importação em moeda estrangeira. Dessa forma, tende a haver uma elevada razão entre os compromissos junto ao exterior e os fluxos de caixa compatíveis, em termos de unidade de conta, com as obrigações devidas. Assim, o conjunto dessas características permite classificar os países da América Latina em unidades especulativas e Ponzi, estando vulneráveis a variações da preferência pela liquidez internacional, que se refletem em variações nas taxas de câmbio e de juros e, por isso, afetam o valor do passivo externo e as condições de seu refinanciamento.

O próprio processo de crescimento econômico dos países latino-americanos, apoiado em capital externo, tende a fragilizar externamente as suas economias. Para viabilizar a realização de investimentos, a partir da importação de bens de capital e de tecnologia estrangeira, esses países recorrem frequentemente a financiamentos externos, contraindo compromissos em moeda estrangeira, devido à reduzida liquidez de suas moedas no sistema internacional. No entanto, a baixa competitividade dessas economias dificulta a canalização de recursos externos, por meio de receitas de exportação, para a consolidação do investimento, de forma a reduzir ou eliminar os descasamentos entre ativos e passivos em termos de unidades de conta e prazos. Em outras palavras, há obstáculos para o encerramento do ciclo financiamento-investimento-poupança-*funding*, devido às especificidades das moedas dos países periféricos e das suas respectivas estruturas produtivas, tecnológicas e financeiras.

Uma vez que não conseguem obter *superávits* comerciais sustentáveis, em montante suficiente para o pagamento dos compromissos externos, as economias periféricas recorrem

frequentemente aos mercados financeiros internacionais para fechar suas posições em aberto. Ora, o refinanciamento do passivo externo torna essas economias vulneráveis a variações da taxa de câmbio e dos juros internacionais, resultantes de oscilações na preferência pela liquidez.

Por exercer impacto na taxa de juros doméstica, nas avaliações sobre risco-país e na expectativas de desvalorização cambial, a volatilidade da preferência pela liquidez internacional exerce impacto na trajetória das variáveis reais. Ademais, a instabilidade macroeconômica gerada pelas oscilações nos fluxos de capital tende a reduzir a própria confiança dos agentes em suas expectativas, contraindo, assim, os investimentos e o crescimento econômico das economias periféricas, com impacto significativo sobre o nível de emprego. Assim as especificidades das economias periféricas e a natureza da sua inserção no cenário internacional aumentam a sua instabilidade macroeconômica, no contexto de globalização financeira, em decorrência da existência de restrição externa ao seu processo de crescimento.

### Referências Bibliográficas

- Abeles, M. e Valdecantos, S. (2016) “Vulnerabilidad Externa en America Latina y el Caribe – Um Análisis Estructural”. *Serie Estudios y Perspectivas*, n.49, Cepal, Buenos Aires.
- Akyüz, Y. (2015) “Internationalization of Finance and Changing Vulnerabilities in Emerging and Developing Economies”. *South Centre Research Paper*, n. 60.
- Amado, A.M. (2004) “Preferência pela Liquidez: o Novo Contexto Financeiro Internacional Inviabiliza a Teoria?” *Revista de Economia Política*, 24(4), p. 500-13.
- Andrade, R.P. e Prates, D.M. (2012) “Dinâmica da Taxa de Câmbio em uma Economia Monetária Periférica: uma Abordagem Keynesiana”. *Nova Economia*, 22(2), p. 235-57.
- Arestis, P. e Glickman, M. (2002) “Financial Crisis in Southeast Asia: Dispelling Illusion The Minskyan Way”. *Cambridge Journal of Economics*, 26(2), p. 237-60.
- Belluzzo, L.G. e Carneiro, R. (2004) “O mito da conversibilidade”. *Revista de Economia Política*, 24(2), p.218-22.
- Biancareli, A. (2015) *O Setor Externo da Economia Brasileira, Depois da Bonança e da Tempestade*. Artigo disponível em <http://brasildebate.com.br/o-setor-externo-da-economia-brasileira-depois-da-bonanca-e-da-tempestade/>.
- Bielschowsky, R. (2009) “Sessenta Años de la CEPAL: Estructuralismo y Neoestructuralismo”. *Revista de la Cepal*, n. 97, p.173-94.
- Bresser-Pereira, L.C. e Gala, P. (2010) “Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento”. *Revista de Economia Política*, 30(4), p. 663-86.
- Carneiro, R. (2008) “Globalização e Inconvertibilidade Monetária”. *Revista de Economia Política*, 28(4), p. 539-56.
- Carvalho, F.C. (1992) *Mr Keynes and The Post Keynesians. Principles of Macroeconomics For A Monetary Production Economy*. Ed. Edward Elgar.
- Cepal (1949 [2000]) “Estudo Econômico da América Latina, 1949”. In Bielschowsky, R. (org.) *Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL*. Rio de Janeiro: Record.
- Cepal (2001) *Crescer com Estabilidade – O Financiamento do Desenvolvimento no Novo Contexto Internacional*. Editora Campus.

- Chesnais, F. (2005) "O Capital Portador de Juros: Acumulação, Internacionalização, Efeitos Econômicos e Políticos". In Chesnais, F. *A Finança Mundializada*, Ed. Boitempo.
- Chick, V. (1983) *Macroeconomics After Keynes*. Cambridge: MIT Press.
- Cintra, M. (2015) "O Financiamento das Contas Externas Brasileiras: 1995 – 2000". In Squeff, G.C. (org.) *Dinâmica Macrossetorial Brasileira*, Ipea, Brasília.
- De Conti, B. M., Prates, D. M. e Plihon, D. (2014) "Hierarquia Monetária e Suas Implicações para as Taxas de Câmbio e de Juros e a Política Econômica dos Países Periféricos". *Economia e Sociedade*, 23(2), p. 341-72.
- De Conti, B, Prates, D. e Plihon, D. (2015) "O Sistema Monetário Internacional e seu Caráter Hierarquizado". In: M. Cintra e A. Martins (orgs.) *As Transformações do Sistema Monetário Internacional*, Brasília: Ipea.
- De Paula, L.F. e Alves JR. A.J.A. (1999) "Fragilidade Financeira Externa e os Limites da Política Cambial no Real". *Revista de Economia Política*, 19(1), p. 72-93.
- Dequech, D. (2000) "Asset Choice, Liquidity Preference, and Rationality, under Uncertainty". *Journal of Economic Issues*, 34(1), p.159-76.
- Dow, S.C. (1985) *Macroeconomic Thought: A Methodological Approach*. Blackwell, Oxford.
- Dow, S.C. (1999) "International Liquidity Preference and Endogenous Credit Creation". In J. Deprez e J. Harvey (orgs.) *Foundations of International Economics: Post Keynesian Perspectives*, Routledge.
- Dymski, G. (1998) "'Economia de bolha' e Crise Financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma Perspectiva Especializada de Minsky". *Economia e Sociedade*, vol. 11, p. 73-136.
- Fagerberg, J. (1994) "Technology and international differences in growth rates". *Journal of Economic Literature*, Vol XXXII, September, p. 1147-75.
- Fajnzylber, F. (1990 [2000]) "Industrialização da América Latina: da 'Caixa Preta' ao 'Conjunto Vazio'". In Bielschowsky, R. (org.) *Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL*. Rio de Janeiro: Record.
- Ffrench-Davis, R. (2014) "Neoestructuralismo y Macroeconomía para el Desarrollo". *Serie de Documentos de Trabajo*, 391, Facultad Economía y Negocios, Departamento de Economía, Universidad de Chile. Santiago.
- Ffrench-Davis, R. e Ocampo, J.A. (2001) "The Globalization of Financial Volatility: Challenges for Emerging Economies". In: R. Ffrench-Davis (ed.). *Financial Crises in "Successful" Emerging Economies*. Cepal, Brooking Institution Press.
- Furtado, C. (1983) *Teoria e Política do Desenvolvimento Econômico*. São Paulo: Abril Cultural.
- Guttman, R. (2015) "Chronic Macro-Economic and Financial Imbalances in the World Economy: a Meta-Economic View". *Revista de Economia Política*, 35(2), p. 203-26.
- Harvey, J. T. (1999) "Exchange Rates: Volatility and Misalignment in the Post-Bretton Woods Era". In J. Deprez e J. Harvey (orgs.) *Foundations of International Economics: Post Keynesian Perspectives*, Routledge.
- Hermann, J. (2014) "Financial Constraints on Economic Development: Theory and Policy for Developing Countries". *Cepal Review*, n.114, p.67-82.
- IMF (2015a) "Adjusting to Lower Commodity Prices". *World Economic Outlook*, Washington: IMF.

- IMF (2015b) "Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges: Risks Rotating to Emerging Markets". *Global Financial Stability Report*, Washington: IMF.
- Kaltenbrunner, A. (2015) "A Post Keynesian Framework of Exchange Rate Determination: a Minskyan Approach". *Journal of Post Keynesian Economics*, 38(3), p.426-48.
- Keynes, J. M. (1936 [1982]) *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, São Paulo: Atlas.
- Keynes, J. M. (1937) "The General Theory of Employment", *The Quarterly Journal of Economics*, p. 209-23.
- Kregel, J.A. (1998) "Yes, 'It' Did Happen Again – A Minsky Crisis Happened in Asia". *Working Paper*, n.234. Presented at the Eighth Annual Hyman P. Minsky Conference on Financial Structure, April 23-24.
- Minsky, H. P. (1986) *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press.
- Minsky, H. P. (1992) "The Capital Development of the Economy and The Structure of Financial Institutions". *Working Paper*, n.72, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, January.
- Ocampo, J.A. (2001) "International Asymmetries and the Design of the International Financial System". *Serie Temas de Coyuntura*, n. 15. Santiago: Cepal.
- Ocampo, J. A. (2006) "La Cooperación Financiera Regional: Experiencia y Desafíos". In Ocampo, J.A. (org.) *Cooperación Financiera Regional*. Santiago: Cepal.
- Plihon, D. (1995) "A Ascensão das Finanças Especulativas", *Economia e Sociedade*, 5, p.61-78.
- Prates, D. M. (2002) *Crise Financeira nos Países "Emergentes": uma Interpretação Heterodoxa*. Tese de Doutorado, Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia.
- Prebisch, R. (1949 [2000]) "O Desenvolvimento Econômico da América Latina e Alguns de Seus Problemas Principais", In R. Bielschowsky (org.) *Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL*. Rio de Janeiro: Record.
- Prebisch, R. (1952 [2000]) "Problemas Teóricos e Práticos do Crescimento Econômico". In Bielschowsky, R. (org.) *Cinquenta Anos de Pensamento na CEPAL*. Rio de Janeiro: Record.
- Resende, M.F.C. (2007) "O Circuito Finance-Investimento-Poupança em Economias Abertas". *Revista de Economia Política*, 28(1), p.136-54.
- Resende, M.F.C. e Amado, A.M. (2007) "Liquidez Internacional e Ciclo Reflexo: Algumas Observações para a América Latina". *Revista de Economia Política*, 27(1), p.41-59.
- Rodriguez, O. (2009) *O Estruturalismo Latino-Americano*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira.
- Santiago, S.Q. (2016) *A Inserção da América Latina no Sistema Centro-Periferia, no Contexto de Finanças Globalizadas: Observações para México, Brasil e Argentina*. Tese de Doutorado, Universidade de Brasília, Departamento de Economia.
- Studart, R. (2001) "Integrating Uneven Partners: the Destabilizing Effects of Financial Liberalization and Internationalization of Latin American Economies". In *Encontro Nacional da Anpec*.
- Torres Filho, E. T. (2014) "A Crise do Sistema Globalizado Contemporâneo". *Revista de Economia Política*, 34(3), p. 433-50.

# Impacto de choques de política monetária sobre a oferta de crédito regional: Uma análise econométrica a partir da metodologia VAR para o Brasil nos anos 2000<sup>\*</sup>

Leonardo Dondoni Dutra<sup>†</sup>

Carmem Aparecida do Valle Feijó<sup>‡</sup>

Julio Cesar Albuquerque Bastos<sup>§</sup>

## Resumo

O objetivo deste trabalho é investigar empiricamente o impacto da política monetária na oferta de crédito nas regiões brasileiras, partindo da hipótese de que este impacto será diferenciado ao nível das regiões brasileiras. Desta forma, utilizando uma base de dados inédita a partir das Estatísticas Bancárias Municipais do Banco Central do Brasil para os anos 2000-2012, este trabalho busca investigar se o comportamento diferenciado por parte das firmas bancárias a níveis regionais mapeadas pela preferência pela liquidez bancária e pelo nível de incerteza, tomado como *proxy* das provisões de operações de crédito, pode interferir na oferta de crédito em suas diferentes maturidades, ou seja, em seus diferentes prazos de concessão. Nesse contexto, o estudo conclui que a política monetária causa impactos diferenciados na oferta de crédito em suas diferentes maturidades, ao nível das regiões brasileiras, ocasionados pela atuação diferenciada do comportamento de gestão bancária. Este comportamento diferenciado de gestão bancária ao nível de regiões compromete a possibilidade desse setor em se tornar o elemento proeminente do processo de indução ao crescimento econômico e de redução das desigualdades regionais.

**Palavras-chave:** banco regional, preferência pela liquidez, crédito regional.

## Abstract

The aim of this paper is to investigate empirically the impact of monetary policy on the credit supply in the Brazilian regions, based on the hypothesis that this impact will be differentiated at the level of the Brazilian regions. Thus, using an inedited database based on the Municipal Banking Statistics of the Central Bank of Brazil for the years 2000-2012, this paper seeks to investigate whether the differentiated behavior of banking firms at regional levels mapped by liquidity of preference and by the level of uncertainty, taken as a proxy for provisions of credit operations, may interfere in the credit supply in its different maturities of concession. In this context, this study concludes that the monetary policy causes differential impacts on the credit supply in its different maturities, at the level of the Brazilian regions, caused by the differentiated behavior performance of the banking management. This differentiated behavior of bank management at the level of the regions compromises the possibility of this sector to become the prominent element of the process of induction to economic growth and reduction of regional inequalities.

**Keywords:** regional banking, liquidity preference, regional credit.

**JEL Classification:** E44, O16.

---

<sup>\*</sup> Os autores agradecem os profícuos comentários dos pareceristas anônimos, isentando-os de quaisquer falhas ou omissões que ainda persistam.

<sup>†</sup> Economista da Eletrobras; Doutorando em Economia - Universidade Federal Fluminense.

<sup>‡</sup> Professora Titular da UFF, bolsista de produtividade de CNPq.

<sup>§</sup> Professor Adjunto da UFF.

## 1. Introdução

O interesse acadêmico pelo desenvolvimento financeiro regional ganhou fôlego com as mudanças no sistema financeiro internacional a partir dos anos 1970. No entanto, até hoje, grande parte da literatura sobre desenvolvimento regional desconsidera os efeitos de fatores monetários e financeiros para explicar o crescimento desigual entre as regiões. Predominam explicações que consideram aspectos reais, como a disponibilidade de recursos, a mobilidade de fatores, os padrões de produção e as condições de mercado.

A literatura pós-Keynesiana, por sua vez, baseada em Keynes (1971) e Minsky (1986) e aprofundado por diversos autores como Davidson (1978, 1986), Kregel (1985), Chick (1986), , Carvalho (1993), Paula (1998) e muitos outros, assume que bancos, em particular, desempenham papel crucial na determinação do nível de renda e emprego em economias monetárias sob a hipótese da não neutralidade da moeda no curto e longo período.

No âmbito da literatura sobre desenvolvimento regional, dada a institucionalidade do sistema financeiro nacional, esta corrente teórica assume que a disponibilidade de crédito por região depende da preferência pela liquidez dos bancos que consideram as especificidades de cada local (Chick e Dow, 1988; Dow, 1990 e 1993, Amado, 1997, Rodrigues-Fuentes, 1998, Crocco, 2010, dentre outros). Ou seja, sob esta perspectiva teórica, a disponibilidade de crédito em diferentes regiões é resultado da preferência pela liquidez dos bancos a nível regional, cuja estratégia de gerenciamento de recursos é definida a nível nacional.

Em linhas gerais, a firma bancária, atuando em diversas regiões com graus diferenciados de desenvolvimento econômico busca manter uma razão entre liquidez e rentabilidade de sua carteira de ativos percebida como desejável em cada região. Sob a hipótese da não neutralidade da moeda, esta proporção percebida como desejável é formada por expectativas em relação ao desempenho futuro da economia e ao ambiente econômico regional.

Uma implicação importante do comportamento dos bancos em direção à preferência pela liquidez é que seu efeito é maior para as regiões menos desenvolvidas e mais necessitadas de recursos para estimular seu crescimento econômico (Rodrigues-Fuentes, 1998 e Rodrigues-Fuentes e Dow, 2003). No caso brasileiro, esse comportamento diferenciado pode ser observado à luz do processo de consolidação do sistema bancário, que ratificou a concentração deste sistema<sup>1</sup> na região Sudeste do país, a de maior desenvolvimento econômico. O processo de concentração bancária foi reforçado nos anos 1990 a partir do intenso processo de internacionalização desse sistema por intermédio dos movimentos de fusões e aquisições de bancos.

Nesse aspecto, contribuições empíricas como a de Alexandre *et al.* (2005) e Correa (2006), por exemplo, mostram que a alocação das agências bancárias no território nacional guarda estreita correlação com a distribuição regional da população e com o dinamismo de crescimento do PIB local. Ao se considerar uma estratégia diferenciada por parte do sistema bancário em distribuir suas agências no território, a disponibilidade de moeda e os padrões regionais de criação de crédito variarão de uma região para outra. De fato, Dutra e Bastos

---

<sup>1</sup>O processo de consolidação bancária no Brasil, mesmo que tenha se acelerado em meados da década de 1990, teve início em 1988, quando o Conselho Monetário Nacional criou a figura do banco múltiplo. Todavia, após a estabilização em 1994 e a desregulamentação do setor, o processo de consolidação foi impulsionado, podendo ser acrescentados como fatores motivadores adicionais o processo de estabilização de preços, o programa de privatizações dos bancos estaduais e a adesão aos acordos da Basileia. A concentração bancária brasileira pode ser dividida em dois movimentos que ocorrem simultaneamente: i) concentração geográfica das agências bancárias e; ii) forte movimento de fusões, aquisições e liquidações (ver, por exemplo, Carvalho e Paula, 2014.).

(2016), analisando o comportamento dos bancos por regiões nos anos 2000, concluem que as instituições bancárias localizadas em regiões menos desenvolvidas obtêm maior rentabilidade via instrumentos de crédito com baixa maturidade.

Partindo da hipótese de que a gestão dos ativos por parte dos bancos nas regiões é diferenciado, o objetivo deste trabalho é investigar o impacto de choques de política monetária na oferta de crédito nas regiões brasileiras. Tal impacto pode acentuar as desigualdades na geração de renda e emprego.<sup>2</sup> Para explorar esta hipótese empiricamente, este trabalho irá caracterizar inicialmente as diferenças de reação da firma bancária a nível regional a um choque positivo de juros considerando duas variáveis de comportamento: a preferência pela liquidez e a provisão de operações de crédito como uma *proxy* para a incerteza. A análise conjunta destas duas variáveis de comportamento da firma bancária sob a ótica regional deve fornecer elementos para caracterizar o comportamento da oferta de crédito regional, considerando diferentes maturidades, etapa seguinte do exercício econométrico.

Desta forma, este trabalho testará a hipótese de que a oferta de crédito regional é resultado dos comportamentos diferenciados da firma bancária (ao buscar equilibrar seu portfólio considerando a preferência pela liquidez na sua carteira de ativos frente à percepção de aumento da incerteza quanto ao ambiente econômico e a rentabilidade esperada. Dado que o comportamento da firma bancária é diferenciado por região, o impacto de choques de política monetária a nível regional também é diferenciado, com implicações sobre a oferta de crédito comprometendo a possibilidade do setor bancário em se tornar o elemento proeminente no processo de indução ao crescimento econômico das regiões.

O presente artigo é composto de cinco seções, incluindo esta introdução. A segunda seção discute a relação entre oferta de crédito e a política monetária na teoria pós-Keynesiana. A seção 3 apresenta um levantamento de estudos recentes que retratam o tema. A seção 4 apresenta a metodologia do modelo econométrico e os resultados obtidos. Na quinta seção encontram-se as considerações finais.

## **2. Política monetária e oferta de crédito regional**

A firma bancária, enquanto captadora de depósitos junto ao público, ao ofertar crédito cria moeda. Na tradição keynesiana a moeda permeia todo o ambiente econômico por intermédio de sua endogeneidade, e por ser assumida não neutra, afeta o nível de produção, renda e, conseqüentemente, o volume de emprego. A não neutralidade da moeda decorre da hipótese de que decisões são tomadas sob incerteza não-probabilística (distinta de risco) e, portanto, comportamentos racionais são pautados pela preferência pela liquidez.

Nesse contexto teórico, mesmo que a autoridade monetária injete moeda na economia, nada garante que os volumes de emprego e renda gerados sejam os de equilíbrio de pleno emprego, pois, uma parte da oferta de moeda depende do estado de preferência

---

<sup>2</sup>Dentre os canais de transmissão da política monetária pelo menos juros e crédito se relacionam intrinsecamente com o sistema bancário. Para o Brasil, esses dois canais parecem não funcionar em sua completude conforme apontam Modenesi e Modenesi (2012). Segundo estes autores assume-se que existem falhas no mecanismo de transmissão da política monetária que podem ser atribuídas ao baixo grau de penetração financeira, ampla participação do sistema bancário em prover empréstimos de curto prazo e elevada preferência pela liquidez reduzindo a participação do sistema bancário em prover recursos ao financiamento do investimento. De forma complementar, em estudo recente de Evangelista e Sbardellati (2016), as autoras concluem que o efeito da política monetária, via canal de oferta de crédito é assimétrico, afetando mais o produto onde a assimetria de informação tem maior peso (no caso do estudo, o crédito a pessoa física). Ambos os estudos sugerem que a política monetária como praticada no Brasil no período de nosso estudo acentua desigualdades econômicas.

pela liquidez dos bancos. Dito de outra forma, a atuação dos bancos em economias modernas não é vista como um mero intermediário entre agentes econômicos, pois suas escolhas de alocação de recursos, mais do que amplificar os impactos de política monetária, têm efeito duradouro sobre o desenvolvimento da economia.<sup>3</sup> Dessa forma, economias monetárias são propensas a gerar desemprego, e tanto maior será esta propensão quanto maior for a preferência pela liquidez de bancos implicando maior racionamento do crédito (FEIJÓ *et al.*, 2012).

A postura dos bancos em relação à oferta de crédito depende do estado das expectativas em relação às oportunidades de ganhos futuros. Assume-se, portanto, que bancos possuem discricionariedade na concessão do crédito e na administração de seus portfólios se defrontam com o *trade-off* entre liquidez e rentabilidade. A preferência pela liquidez expressa a precaução dos bancos aos resultados a serem alcançados na aplicação de seus ativos. Por outro lado, dado o desenvolvimento do sistema financeiro, bancos podem satisfazer suas preferências por liquidez através da substituição de ativos de risco (crédito bancário) para outros tipos de ativo com maior liquidez.

Dessa forma, dada esta possibilidade, a atuação dos bancos na oferta de crédito em regiões com diferentes graus de desenvolvimento também será influenciada pelas oportunidades de aplicação de seus ativos. Desse modo, o comportamento diferenciado em direção a ativos mais líquidos que não o crédito pode ser responsável pela manutenção e mesmo pela ampliação das diferenças de renda regionais (Amado, 1997; Chick, 1986; Dow, 1990; Rodriguez-Fuentes, 1996; dentre outros).

A literatura Pós keynesiana mostra que o sistema financeiro regional, juntamente com condicionantes do lado real da economia, podem promover e perpetuar padrões de desenvolvimento regional desiguais. Isto porque assume-se que preferência pela liquidez dos bancos é maior em regiões economicamente menos desenvolvidas, e que bancos localizados nestas áreas perdem mais reservas do que os bancos que estão localizados nas áreas mais dinâmicas. Por isso, emprestam menos e a uma taxa de juros mais elevada contribuindo para tornar a economia local menos dinâmica, reforçando o ciclo de uma maior preferência pela liquidez e baixo crescimento. Uma vez assumido que a atuação dos bancos em regiões menos desenvolvidas reforça as desigualdades de oportunidades de desenvolvimento, cabe indagar como a política monetária afeta o desenvolvimento regional=

Neste sentido, a visão Pós keynesiana advoga que a política monetária deveria levar em conta o grau de desenvolvimento do sistema bancário nas distintas regiões, tendo em vista que a transmissão da política monetária através do canal de oferta de crédito afeta não só a preferência pela liquidez dos bancos, mas pode implicar também num vazamento de depósitos para regiões mais desenvolvidas. Isto pode ocorrer porque a demanda por alocação de recursos em ativos mais líquidos pode não ser atendida localmente, pois estes recursos podem não estar disponíveis localmente (ver Dow (1982, 1990, 1993).

Em suma, uma política monetária contracionista leva a que bancos ao mesmo tempo que aumentam sua preferência pela liquidez na região menos desenvolvida, busquem

---

<sup>3</sup> O único mecanismo de transmissão de política monetária, na literatura *mainstream*, através do qual o crédito pode afetar o crescimento é através do chamado canal de crédito. Esta literatura explora se a informação imperfeita e outros atritos "nos mercados de crédito podem ajudar a explicar a potência da política monetária" (Bernanke e Gertler 1995, p. 44). Ou seja, não se assume qualquer efeito dos fluxos de crédito sobre a economia real. De acordo com os autores, " não é sensato pensar o canal de crédito como uma alternativa diferente ao tradicional mecanismo de transmissão monetária, mas sim como um conjunto de fatores que amplificam e propagam os efeitos das taxas de juros convencionais." (Bernanke e Gertler 1995: 44).

rentabilidade com segurança direcionando aplicações em ativos mais líquidos nas regiões mais desenvolvidas. Ou seja, quanto maior a preferência por ativos mais líquidos maior será o racionamento do crédito nas regiões menos desenvolvidas que ofertam menores oportunidades de manutenção da razão liquidez e rentabilidade. O direcionamento para ativos mais líquidos resultando no vazamento de depósitos atende a uma estratégia defensiva dos bancos em regiões menos desenvolvidas, ou seja, a uma estratégia de redução da exposição ao risco na concessão de crédito.

### **3. Estudos sobre impactos regionais de política monetária**

A literatura sobre impactos de política monetária a nível regional para o Brasil, em quase sua totalidade, aborda somente os aspectos estruturais na incidência da política monetária, não discutindo o comportamento da firma bancária nas diferentes regiões. Esta limitação deve-se, sobretudo, à dificuldade de se obter dados regionais com a temporalidade e um conjunto de informações que permitem trabalhar com graus de liberdade suficientes para estimações econométricas.

Um dos primeiros trabalhos nacionais deve-se a Fonseca e Vasconcelos (2002). Os autores, analisando o canal de crédito no período de julho/1994 a dezembro/2000, mediram a influência da taxa Selic sobre o crédito bancário fazendo uma comparação com o trabalho de Carlino e Defina (1997). Concluíram que quanto ao canal de crédito as regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste seriam as mais afetadas dado um choque de política monetária devido à maior proporção de pequenas e médias empresas no total de emprego gerado na produção industrial e à maior restrição da atuação dos bancos na concessão de crédito.

Rocha e Nakane (2007) analisaram o canal de transmissão da política monetária de janeiro de 1995 a novembro de 2003 para alguns estados brasileiros utilizando a metodologia de fatores dinâmicos. Constataram que o choque monetário produziu respostas assimétricas no nível de atividade dos estados e regiões do país. Bahia e Paraná, por exemplo, foram os estados mais prejudicados em termos de produto; enquanto São Paulo, Pernambuco e Minas Gerais foram menos afetados. Os autores concluíram que as assimetrias observadas podem ser explicadas pela existência de um canal de crédito mais ativo entre os estados mais afetados pela política monetária, que contam com uma estrutura bancária mais restrita o que provocaria distorções no fornecimento de crédito, além de uma concentração de firmas potencialmente mais sujeitas à problemas de informação.

Na mesma linha, o trabalho de Bertanha e Haddad (2008) analisou os impactos da taxa básica de juros (SELIC) para o nível de atividade dos estados brasileiros, a partir do uso de séries temporais e econometria espacial. De maneira geral, observaram que os estados do Nordeste tiveram o volume de emprego mais afetado em decorrência do aumento dos juros. Os autores concluem que aspectos “estruturais”, ou seja, a dinâmica setorial das regiões explica diferentes impactos dos choques monetários nas regiões.

Rocha *et al.* (2011) trabalharam a hipótese das reações assimétricas a choques da política monetária que os estados brasileiros enfrentam. Sugeriram que a intensidade da variação do produto estadual é relacionada diretamente às variáveis de composição industrial, grau de abertura e volume de crédito. Segundo apontaram, estados com maior volume de depósitos bancários responderam mais intensamente a choques monetários oferecendo suporte ao canal de crédito.

A nível internacional proliferaram estudos abordando as assimetrias verificadas na atividade econômica dos países que podem ser ocasionadas por choques monetários nacionais, quer em respectivos setores que compõem o produto/renda quer em regiões

específicas que compõem uma economia nacional (ver Carlino e Defina, 1997; Cecchetti, 1999; Cecchetti e Krause, 2001; Favero, Giavazi e Flabbi, 1999, Svensson, 2012).

O trabalho de Rodriguez-Fuentes e Padron-Marrero (2008) é motivado pelo interesse do entendimento dos ajustes provocados pela perda da soberania monetária de países da União Européia quando aceitaram sua conversão ao Euro. Os autores constataram a importância de se considerar tanto a estrutura produtiva denominada de “structural effects” bem como por “behavioral effects”, ou seja as diferentes estruturas financeiras e seus estágios de desenvolvimento bancário influenciando as distintas preferências pela liquidez.

Estudos nacionais que retratam o comportamento diferenciado da firma bancária utilizando variáveis monetárias e financeiras vêm ganhando notoriedade acadêmica. Feijó *et al.* (2012) apresentaram um estudo empírico sobre o comportamento do crédito bancário para a pessoa jurídica a nível regional no período 2000-2008. Com base nas estatísticas do banco de dados – ESTBAN, estimaram as variáveis de um modelo econométrico desenvolvido para explicar os determinantes do crédito às empresas nas diferentes regiões brasileiras. Apoiado na literatura Pós keynesiana, os autores confirmaram a importância da preferência pela liquidez da firma bancária para explicar a oferta de crédito às empresas, assim como a importância da concentração do sistema bancário para reforçar as desigualdades regionais

Destaca-se também o estudo de Nogueira *et al.* (2015) que discute se o sistema financeiro bancário possui uma estratégia diferenciada no espaço por intermédio de comportamentos diferenciados da firma bancária. Concluíram que a racionalidade das decisões bancárias está relacionada com a centralidade das cidades, ratificando a tese de Crocco (2010, p.151). O caráter altamente concentrado do sistema bancário brasileiro, segundo os autores deve ser realçado nas estratégias de comportamento diferenciado das firmas bancárias na direção da compatibilização entre rentabilidade e liquidez reforçando a tese de Carvalho (1993).

Por sua vez, Dutra *et al.* (2015) estudaram o comportamento do crédito bancário para pessoa jurídica em termos regionais para o período 2000-2011. O estudo apontou para a existência de um paradoxo financeiro da eficiência social, ou seja, se o sistema financeiro é o ponto de partida do processo de ratificação das demandas efetivas então um redirecionamento dos bancos a posições mais líquidas, ou melhor, a um aumento da preferência pela liquidez, acabará por causar uma ruptura nos processos decisórios dos agentes. Essa maior preferência pela liquidez acaba por não ratificar o processo de contratações de meios de produção e alocação de renda que deveria ser iniciado pela disponibilidade de crédito a pessoa jurídica.

De forma complementar, Dutra e Bastos (2016) contribuíram com a ratificação de evidências de fortes indicações de estratégias diferenciadas de gestão do ativo bancário a nível regional, no período 2000-2012, que reforçariam as desigualdades regionais existentes. Os autores confirmaram, o que é assumido na teoria bancária Pós keynesiana, que a variável mais importante no processo decisório das firmas bancárias é a preferência pela liquidez ancorada pela sua percepção quanto a um futuro incerto. Dito de outra forma, a preferência pela liquidez é o fio condutor da orientação da firma bancária na alocação de seus recursos com base nas avaliações de suas percepções quanto aos retornos esperados.

#### **4. Análise empírica**

O método de estimação econométrico utilizado é o de vetores auto-regressivos. Já bastante difundido na literatura, o método VAR é usado para previsão de séries temporais inter-relacionadas e analisar a dinâmica do impacto de um distúrbio aleatório sobre o sistema de variáveis. O VAR é um modelo estrutural por se tratar de variáveis endógenas no sistema como

função do valor defasado das todas as variáveis endógenas. A representação formal do modelo VAR é como segue:

$$y_t = A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + Bx_t + u_t$$

Onde  $Y_t$  é o vetor de variáveis endógenas;  $x_t$  é o vetor de variáveis exógenas; A e B são as matrizes dos coeficientes estimados e  $u_t$  é o vetor de inovações que deve ser contemporaneamente correlacionado, mas não correlacionado com todas variáveis dos valores defasados e com as variáveis exógenas.

A opção do estudo de impulso resposta é a dos impulsos generalizados. Como apontado por Lütkepohl (1991), o método aplica a suposição de ortogonalidade e então o resultado pode depender sobre a ordem das variáveis no VAR. Por sua vez, Koop *et al.* (1996) e Pesaran e Shin (1998) desenvolveram a ideia de uma função resposta de impulsos generalizados como uma maneira de eliminar o problema da ordenação das variáveis no VAR<sup>4</sup>.

#### 4.1 Apresentação da base dados e descrição dos modelos econométricos

A base de dados utilizada nas estimações foi extraída da estatística ESTBAN, do Banco Central do Brasil, que disponibiliza as contas contábeis para os municípios brasileiros que possuem ao menos uma agência bancária. Os valores para estimação foram construídos a partir da agregação dos dados dos municípios aos estados e em seguida às regiões brasileiras para o período de janeiro de 2003 a dezembro de 2012<sup>5</sup>, dados mensais.

Foram desenvolvidos dois modelos. No primeiro modelo são considerados os efeitos da política monetária sobre variáveis de comportamento da firma bancária em cada região. Para avaliar os comportamentos diferenciados da firma bancária foram definidas as variáveis:

1. preferência pela liquidez bancária.....*Liquidity\_preference*
2. provisão para créditos duvidosos, uma proxy para incerteza .....*Uncertainty*

A variável preferência pela liquidez, utilizada por Dutra *et al.* (2015)<sup>6</sup>, foi a variável mais importante em termos de impacto na oferta de crédito para todas as regiões do país. A fim de captar a incerteza na condução da atividade bancária foi utilizada como *proxy* as provisões para operações de crédito<sup>7</sup>. Os bancos têm que classificar as operações de crédito em ordem decrescente de risco,<sup>8</sup> o que deve ser efetuado com base em critérios consistentes

<sup>4</sup> Há duas vantagens potenciais com este método (Ewing, 2003): (i) a função resposta dos impulsos generalizados provê mais robustez aos resultados do que o método ortogonalizado, e; (ii) devido ao fato que ortogonalidade não é imposta, a função resposta dos impulsos generalizados permite uma interpretação significativa da resposta do impacto inicial de cada variável à choques de outras variáveis.

<sup>5</sup> Vale destacar que o Distrito Federal foi excluído da região Centro-Oeste, porque Brasília impacta os dados coletados por ser a sede dos dois maiores bancos públicos do país -Banco do Brasil e Caixa Econômica, além de todas as operações bancárias relacionadas à administração federal estarem concentradas nesta cidade. Estes dois fatores interferem nos balancetes das agências bancárias ali localizadas, fazendo com que os indicadores desta região sejam influenciados não apenas por fatores econômicos, mas também pelo fator político.

<sup>6</sup> Conforme Dutra *et al.* (2015) é definido como a razão entre o depósito à vista do setor privado (conta 410) e do governo (conta 400) pelas operações de crédito total (conta 160) das regiões. Ver também Freitas e Lamonica (2015).

<sup>7</sup> A variável Provisões para operações de crédito – conta ESTBAN 174 – foi utilizada por Dutra e Bastos (2016) como uma *proxy* para a incerteza.

<sup>8</sup> A classificação das operações de crédito são dadas pela Resolução nº 2682; art 2º; § I;I, em ordem crescente de risco, nos seguintes níveis: nível AA; nível A; nível B; nível C; nível D; nível E; nível F; nível G e nível H.

e verificáveis, amparados em informações que contemplem uma série de avaliações dos devedores e garantidores tais como: situação econômico-financeira; grau de endividamento; capacidade de geração de caixa; pontualidade e atrasos nos pagamentos e também o setor de atividade econômica.

As provisões para operações de crédito devem ser constituídas mensalmente de acordo com as respectivas margens de constituição dos valores para se fazer face as perdas prováveis na realização dos créditos. Dentre a classificação dos níveis de risco inseridos pela regulamentação<sup>9</sup> as participações dos montantes devem ser alocadas a partir de 0,5% sobre o valor das operações classificadas no menor nível de risco até atingir o montante de 100% do valor da operação de crédito de acordo com o mais alto nível de risco cujo atraso de pagamentos for superior a 180 dias. Nesse contexto, espera-se que um choque positivo na taxa básica de juros leve a um aumento dos custos de carregamento dos créditos e financiamentos, impactando em um aumento da inadimplência dos detentores de créditos e financiamentos.

No segundo modelo investiga-se o canal de transmissão de política monetária através da oferta de crédito (canal do crédito) a nível regional. São consideradas três modalidades de crédito: de curto prazo; de longo prazo e de financiamento agrícola. Para a mensuração do impacto da política monetária via canal de crédito regional foram estruturadas as variáveis<sup>10</sup>:

1. créditos de curto prazo .....*Short\_Term*
2. financiamentos destinados à produção.....*Produc\_financing*
3. financiamentos à agricultura.....*Rural\_financing*

As variáveis utilizadas para medir os diferentes impactos sobre as diferentes maturidades de crédito como os créditos de curto prazo, financiamentos destinados à produção e agricultura foram utilizados por Dutra e Bastos (2016). Para gerenciar os impulsos do sistema VAR utilizou-se a taxa de juros de curto prazo, Selic (*Interest*), disponibilizada pelo Banco Central do Brasil. Todas as variáveis dos dois modelos foram utilizadas em termos de suas variações percentuais.

#### 4.2 Resultados da estimação econométrica

Esta seção apresenta os resultados dos dois modelos utilizando-se a metodologia VAR função impulso-resposta generalizados, aplicados a cada uma das cinco regiões geográficas brasileiras. Segundo Sims (1980) e Sims *et al.* (1990), não existem maiores problemas em se trabalhar com variáveis estacionárias ou não estacionárias em um modelo VAR, uma vez que é uma metodologia que está interessada nas inter-relações entre as variáveis. Mesmo assim, verificamos se as séries têm raiz unitária. Para tanto, foram realizados os testes de raiz unitária Dikey-Fuller aumentado (ADF), Phillips-Perron (PP) e Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS). Os resultados revelam que todas as variáveis são estacionárias. Os testes para cada região são apresentados no Apêndice C, Quadros de 1 a 5. Pode-se observar que todas as variáveis foram estacionárias em pelo menos dois testes, sendo por unanimidade para a maioria. Apenas a variável *var\_liquidity\_preference* não apresentou unanimidade para estacionariedade, em três casos: na região Nordeste para o teste KPSS; região Sul para o teste ADF; e região Norte para o teste KPSS.

Além disso, promoveu-se os testes de escolha da ordem de defasagens do VAR nos modelos estimados (comportamento dos bancos e oferta de crédito), assim como os testes de

9 Resolução Banco Central do Brasil nº 2682; art 6º; I;V;II.

<sup>10</sup> No quadro 2, apêndice A, estão apresentadas as descrições das variáveis. No quadro 3, apêndice B, estão as descrições das agregações das variáveis e contas utilizadas da ESTBAN.

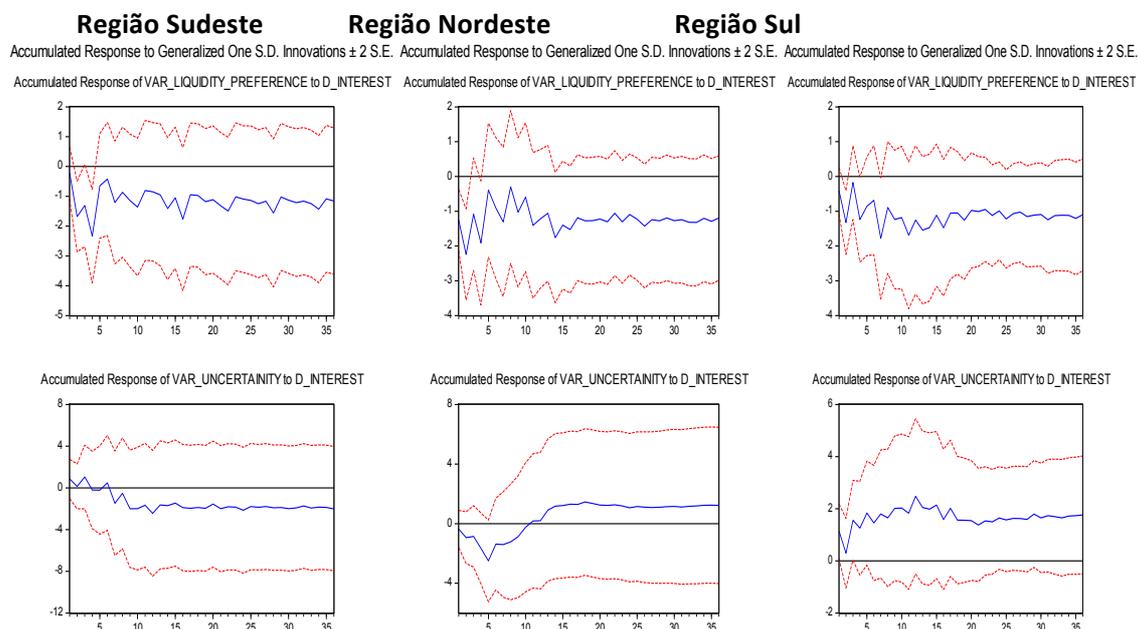
estabilidade do VAR. Os resultados encontram-se no Apêndice D, gráficos de 6 a 15 e figuras de 1 a 10. A ordem do VAR foi escolhida pela maioria entre os cinco critérios utilizados, a saber: Sequential modified LR test statistic (each test at 5% level) (LR); Final prediction error (FPE); Akaike information criterion (AIC); Schwarz information criterion (SC); e Hannan-Quinn information criterion (HQ). Quando do empate em relação aos testes com ou sem constante, o critério foi a escolha pelos menores coeficientes de cada teste. Em relação ao teste de estabilidade do VAR, todos os modelos para todas as regiões, os pontos encontram-se dentro do círculo unitário. Os resultados dos dois modelos estimados, para cada uma das regiões brasileiras, encontram-se a seguir.

#### 4.2.1. Impacto da política monetária sobre a preferência pela liquidez e a provisão de operações de crédito a nível regional

A hipótese de comportamento diferenciado dos bancos a nível regional para o Brasil no período de 2003-2012 é explorada no primeiro modelo VAR o qual busca-se captar o impacto de um choque positivo na taxa de juros Selic sobre: a preferência pela liquidez bancária (primeiro bloco de gráficos); e a provisão de operações de crédito como sendo uma proxy para incerteza (segundo bloco de resultados no Gráfico 1).

Os impactos na variação da preferência pela liquidez (*Liquidity\_Preference*) (primeiro bloco de gráficos) após o choque positivo na variação da taxa de juros revelam que para todas as regiões a preferência pela liquidez cai. Este é um comportamento esperado, tendo em vista que o aumento no custo de reter recursos ociosos aumenta com um choque positivo de juros.

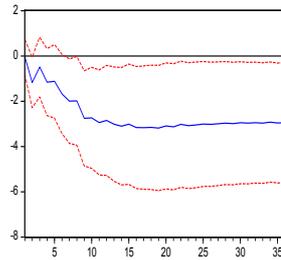
**Gráfico 1: Função Impulso Resposta para variáveis de comportamento dos bancos por região**



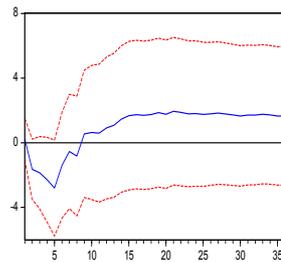
## Região Centro-Oeste

Accumulated Response to Generalized One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.

Accumulated Response of VAR\_LIQUIDITY\_PREFERENCE to D\_INTEREST



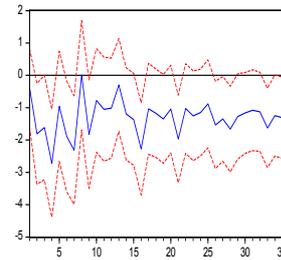
Accumulated Response of VAR\_UNCERTAINTY to D\_INTEREST



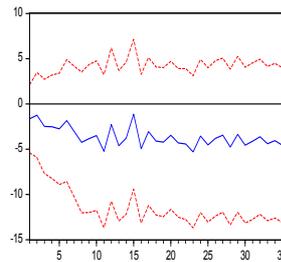
## Região Norte

Accumulated Response to Generalized One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.

Accumulated Response of VAR\_LIQUIDITY\_PREFERENCE to D\_INTEREST



Accumulated Response of VAR\_UNCERTAINTY to D\_INTEREST



Em termos estruturais, é importante ressaltar a forte concentração das sedes dos bancos comerciais e múltiplos na região Sudeste, ou seja, dos 161 bancos existentes no Brasil em dezembro de 2012 esta região concentrava 128 sedes dos principais bancos brasileiros<sup>11</sup>. Desta forma, a região Sudeste, por concentrar quase 70% da oferta total de crédito, torna-se a única região em que o choque da taxa de juros sobre a preferência pela liquidez se estabiliza de forma mais rápida frente às outras regiões, ou seja, por volta do décimo mês após o choque de juros.<sup>12</sup> Esse fato leva a ratificar a argumentação de Crocco (2010, p.151) que afirma a existência de uma relação entre o grau de centralidade de uma determinada região e o grau de preferência pela liquidez das agências bancárias ali instaladas. Para o autor, quanto maior a centralidade, menor será a preferência pela liquidez.

As regiões Nordeste, Sul e Centro-Oeste passam a ter um equilíbrio em suas variações de preferências pela liquidez somente após vinte meses do choque positivo de juros. Para a região Norte, após muitas oscilações, o ajuste se dá após vinte e sete meses sendo a região que levou mais tempo para estabilizar sua preferência pela liquidez. Aqui vale lembrar

<sup>11</sup> Conforme registros do Banco Central do Brasil, das 161 instituições bancárias em funcionamento no Brasil em dezembro de 2012, 102 possuíam sede no estado de São Paulo (100 na capital e duas no interior) e 15 no Rio de Janeiro. Os estados de Minas Gerais e Rio Grande do Sul têm 10 sedes cada um. O Paraná era sede de 7 instituições, sendo um deles o banco estrangeiro HSBC. Apenas 9 instituições eram mantidas como sede na região Nordeste, sendo, dentre estas, 3 localizadas na Bahia, 5 em Pernambuco, 1 no Ceará. Sergipe, Espírito Santo, Pará complementavam a lista com 1 sede apenas. Por sua vez, o Distrito Federal possuía 4 sedes sendo estas a Caixa Econômica Federal, o Banco do Brasil, o Banco de Brasília e a sede de um banco privado.

<sup>12</sup> Nesse sentido, a estabilização monetária e a abertura financeira propiciaram uma forte concentração de crédito bancário na região Sudeste, em boa parte devido à aquisição de bancos com marcada atuação nesta região. A proximidade física e a interação mais direta com os concorrentes permitiram ao sistema bancário no Sudeste desfrutar de *spillover* informacional e das externalidades positivas geradas pela maior concentração e, que conseqüentemente, possibilitaram um círculo virtuoso entre características econômicas e geração de crédito que estão sempre presentes nesta região conforme afirmam Barra e Crocco (2004).

resultado encontrado em Feijó *et al.* (2012) mostrando que bancos localizados em regiões menos desenvolvidas perdem mais reservas do que os bancos que estão localizados nas áreas mais dinâmicas. Por isso, o maior tempo de estabilização da preferência pela liquidez por parte dos bancos em regiões menos desenvolvidas pode ser interpretado como um levando a um racionamento de crédito por mais tempo como um mecanismo de segurança de retenção de liquidez.

O segundo bloco de gráficos avalia o impacto do choque de juros na provisão de operações de crédito, *proxy* de incerteza, conforme utilizado por Dutra e Bastos (2016). Segundo os autores, o ajustamento a ser observado é que quando há um aumento de provisionamento para créditos não pagos e/ou duvidosos o resultado que se espera é a piora do estado de expectativa bancária quanto ao futuro do ambiente econômico levando a um aumento da incerteza. Dessa forma, o aumento nas provisões das operações de crédito é um resultado esperado quando há um choque de juros, pois este pode limitar a capacidade de solvência dos tomadores por aumentar seu custo de captação e, conseqüentemente, a rolagem das dívidas. Dessa forma, o aumento do nível de incerteza quanto ao ambiente econômico levaria os bancos a racionarem crédito como uma medida precaucional de retenção de liquidez.

Na região Sudeste, um choque de juros aumenta inicialmente a provisão de recursos das operações de crédito que se torna negativo após o sétimo mês do choque. É a única região a apresentar um ajustamento rápido ao choque, ou seja, uma resposta imediata de aumento de provisionamento para em seguida se observar uma queda com estabilização do provisionamento. Este comportamento era esperado e pode ser entendido como resultado de melhores *ratings* nas avaliações de crédito, refletidos em melhor qualidade da concessão creditícia, conforme aponta Crocco (2010, p.130). Dessa forma, torna-se plausível supor que o mercado de crédito é restabelecido após o décimo mês do choque monetário, como visto no gráfico do primeiro bloco, devido às vantagens comparativas relacionadas a concentração bancária, pela centralização financeira e pelas melhores avaliações da qualidade do crédito.

Para a região Nordeste, o efeito do aumento no provimento de recursos é retardado, assim como no Centro-Oeste. O choque de juros aumenta as provisões de crédito após o décimo segundo mês, no primeiro caso e no oitavo mês, no segundo. Em ambos os casos pode-se sugerir que este resultado reflete uma base informacional menos precisa nas avaliações de crédito. Ou seja, o choque de juros aumenta o nível de provisionamento devido aos efeitos de *carring-over* dos custos dessas operações podendo tornar-se um elemento restritivo para o atendimento da demanda por novos créditos.

A região Sul apresenta uma variação positiva e imediata quanto ao impacto restritivo da política monetária sobre a variável *proxy* da incerteza, que persiste ao longo do tempo. Aparentemente, o impacto da *proxy* de incerteza não impacta a preferência pela liquidez. A região Norte, contrariando ao esperado, reduz a provisão das operações de crédito mitigando assim o nível de incerteza regional. Tanto a região Sul como a Norte apresentam resultados que sugerem que a relação entre preferência pela liquidez e provisão de recursos para créditos duvidosos não é direta.

A próxima subseção buscará mapear o entendimento de como o choque de juros pode se tornar num importante elemento restritivo à oferta de crédito em suas diversas maturidades.

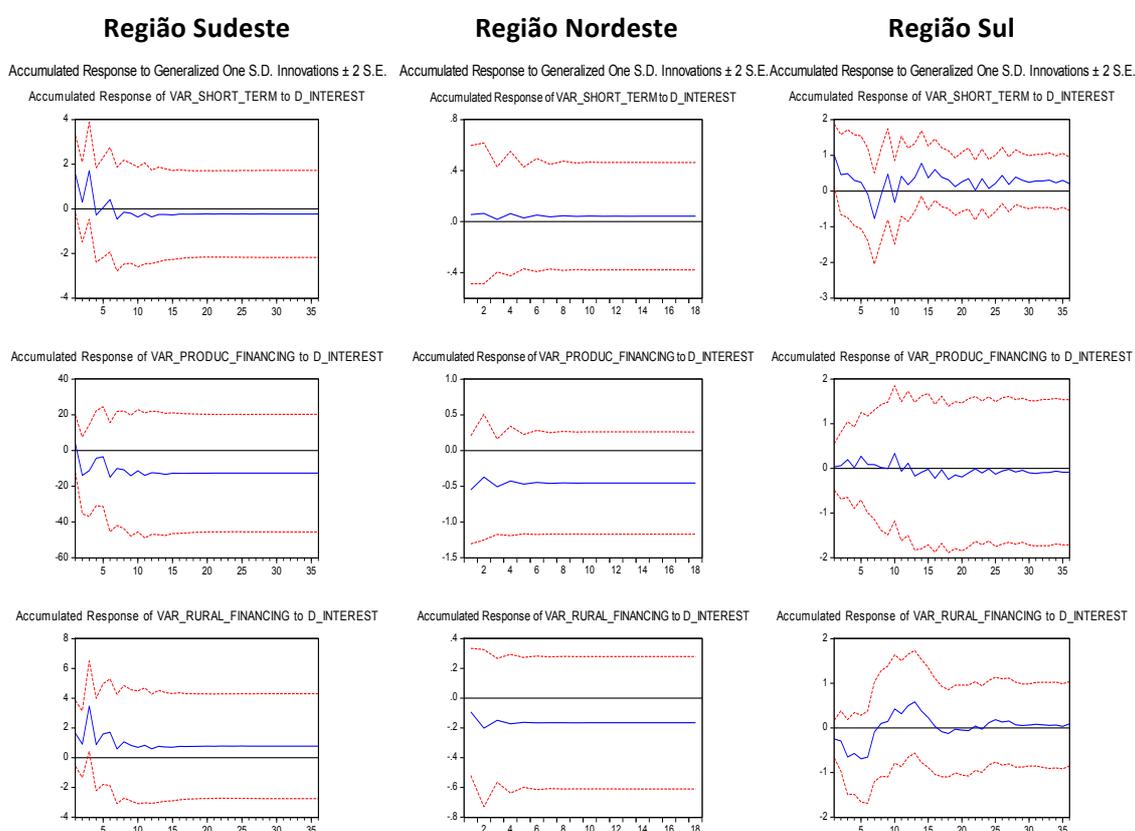
#### **4.2.2. Impacto da política monetária via crédito a nível regional**

O segundo modelo busca captar o impacto do choque de juros sobre a oferta de crédito de diferentes maturidades para cada região. Os gráficos estão dispostos da seguinte forma:

créditos de curto prazo (primeiro bloco); sobre os financiamentos destinados à produção (segundo bloco); e os financiamentos destinados à agricultura (terceiro bloco).

O primeiro grupo de gráficos apresenta a função impulso-resposta sobre a variação dos créditos de curto prazo (*short\_term*), que inclui crédito a pessoas físicas, o crédito consignado, o cheque especial e o capital de giro para as empresas. No caso do crédito pessoal, o BCB (2015) ressalta seu expressivo crescimento na década dos anos 2000 sustentando o consumo agregado.<sup>13</sup> Espera-se que um aumento na taxa de juros reduza a oferta de crédito de curto prazo. Isto é observado apenas na região Sudeste. Para esta região, após o choque positivo na variação da taxa de juros, o ajustamento se dá pela acomodação da variação da oferta de crédito de curto prazo a níveis inferiores ao observado inicialmente, ou seja, ocorre uma retração na variação da oferta dessa modalidade de empréstimos, indicando de certa forma, um “*pass through*” ao custo do crédito dado pelo aumento da taxa de juros.

**Gráfico 2: Função Impulso-Resposta para oferta de crédito de diferentes maturidades.**

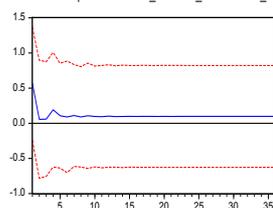


<sup>13</sup> Deve-se ressaltar que a importância relativa desta variável nas regiões menos desenvolvidas pode ser atribuída à inovação institucional relativa a criação do crédito consignado com desconto em folha de pagamento em dezembro de 2003. As instituições das regiões mais pobres apostaram neste mercado com mais intensidade justamente por ter seus riscos quase nulos dado a garantia dos recebíveis descontados na fonte geradora do fluxo financeiro.

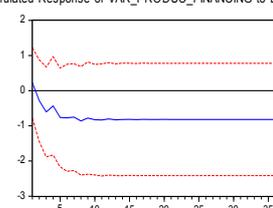
## Região Centro-Oeste

Accumulated Response to Generalized One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.

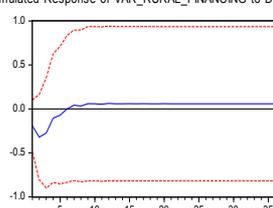
Accumulated Response of VAR\_SHORT\_TERM to D\_INTEREST



Accumulated Response of VAR\_PRODUC\_FINANCING to D\_INTEREST



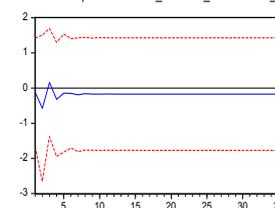
Accumulated Response of VAR\_RURAL\_FINANCING to D\_INTEREST



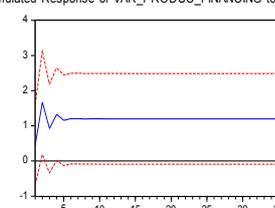
## Região Norte

Accumulated Response to Generalized One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.

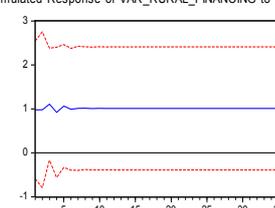
Accumulated Response of VAR\_SHORT\_TERM to D\_INTEREST



Accumulated Response of VAR\_PRODUC\_FINANCING to D\_INTEREST



Accumulated Response of VAR\_RURAL\_FINANCING to D\_INTEREST



Nas regiões Nordeste e Centro-Oeste, o impacto positivo da variação da taxa de juros provoca uma queda na variação da oferta de crédito de curto prazo seguida de uma manutenção da participação dessa modalidade de empréstimos. O que pode explicar este comportamento é o baixo grau de penetração bancária nessas regiões como observado em Feijó *et al*; (2012, p. 28) aliado a uma baixa competição entre as instituições bancárias no sentido exposto por Belaisch (2003, p.20)<sup>14</sup>. Neste contexto, a manutenção dos níveis positivos em termos de variação da oferta de crédito de curto prazo mesmo quando da ocorrência de um choque da taxa de juros, ressalta a baixa diversificação na oferta de serviços financeiros. A exclusão financeira, característica de regiões menos desenvolvidas acaba por impor um ajustamento perverso ao atendimento da demanda reprimida por crédito, que em um contexto de baixo nível de competição entre bancos, impõe maiores custos aos serviços financeiros em relação ao centro financeiro.

Na região Norte, a resposta ao impulso também é claramente negativa, à exceção de um breve ajustamento positivo entre o segundo e quarto meses, o que em tese, não era esperado. Por sua vez, a região Sul apresenta resultado semelhante ao das regiões Nordeste e Centro Oeste, porém a resposta ao impulso decresce até o sétimo mês após o choque, tornando-se positivo em seguida.

A baixa sensibilidade aos juros da demanda por crédito de curto prazo nas regiões menos desenvolvidas sinaliza que uma política monetária restritiva é ineficaz para conter a

<sup>14</sup>O foco do estudo de Belaisch (2003) esteve atrelado ao argumento de que o setor bancário brasileiro não é plenamente competitivo. Apoiado em fatos estilizados e confirmados por investigação empírica o estudo aponta que prevalece no Brasil uma indústria bancária oligopolizada, Para a autora um maior grau de competição bancária ensejaria na minimização de custos desdobrando-se em alocações de recursos de forma eficiente. Este ajustamento, em tese, seria um foco de distribuição de benefícios do sistema bancário para outros setores da economia.

demanda nestas localidades. Esta comprovação empírica, complementa as argumentações de Terra (2014) no tocante à captura da autoridade monetária pelas estratégias bancárias ao nível de regiões. A hipótese aventada pelo autor é a de que sob o regime de metas de inflação, a autoridade monetária pode ser dominada pelos bancos haja vista que são eles, em última instância, que com sua preferência pela liquidez decidem qual a magnitude da demanda agregada a ser alcançada a cada momento.<sup>15</sup>

No segundo grupo de gráficos está o resultado da função impulso-resposta para os créditos destinados à produção (*produc\_financing*), que agrega os financiamentos a agentes financeiros, às exportações, operações de arrendamento, os financiamentos agro-industriais e os financiamentos imobiliários. Espera-se que os choques de juros impactem de forma negativa a evolução dos financiamentos destinados ao setor produtivo em virtude das instituições bancárias preferirem ativos mais líquidos, de mais curto prazo. Mais ainda, espera-se que o impacto negativo seja mais forte nas regiões menos desenvolvidas, que apresentam maior nível de preferência pela liquidez.

Observa-se que o choque positivo na taxa de juros leva a uma queda na variação da oferta desse tipo de crédito para as regiões Sudeste, Nordeste e Centro Oeste. Nas regiões Nordeste e Centro-Oeste, o novo nível de equilíbrio da oferta de financiamentos se estabiliza a partir do terceiro e sexto meses, respectivamente, e leva mais tempo na região Sudeste. Tal resultado corrobora o argumento de que o tempo de resposta dos choques de juros que representam uma contração no nível de crédito na modalidade *product\_financing* se dá em um menor prazo em regiões menos desenvolvidas que preferirão manter sua preferência pela liquidez em detrimento de ativos mais ilíquidos como os créditos de mais longo prazo.

Na região Sul, a oferta de crédito oscila em torno de seu nível inicial, sem apresentar alteração expressiva. A região Norte apresenta, de forma surpreendente uma variação positiva na oferta desse tipo de crédito. Assim, à exceção da região Norte, pode-se afirmar que no geral a resposta dos financiamentos, de mais longo prazo, aos impulsos de choques de juros para esta modalidade de crédito é claramente negativa corroborando as premissas Pós keynesianas, que, dado um aumento do custo de oportunidade, a exemplo do aumento da taxa de juros, bancos irão direcionar suas ações à ativos mais líquidos.

O terceiro grupo de gráficos apresenta o resultado da função impulso-resposta para os créditos destinados aos financiamentos rurais (*rural\_financing*). Essa modalidade de financiamento agrega as contas de Agricultura e Pecuária para custeio<sup>16</sup> e investimento, assim como a comercialização de produtos rurais. O crédito rural é tradicionalmente o principal instrumento de política econômica para o setor e tem impulsionado o crescimento da renda nas regiões periféricas<sup>17</sup>. No entanto, a reação a um choque de juros nesta modalidade

---

<sup>15</sup> Para Terra (2014), analisando criticamente a eficácia do regime de metas de inflação, mostra que a autoridade monetária perde autonomia para enfrentar o comportamento estratégico dos bancos. Isto ocorre porque os bancos obtém lucro monetário usando a rigidez imposta à autoridade monetária na busca de credibilidade para a implementação do regime de metas de inflação.

<sup>16</sup> O financiamento do custeio da produção agropecuária visa as operações relacionadas à produção de grãos e/ou pecuária.

<sup>17</sup> As fontes principais dos recursos aplicados no crédito rural são compulsórias via parcela de aplicação obrigatória dos depósitos à vista nos bancos (50% dos saldos dos financiamentos do Banco do Brasil e 75% dos aplicados pelos bancos privados) e repasses e refinanciamentos, representados pela caderneta de poupança rural, os Fundos Constitucionais, a parcela do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), e outros menores. No entanto, para efeitos desse estudo, a ótica utilizada seguirá os dados constantes nas estatísticas contábeis disponibilizadas pelos bancos comerciais.

de crédito só não afeta as regiões Sudeste e Norte que mesmo diante do choque monetário registra variação positiva da oferta de crédito para as atividades rurais em todo o período. Na região Nordeste, a resposta ao impulso é negativa em todo o período. Uma situação intermediária, ou seja, de contração do crédito inicialmente e posterior recuperação é observada nas regiões Sul e Centro Oeste, as quais possuem uma clara vocação agrícola. Nestas regiões, pode-se sugerir que um número expressivo de produtores rurais não estariam aptos às concessões de crédito rural com juros controlados e pré estabelecidos pelas políticas públicas, o que ocasiona uma queda na variação da oferta desse tipo de crédito, inicialmente.

Em resumo, os resultados dos exercícios econométricos permitem algumas conclusões interessantes:

- a) a resposta ao impulso de um choque de juros na oferta de crédito é clara no sentido de aumentar a preferência pela liquidez em todas as regiões do país. Este resultado corrobora o trabalho seminal de Dow (1982) que afirma que bancos de atuação nacional podem emprestar menos para as regiões menos desenvolvidas, dada sua estrutura econômica e o controle remoto sobre as suas filiais;
- b) a resposta ao impulso de um choque nos juros em relação à provisão de recursos para crédito varia de região para região, sugerindo que a correlação entre estas duas variáveis não é única. Dessa forma, confirma-se a hipótese de que os bancos nas regiões reagem de forma diferenciada conforme suas estratégias de defesa para a manutenção do *trade off* entre liquidez e rentabilidade, no sentido de Carvalho (1993). Ademais, o efeito *carring-over* dos custos deste choque monetário compromete a capacidade de novos tomadores de crédito que por sua vez, podem levar a um racionamento de crédito por parte dos bancos dado um aumento de provisionamento de recursos;
- c) quanto à modalidade de crédito, observa-se que nas regiões menos desenvolvidas - Nordeste, Centro-Oeste, e em menor grau na região Norte, um choque positivo de juros não produz uma redução na oferta de crédito de curto prazo (financiamento direto ao consumidor, cartão de crédito, financiamento de veículos e outras modalidades de crédito ao consumidor). Essas regiões apresentam baixa inserção financeira da população, o que por sua vez traz consigo a oferta de serviços financeiros simplificados, como conta correntes básicas e produtos financeiros com baixo grau de sofisticação conforme apontam Feijó *et al.* (2012). Ademais, o baixo nível de competição entre bancos conforme Belaisch (2003) carregam consigo o aprofundamento da exclusão financeira tanto de indivíduos como de áreas geográficas. Nesse contexto, os bancos, ao privilegiarem o crédito de curto prazo, estão em busca de maior rentabilidade para suas aplicações visto que o crédito de curto prazo possui taxas mais elevadas de remuneração do que a de outros tipos de financiamento, corroborando o estudo de Nogueira *et al.* (2015);
- d) um resultado distinto pode ser observado em relação ao crédito destinado à produção. Neste caso o choque de juros afeta negativamente a oferta desta modalidade de crédito em todas as regiões, com exceção da região Norte. Conclui-se que o choque positivo na variação de taxa de juros é contraproducente pois aumenta o custo de captação do crédito destinado à produção, comprometendo o crescimento econômico regional. Ou seja, pode-se afirmar que a política monetária, ao não levar em conta as diferentes reações dos bancos ao choque de juros torna-se não funcional em relação ao processo de crescimento econômico das regiões menos desenvolvidas comprometendo assim a possibilidade do setor bancário em se tornar o elemento proeminente do processo de indução ao crescimento econômico e de redução de desigualdades regionais;

- e) por último, os resultados evidenciados para os impactos do crédito rural são muito interessantes, pois mostram que a oferta não se reduz após o choque de juros, à exceção da região Nordeste, que responde negativamente todo o período após o choque. Nesse contexto, infere-se que essa neutralidade em termos de impactos deve-se a concepção de sua modalidade estar ancorada em taxas de juros pré estabelecidas pelas políticas públicas do setor agrícola. Vale lembrar que o crédito rural é o principal instrumento de política econômica para o setor, e, portanto, o efeito da variação da taxa básica de juros tem pequeno efeito significativo sobre os custos de operação da atividade agropecuária.

## 5. Comentários Finais

A avaliação de choques de política monetária sobre a oferta de crédito regional lança luz sobre a diversidade de respostas que os bancos oferecem em cada local. Essa diversidade, segundo a literatura Pós keynesiana, está relacionada ao grau de penetração financeira dos bancos nas regiões, assim como aos movimentos de concentração bancária na região mais desenvolvida do país. Neste sentido, levantamos neste texto a hipótese de que a política monetária, ao não considerar as diferentes respostas dos bancos em cada região, pode contribuir para acentuar as disparidades regionais. Ademais, uma política monetária que não atente para os diferentes comportamentos dos bancos em cada região terá sua eficácia reduzida, pois as firmas bancárias, gerenciando seus ativos de forma diferenciada, podem ratificar ou não a sustentação da demanda agregada de acordo com sua estratégia para manter e ampliar sua rentabilidade.

Os exercícios econométricos apresentados neste artigo permitem algumas conclusões interessantes sobre o comportamento do crédito regional após um choque positivo de juros. Mostrou-se que a firma bancária se comporta discriminando sua atuação a nível regional, ou seja, gerencia seu ativo conformando rentabilidade e liquidez de acordo com o ambiente econômico avaliado pelo nível de incerteza tomado no artigo como *proxy* dos provimentos de operações de crédito por parte dos bancos. Neste caso, viu-se que um choque de juros afeta positivamente a provisão de operações de crédito tornando mais restritiva a oferta de crédito nas regiões Nordeste, Sul e Centro Oeste.

As evidências apresentadas também mostraram que as firmas bancárias localizadas em regiões menos desenvolvidas buscam operar via instrumentos de crédito com baixa maturidade em termos de prazos, dado o baixo grau de inserção financeira da população e a menor competitividade bancária nessas regiões privilegiando a rentabilidade bancária. Este foi o resultado observado no comportamento da oferta de crédito de curto prazo nas regiões Nordeste e Centro Oeste, e em menor grau na região Norte, que não se reduziu frente a um choque positivo de juros. Ademais, comprovou-se que há um claro distanciamento por parte da firma bancária no financiamento da produção com prazos mais longos o que compromete o papel social dos bancos em prover recursos para geração de crescimento econômico em todas as regiões..

Em conclusão, a firma bancária na alocação de seus recursos com base nas avaliações de suas percepções quanto aos retornos esperados reduz a eficácia da atuação da política monetária via canal de oferta de crédito. Ademais, considerando a política monetária no Brasil, caracteristicamente bastante restritiva, acaba por afetar de forma desigual as regiões brasileiras. E esse ajustamento perverso às regiões brasileiras compromete a possibilidade do sistema financeiro bancário em se tornar o elemento proeminente no processo de crescimento econômico podendo ter seu efeito limitado e acentuar as desigualdades regionais.

## Referências

- Alexandre, M., Lima, G. T., Canuto, O. (2005), "Distribuição espacial da atividade bancária no Brasil: dimensões e indicadores", *Nova Economia (UFMG)*, Belo Horizonte, 15(1), p. 11-33.
- Amado, A. (1997) *Disparate Regional Development in Brazil: a monetary production approach*, London: Ashgate, 360p.
- Banco Central do Brasil (2015) *Relatório de Inclusão Financeira*, 3, Brasília.
- Barra, C., Crocco, M. (2004) "Moeda e Espaço no Brasil, Um estudo de áreas selecionadas", *Revista de Economia Política*, 24(3).
- Belaisch, A. (2003) "Do Brazilian Banks Compete?" *International Found Monetary, Working Paper*, WP/03/113.
- Bernanke, B. e Gertler, M. (1995) "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *NBER Working Paper*, n.5146, p.1-45.
- Bertanha, M e Haddad, E. (2008) "Efeitos Regionais da Política Monetária no Brasil: Impactos e Transbordamentos Espaciais", *Revista Brasileira de Economia*, 62(1), p. 3-29.
- Carlino, G. A. e Defina, R. (1997) "The differential regional effects of monetary policy: evidence from the U.S. States", *FRB Philadelphia Working Paper*, 97-12/R.
- Carvalho, F. (1993) "Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao Professor Nogueira da Costa". *Revista de Economia Política*, 13(3).
- Carvalho, F. e Paula, L. F. (2014) "Banking in Latin America" In: A. Berger, P. Molyneux e J. Wilson (orgs.) *The Oxford Handbook of Banking*, New York: Oxford University Press, 1ed., p. 868-902.
- Cecchetti, S. G. (1999) "Legal structure, financial structure, and the monetary policy transmission mechanism ". *NBER Working Paper*, 7151, Cambridge.
- Cecchetti, S. G. e Krause, S. (2001) "Financial Structure, Macroeconomic Stability and Monetary Policy"; *NBER*, Working Paper 8354, Cambridge.
- Chick, V. (1986) "The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and interest", *Economies et Sociétés, Cahiers de l'ISMEA, Série Monnaie et production*, 3, p. 111-127.
- Chick V. e Dow S. C. (1988) "Post-Keynesian perspective on the relation between banking and regional development," in P. Arestis (Ed.) *Post-Keynesian Monetary Economics: New Approaches to Financial Modelling*. Edward Elgar Publishing, p.219-250.
- Corrêa, V. P. (2006) "Distribuição de agências bancárias e concentração financeira nas praças de maior dinamismo econômico - um estudo pra os anos 1980 e 1990". In: M. Crocco e F. Jayme Jr.. (Org.). *Moeda e Território: uma interpretação da dinâmica regional brasileira*. 1ed. Belo Horizonte: Editora Autêntica, 2006, p. 169-210.
- Crocco, M. A. (2010) *Moeda e Desenvolvimento Regional e Urbano: uma leitura Keynesiana e sua aplicação ao caso Brasileiro*, Tese submetida ao Concurso de Professor Titular, CEDEPLAR, UFMG, abril.
- Davidson, P. (1978) "Money and the real world", *The Economic Journal*, 82(325), p. 101-115.
- Davidson, P. (1986) "Finance, Funding, Saving and investment", *Journal of Post Keynesian Economics*, 9(1), p. 101-110.

- Dow, S. C. (1982) "The regional composition of the money multiplier process", *Scottish Journal of Political Economy*, 29(1), February, p.22-44.
- Dow, S. C. (1990) *Financial Markets and Regional Economic Development: The Canadian Experience*, Aldershot Brookfield, USA: Avebury, p.163-178
- Dow, S. C. (1993) *Money and the Economic Process*, Edward Elgar Publish, July, Cambridge, 232p.
- Dutra, L. D., Bastos, J. C. A., Lamônica, M. T. e Feijó, C. A. (2015) "Desigualdade na oferta de crédito regional a pessoa jurídica: uma análise em painel para o período 2000-2011". *Economia & Sociedade*, 24, p. 681-708.
- Dutra, L. D. e Bastos, J. C. A. (2016) "Atuação Regional da Firma Bancária em um Contexto de Elevada Desigualdade Regional. O Caso do Brasil: 2000-2012", *Revista Cadernos do Desenvolvimento*, 11(19), p.57-80.
- Evangelista, T. F. e Sbardellati, E. (2016) "A eficácia do crédito como canal de transmissão da política monetária no Brasil: estratégia de identificação da oferta e demanda de crédito", 44<sup>o</sup>. *Encontro Nacional de Economic ANPEC*, Foz do Iguaçu, Disponível em <https://goo.gl/7DkF8w>, acesso em 27 de dezembro de 2016.
- Ewing, B. T. (2003) "The response of the default risk premium to macroeconomic shocks", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Elsevier 43(2), p. 261–272.
- Favero, C. A., Giavazzi, F., e Flabbi, L. (1999) "The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Europe: Evidence from Banks' Balance Sheets", *NBER Working Paper* n.7231, Cambridge.
- Feijó, C., Galeano, E. V., Dutra, L. D. e Lamônica, M.T. (2012) "Uma Análise do Crédito Bancário para Pessoas Jurídicas a partir de um Painel de Dados Regional: 2000-2008", *BNDES Working Paper* n.36.
- Freitas, P. e Lamônica, M. T. (2015) "Estratégias Bancárias e Oferta de Crédito no Nordeste e Sudeste Brasileiro: uma avaliação através de indicadores de balanço no período 2000-2014", *Cadernos do Desenvolvimento*, 10, p. 73-92.
- Fonseca, M. e Vasconcelos, M. (2002) "Impactos Diferenciados da Política Monetária nas Regiões e Estados do Brasil", *II Encontro Brasileiro de Estudos Regionais e Urbanos*, ABER - Associação Brasileira de Estudos Regionais, São Paulo.
- Keynes, J. M. (1930[1971]) "Treatise on Money", *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 6, Londres: MacMillan.
- Kregel, J. (1980) "Markets and institutions as features of a capitalistic production system", *Journal of Post Keynesian Economics*, 3(1), p-32-48.
- Kregel, J. (1985). "Hamlet without the prince: macroeconomics without money". *American Economic Review*, 75(2), p. 133-139.
- Koop, G., Pesaran, M. H. e Potter, S. M. (1996) "Impulse response analysis in nonlinear multivariate models", *Journal of Econometrics*, 74(1), p. 119–147.
- Lutkepohl, H. (1991) *New Introduction to multiple time series analysis*, Springer-Verlag, Germany, 764 p.
- Minsky, H. (1986) *Stabilizing an unstable economy*, New Haven: Yale University Press.

- Modenesi, A. M. e Modenesi, R. L. (2012) “Quinze Anos de Rigidez Monetária no Brasil pós Plano Real: uma agenda de pesquisa”, *Revista de Economia Política*, 32(3), p.389-411.
- Nogueira, M., Crocco, M., Figueiredo, A. T., e Diniz, G. (2015) “Financial hierarchy and banking strategies: a regional analysis for the Brazilian case”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 39(1), p. 139-156.
- Paula, L. F. (1998) “Comportamento dos Bancos, Posturas Financeiras e Oferta de Crédito: de Keynes a Minsky”, *Revista Análise Econômica*, 16(29), p. 21-38.
- Paula, L. F. (2014) *Sistema Financeiro, Bancos e Financiamento da Economia: uma abordagem Keynesiana*, Rio de Janeiro: Campus.
- Pesaran, M. e Shin, Y. (1998) “Generalized Impulse Response Analysis in Linear Multivariate Models”, *Economics Letters*, 58(1), p. 17–29.
- Rocha, B. e Nakane, M. (2007). “O mecanismo de transmissão monetária nos estados brasileiros: uma abordagem do modelo de fatores dinâmicos”, *Seminário USP de Economia*, Disponível em <https://goo.gl/bjbYGj>
- Rocha, M. R., Silva, M. E. e Gomes, M. (2011) “Por que os Estados Brasileiros tem Reações Assimétricas a Choques na Política Monetária?”, *Revista Brasileira de Econometria*, Rio de Janeiro, 65(4), p.413-441.
- Rodriguez-Fuentes, C. J. (1996) “Política Monetária Y Economía Regional”, *Consejo Economico Y Social*, Madrid.
- Rodriguez-Fuentes, C. J. (1998) “Credit availability and regional development”, *Papers in Regional Science*, 77(1), p. 63–75.
- Rodriguez-Fuentes, C. J. e Dow, S. C. (2003) “EMU and the regional impact of monetary policy”, *Regional Studies*, 37(9), p.969–980.
- Rodriguez-Fuentes, C. J. e Padron-Marrero, D. (2008) “Industry effects of monetary policy in Spain”, *Regional Studies*, 42(3), p.375-384.
- Sims, C. A. (1980) “Macroeconomics and Reality”, *Econometrica*, 48(1), pp. 1-48,.
- Sims, C. A., Stock, J. H. e Watson, M. V. (1990) “Inference in Linear Time Series Models whit some Unit Roots”, *Econometrica*, 58(1). pp. 113-144.
- Svensson, E. (2012) “Regional effects of monetary policy in Sweden”, *Working Paper, n.2012:9*, Lund University, p.1-31.
- Terra, F. (2014) “Uma interpretação Pós keynesiana do Regime de Metas de Inflação: poderia a Autoridade Monetária ser capturada pelo sistema bancário?” *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, 38, p. 108-126.

## APÊNDICE A

### Descrição da base de dados:

A base de dados - Estatísticas Bancárias por Municípios – ESTBAN, disponível no Banco Central do Brasil, disponibiliza dados financeiros apresentados em 83 contas. Os dados estão disponíveis a preços correntes. Os dados foram tabulados e somados por Unidades Federativas e agregados por regiões geográficas brasileiras. Foram utilizados os valores mensais do período Janeiro/2003 a dezembro/2012. Para construção das variáveis utilizadas no modelo foram utilizadas as contas conforme quadro 01.

Quadro 01. Contas Estatísticas Bancárias por Municípios – ESTBAN

- Títulos e Valores Mobiliários(130)
- Operações Totais de Crédito (160)
- Empréstimos e Títulos Descontados (161)
- Financiamentos a Agentes Financeiros; Exportação; Operações de Arrendamento(162)
- Financiamentos Rurais – Agricultura – Custeio e Investimento(163)
- Financiamentos Rurais – Pecuária – Custeio e Investimento(164)
- Financiamentos Rurais – Agricultura – Comercialização(165)
- Financiamentos Rurais – Pecuária – Comercialização(166)
- Financiamentos Agro-Industriais(167)
- Financiamentos Imobiliários (169)
- Provisões para Operações de Crédito(174)
- Depósitos à Vista Governo (400)
- Depósitos à Vista Setor Privado (410)

## APÊNDICE B

### Descrição da base de dados conforme quadro 02

Quadro 02. Agregação das Contas Estatísticas Bancárias por Municípios – ESTBAN

- Short\_Term – Conta Empréstimos e Títulos Descontados (161).
- Produc\_Financing – Agregação das contas: Financiamentos a Agentes Financeiros; Exportação; Operações de Arrendamento(162), Financiamentos Agro-Industriais(167), Financiamentos Imobiliários (169).
- Rural\_Financing – Agregação das contas: Financiamentos Rurais – Agricultura – Custeio e Investimento(163), Financiamentos Rurais – Pecuária – Custeio e Investimento(164), Financiamentos Rurais – Agricultura – Comercialização(165), Financiamentos Rurais – Pecuária – Comercialização(166).
- Liquidity\_Preference - a razão entre o depósito à vista do setor privado(conta 410) e do governo(conta 400) pelas operações de crédito total(conta 160) das regiões.
- Uncertainty - Provisões para Operações de Crédito(174).

## APÊNDICE C

Quadro 1 - Testes de Raiz Unitária - Região Sudeste

Variável	ADF		PP		KPSS	
	t-estatístico	valor crítico 5%	t-estatístico	valor crítico 5%	t-estatístico	valor crítico 5%
var_interest	-4.17	-3.44	-20.87	-3.43	0.06	0.14
var_liquidity_preference	-3.47	-3.44	-26.92	-3.43	0.08	0.14
var_uncertainty	-23.77	-3.43	-22.96	-3.43	0.06	0.14
var_short_term	-13.92	-3.43	-26.91	-3.43	0.09	0.14
var_produc_financing	-14.02	-3.43	-14.04	-3.43	0.05	0.14
var_rural_financing	-24.01	-3.43	-25.06	-3.43	0.06	0.14

Fonte: Elaboração dos autores. Todos os testes foram feitos com intercepto e tendência.

Quadro 2 - Testes de Raiz Unitária - Região Nordeste

Variável	ADF		PP		KPSS	
	t-estatístico	valor crítico 5%	t-estatístico	valor crítico 5%	t-estatístico	valor crítico 5%
var_interest	-4.17	-3.44	-20.87	-3.43	0.06	0.14
var_liquidity_preference	-3.70	-3.44	-42.23	-3.43	0.50	0.14
var_uncertainty	-13.68	-3.43	-13.69	-3.43	0.05	0.14
var_short_term	-17.71	-3.43	-17.88	-3.43	0.08	0.14
var_produc_financing	-12.98	-3.43	-12.97	-3.43	0.04	0.14
var_rural_financing	-12.53	-3.43	-12.60	-3.43	0.11	0.14

Fonte: Elaboração dos autores. Todos os testes foram feitos com intercepto e tendência.

Quadro 3 - Testes de Raiz Unitária - Região Sul

Variável	ADF		PP		KPSS	
	t-estatístico	valor crítico 5%	t-estatístico	valor crítico 5%	t-estatístico	valor crítico 5%
var_interest	-4.17	-3.44	-20.87	-3.43	0.06	0.14
var_liquidity_preference	-3.02	-3.44	-18.90	-3.43	0.06	0.14
var_uncertainty	-15.96	-3.43	-15.99	-3.43	0.05	0.14
var_short_term	-18.34	-3.43	-27.59	-3.43	0.12	0.14
var_produc_financing	-13.36	-3.43	-13.42	-3.43	0.08	0.14
var_rural_financing	-10.07	-3.43	-11.16	-3.43	0.08	0.14

Fonte: Elaboração dos autores. Todos os testes foram feitos com intercepto e tendência.

Quadro 4 - Testes de Raiz Unitária - Região Centro-Oeste

Variável	ADF		PP		KPSS	
	t-estatístico	valor crítico 5%	t-estatístico	valor crítico 5%	t-estatístico	valor crítico 5%
var_interest	-4.17	-3.44	-20.87	-3.43	0.06	0.14
var_liquidity_preference	-14.21	-3.43	-14.25	-3.43	0.06	0.14
var_uncertainty	-12.63	-3.43	-13.13	-3.43	0.07	0.14
var_short_term	-13.27	-3.43	-18.62	-3.43	0.11	0.14
var_produc_financing	-14.21	-3.43	-14.25	-3.43	0.05	0.14
var_rural_financing	-14.93	-3.43	-17.54	-3.43	0.06	0.14

Fonte: Elaboração dos autores. Todos os testes foram feitos com intercepto e tendência.

Quadro 5 - Testes de Raiz Unitária - Região Norte

Variável	ADF		PP		KPSS	
	t-estatístico	valor crítico 5%	t-estatístico	valor crítico 5%	t-estatístico	valor crítico 5%
var_interest	-4.17	-3.44	-20.87	-3.43	0.06	0.14
var_liquidity_preference	-5.17	-3.44	-29.90	-3.43	0.15	0.14
var_uncertainty	-18.39	-3.43	-19.15	-3.43	0.04	0.14
var_short_term	-11.88	-3.43	-19.87	-3.43	0.08	0.14
var_produc_financing	-13.04	-3.43	-13.08	-3.43	0.08	0.14
var_rural_financing	-15.14	-3.43	-15.26	-3.43	0.04	0.14

Fonte: Elaboração dos autores. Todos os testes foram feitos com intercepto e tendência.

## APÊNDICE D

Quadro 6 - Resultados dos Testes para Ordem do VAR - Comportamento dos Bancos - Região Sudeste

Ordem do VAR	Com Constante					Sem Constante				
	LR	FPE	AIC	SC	HQ	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	6.18E+10	39.0358	39.13752	39.07713	-	-	-	-	-
1	255.3548	1.42E+10	37.56491	38.17520*	37.81288	NA	1.51E+10	37.62829	38.13687*	37.83493
2	91.4452	1.02E+10	37.23266	38.35152	37.68726*	80.37065	1.18E+10	37.38178	38.39894	37.79506*
3	51.27383	9.71E+09	37.18139	38.80883	37.84264	53.40571	1.11E+10	37.31733	38.84306	37.93725
4	46.26781	9.50E+09	37.15432	39.29034	38.02221	29.64042	1.24E+10	37.42408	39.45838	38.25064
5	63.15363	7.99E+09	36.97252	39.61712	38.04705	62.17144	1.06E+10	37.25461	39.7975	38.28781
6	59.77232	6.80E+09	36.79738	39.95056	38.07855	89.87496	6.98E+09	36.82658	39.87805	38.06643
7	45.28966*	6.47e+09*	36.72950*	40.39126	38.21731	40.99727*	6.92e+09*	36.80067*	40.36071	38.24716

Fonte: Elaboração dos autores

Nota: \* denota a ordem de defasagem por critério

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Quadro 7 - Resultados dos Testes para Ordem do VAR - Comportamento dos Bancos - Região Nordeste

Ordem do VAR	Com Constante					Sem Constante				
	LR	FPE	AIC	SC	HQ	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	1.39E+10	37.54809	37.64981	37.58942	-	-	-	-	-
1	150.3078	6.75E+09	36.82222	37.43251*	37.07019	NA	7.37E+09	36.90966	37.41824*	37.1163
2	62.10723	6.02E+09	36.70568	37.82455	37.16029	44.93691	7.46E+09	36.92179	37.93894	37.33507
3	50.33297	5.77E+09	36.6616	38.28904	37.32285	50.76163	7.16E+09	36.87737	38.4031	37.49729
4	71.45551	4.63E+09	36.43463	38.57065	37.30252	27.51796	8.14E+09	37.00083	39.03513	37.82739
5	112.3985	2.59E+09	35.84585	38.49045	36.92038	83.93989	5.79E+09	36.65293	39.19582	37.68613
6	113.0208	1.39E+09	35.21167	38.36485	36.49284*	195.3582	1.55E+09	35.32334	38.3748	36.56318*
7	41.47734*	1.37e+09*	35.17814	38.83989	36.66595	40.51142*	1.55e+09*	35.30177*	38.8618	36.74825
8	36.71568	1.40E+09	35.17190*	39.34223	36.86635	29.3262	1.69E+09	35.36782	39.43644	37.02095

Fonte: Elaboração dos autores

Nota: \* denota a ordem de defasagem por critério

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Quadro 8 - Resultados dos Testes para Ordem do VAR - Comportamento dos Bancos - Região Sul

Ordem do VAR	Com Constante					Sem Constante				
	LR	FPE	AIC	SC	HQ	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	5.43E+09	36.6054	36.70712	36.64673	-	-	-	-	-
1	170.809	2.27E+09	35.73412	36.34442*	35.98209	NA	2.44E+09	35.80584	36.31442*	36.01248
2	68.66077	1.93E+09	35.5694	36.68827	36.02401	52.68644	2.34E+09	35.7614	36.77856	36.17468
3	51.82404	1.83E+09	35.51393	37.14138	36.17518	45.89614	2.33E+09	35.75384	37.27957	36.37376
4	75.24426	1.42E+09	35.25689	37.39292	36.12478	36.23096	2.47E+09	35.80869	37.843	36.63525
5	117.9694	7.62E+08	34.62208	37.26668	35.69661	76.32816	1.87E+09	35.52319	38.06607	36.55639
6	103.1661	4.46E+08	34.07285	37.22603	35.35402*	197.9209	4.91E+08	34.17169	37.22315	35.41153*
7	47.85654*	4.15e+08*	33.98185	37.6436	35.46966	47.67130*	4.58e+08*	34.08619*	37.64623	35.53267
8	36.95543	4.22E+08	33.97335*	38.14368	35.6678	33.43209	4.83E+08	34.11388	38.18249	35.767

Fonte: Elaboração dos autores

Nota: \* denota a ordem de defasagem por critério

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Quadro 9 - Resultados dos Testes para Ordem do VAR - Comportamento dos Bancos - Região Centro-Oeste

Ordem do VAR	Com Constante					Sem Constante				
	LR	FPE	AIC	SC	HQ	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	2.11E+10	37.96172	38.06344	38.00305	-	-	-	-	-
1	127.7678	1.20E+10	37.3957	38.00599*	37.64367	NA	1.34E+10	37.51065	38.01922*	37.71729
2	39.296	1.26E+10	37.4469	38.56577	37.90151	33.13617	1.48E+10	37.60891	38.62607	38.02219
3	45.53445	1.26E+10	37.43944	39.06689	38.10069	36.31153	1.59E+10	37.67396	39.19969	38.29388
4	48.11071	1.21E+10	37.39775	39.53377	38.26564	27.04515	1.81E+10	37.80114	39.83545	38.6277
5	94.92233	7.84E+09	36.9534	39.598	38.02793	42.82882	1.81E+10	37.79022	40.33311	38.82342
6	140.5493*	3.32e+09*	36.08191*	39.23508	37.36308*	227.6082*	3.67e+09*	36.18499*	39.23645	37.42483*

Fonte: Elaboração dos autores

Nota: \* denota a ordem de defasagem por critério

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Quadro 10 - Resultados dos Testes para Ordem do VAR - Comportamento dos Bancos - Região Norte

Ordem do VAR	Com Constante					Sem Constante				
	LR	FPE	AIC	SC	HQ	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	2.96E+11	40.60401	40.70572	40.64534	-	-	-	-	-
1	141.4167	1.53E+11	39.94119	40.55148*	40.18916	NA	1.74E+11	40.07075	40.57933*	40.27739
2	61.98763	1.36E+11	39.82553	40.9444	40.28014	52.10166	1.67E+11	40.03058	41.04774	40.44386
3	68.15242	1.14E+11	39.64542	41.27287	40.30667	66.04173	1.43E+11	39.8704	41.39613	40.49032
4	68.85142	9.33E+10	39.43912	41.57514	40.30701	48.04165	1.38E+11	39.83226	41.86656	40.65882
5	123.4138	4.77E+10	38.75931	41.40391	39.83383	65.02334	1.15E+11	39.63941	42.1823	40.67262
6	150.7902	1.85E+10	37.79953	40.9527	39.0807	251.1346	1.91E+10	37.8331	40.88456	39.07294
7	76.00581	1.34E+10	37.45492	41.11668	38.94274*	73.60261	1.42E+10	37.51607	41.07611	38.96255*
8	41.37157*	1.30e+10*	37.40476*	41.57509	39.09921	43.34122*	1.36e+10*	37.45115*	41.51976	39.10427

Fonte: Elaboração dos autores

Nota: \* denota a ordem de defasagem por critério

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Quadro 11 - Resultados dos Testes para Ordem do VAR - Oferta de Crédito - Região Sudeste

Ordem do VAR	Com Constante					Sem Constante				
	LR	FPE	AIC	SC	HQ	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	1.75E+08	30.32945	30.42236	30.36718	-	-	-	-	-
1	107.3991	8.96E+07	29.66221	30.12679*	29.85088*	NA	8.93E+07	29.65899	30.03065*	29.80992*
2	35.54972	8.50E+07	29.60861	30.44485	29.94821	32.66509	8.72E+07	29.63400	30.37733	29.93587
3	44.67467	73269778*	29.45775*	30.66567	29.94829	43.78197	76015978*	29.49528*	30.61028	29.94808
4	21.35106	7.81E+07	29.51713	31.09671	30.1586	19.02415	8.30E+07	29.57902	31.06568	30.18276
5	26.5894	7.85E+07	29.51521	31.46646	30.30762	25.95446	8.41E+07	29.58614	31.44447	30.34082
6	26.27227	7.85E+07	29.50533	31.82824	30.44867	26.71163	8.39E+07	29.57456	31.80456	30.48017
7	9.489558	9.37E+07	29.66772	32.36229	30.762	11.03271	9.84E+07	29.72131	32.32297	30.77786
8	31.60313*	86680516	29.57113	32.63737	30.81634	26.54656*	96750358	29.68631	32.65964	30.89379

Fonte: Elaboração dos autores

Nota: \* denota a ordem de defasagem por critério

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Quadro 12 - Resultados dos Testes para Ordem do VAR - Oferta de Crédito - Região Nordeste

Ordem do VAR	Com Constante					Sem Constante				
	LR	FPE	AIC	SC	HQ	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	2.48E+03	19.16732	19.26024	19.20506	-	-	-	-	-
1	80.06403	1613.989*	18.73778*	19.20236*	18.92645*	NA	2.60E+03	19.21456	19.58622*	19.36549*
2	26.09869	1.67E+03	18.76932	19.60557	19.10893	28.51712	2.63E+03	19.22661	19.96994	19.52848
3	29.46969	1.66E+03	18.76057	19.96848	19.25111	45.26739	2.26E+03	19.07413	20.18913	19.52693
4	22.976	1.74E+03	18.80417	20.38375	19.44564	28.80823	2.25E+03	19.06379	20.55046	19.66753
5	20.0165	1.87E+03	18.86865	20.81989	19.66106	29.53526	2.20E+03	19.03511	20.89344	19.78978
6	28.43131	1.82E+03	18.83604	21.15895	19.77938	28.30674	2158.708*	19.00691*	21.23691	19.91252
7	11.21021	2.14E+03	18.97952	21.67409	20.0738	9.714375	2.57E+03	19.16799	21.76965	20.22453
8	26.34039*	2.10E+03	18.94342	22.00966	20.18864	29.61536*	2.44E+03	19.09812	22.07144	20.3056

Fonte: Elaboração dos autores

Nota: \* denota a ordem de defasagem por critério

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Quadro 13 - Resultados dos Testes para Ordem do VAR - Oferta de Crédito - Região Sul

Ordem do VAR	Com Constante					Sem Constante				
	LR	FPE	AIC	SC	HQ	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	9.69E+03	20.52993	20.62284	20.56766	-	-	-	-	-
1	166.0057	2.99E+03	19.35307	19.81765*	19.54173	NA	4.99E+03	19.86674	20.23841	20.01768
2	49.82489	2.49E+03	19.17086	20.00711	19.51046*	77.31008	3.27E+03	19.44314	20.18647*	19.74501*
3	38.30523	2.28E+03	19.07953	20.28745	19.57007	38.77002	2.99E+03	19.35082	20.46582	19.80363
4	21.073	2.44E+03	19.14161	20.72119	19.78308	32.01929	2.88E+03	19.30961	20.79627	19.91335
5	32.03285	2.32E+03	19.08471	21.03595	19.87712	32.61073	2.73E+03	19.25017	21.1085	20.00485
6	26.26666	2.32E+03	19.07489	21.3978	20.01823	23.16771	2.82E+03	19.27551	21.5055	20.18112
7	33.42872*	2125.388*	18.9742	21.66878	20.06848	31.39030*	2655.785*	19.20098	21.80263	20.25752
8	24.26971	2.14E+03	18.96191*	22.02815	20.20712	24.8261	2.66E+03	19.18553*	22.15885	20.39301

Fonte: Elaboração dos autores

Nota: \* denota a ordem de defasagem por critério

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Quadro 14 - Resultados dos Testes para Ordem do VAR - Oferta de Crédito - Região Centro-Oeste

Ordem do VAR	Com Constante					Sem Constante				
	LR	FPE	AIC	SC	HQ	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	5.85E+03	20.02651	20.11942	20.06424	-	-	-	-	-
1	90.45859	3.48E+03	19.50658	19.97116*	19.69525	NA	4.94E+03	19.85661	20.22828*	20.00754
2	47.94721	2.95E+03	19.34129	20.17753	19.68089*	49.42467	4.15E+03	19.68198	20.42532	19.98385*
3	33.60219	2823.749*	19.29391*	20.50183	19.78445	31.65221	4.05E+03	19.65558	20.77057	20.10838
4	18.06696	3.11E+03	19.38517	20.96475	20.02665	25.36453	4.16E+03	19.67835	21.16501	20.28209
5	27.87538	3.08E+03	19.37027	21.32152	20.16268	35.08666	3.85E+03	19.59415	21.45248	20.34883
6	22.04967	3.22E+03	19.40484	21.72775	20.34818	25.70937	3.88E+03	19.59301	21.82301	20.49862
7	34.10165*	2.93E+03	19.29676	21.99133	20.39104	34.69129*	3519.661*	19.48260*	22.08426	20.53915

Fonte: Elaboração dos autores

Nota: \* denota a ordem de defasagem por critério

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Quadro 15 - Resultados dos Testes para Ordem do VAR - Oferta de Crédito - Região Norte

Ordem do VAR	Com Constante					Sem Constante				
	LR	FPE	AIC	SC	HQ	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	NA	6.65E+05	24.75947	24.85239	24.7972	-	-	-	-	-
1	145.1451	245902.6*	23.76401*	24.22859*	23.95267*	NA	280438.6*	23.89552*	24.26719*	24.04645*
2	14.65586	2.82E+05	23.89864	24.73489	24.23824	13.77097	3.24E+05	24.03923	24.78256	24.3411
3	38.18217	2.58E+05	23.80846	25.01637	24.299	42.95279	2.85E+05	23.90819	25.02318	24.36099
4	15.42092	2.91E+05	23.92541	25.50499	24.56688	13.99496	3.26E+05	24.04029	25.52695	24.64403
5	20.76398	3.10E+05	23.98234	25.93358	24.77475	23.53973	3.39E+05	24.07156	25.92988	24.82623
6	23.51198	3.20E+05	24.00151	26.32442	24.94486	26.76498*	3.38E+05	24.05942	26.28941	24.96503
7	16.21136	3.54E+05	24.09003	26.78461	25.18431	16.27379	3.74E+05	24.1492	26.75086	25.20574
8	27.35597*	3.44E+05	24.04226	27.1085	25.28748	25.69316	3.71E+05	24.1239	27.09722	25.33138

Fonte: Elaboração dos autores

Nota: \* denota a ordem de defasagem por critério

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

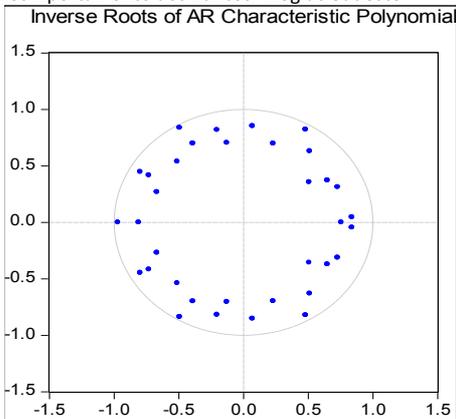
AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

Figura 1 - Teste de Estabilidade (AR Roots)

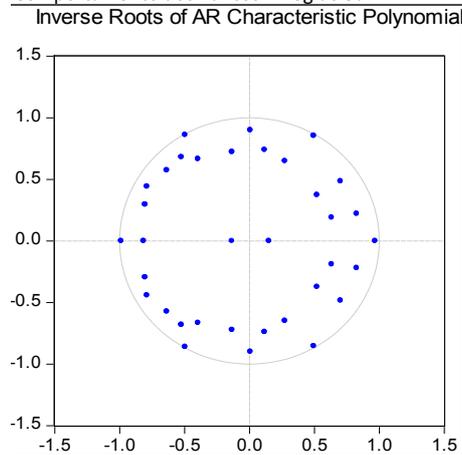
Comportamento dos Bancos - Região Sudeste



Fonte: Elaboração dos autores

Figura 3 - Teste de Estabilidade (AR Roots)

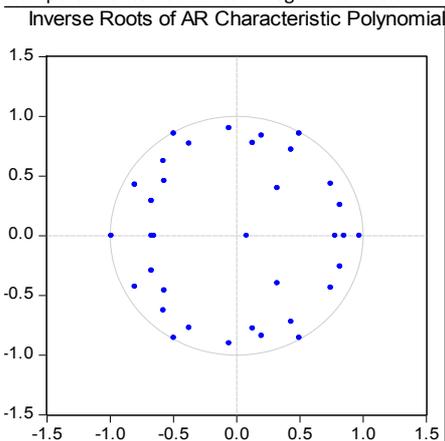
Comportamento dos Bancos - Região Sul



Fonte: Elaboração dos autores

Figura 2 - Teste de Estabilidade (AR Roots)

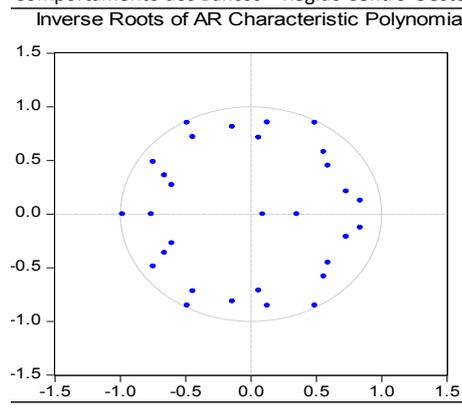
Comportamento dos Bancos - Região Nordeste



Fonte: Elaboração dos autores

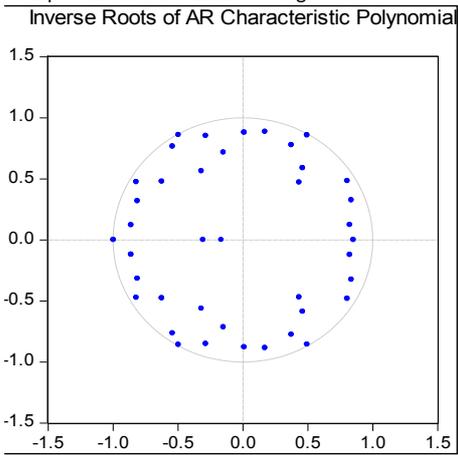
Figura 4 - Teste de Estabilidade (AR Roots)

Comportamento dos Bancos - Região Centro-Oeste



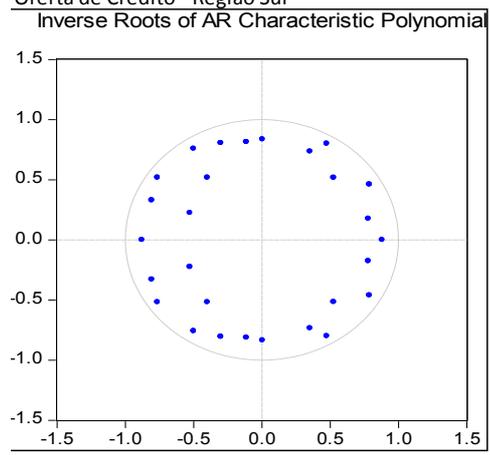
Fonte: Elaboração dos autores

Figura 5 - Teste de Estabilidade (AR Roots)  
Comportamento dos Bancos - Região Norte



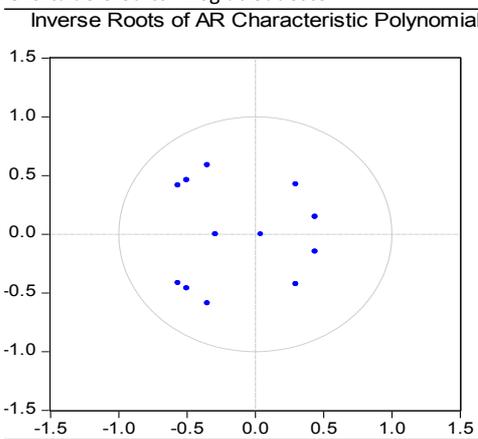
Fonte: Elaboração dos autores

Figura 8 - Teste de Estabilidade (AR Roots)  
Oferta de Crédito - Região Sul



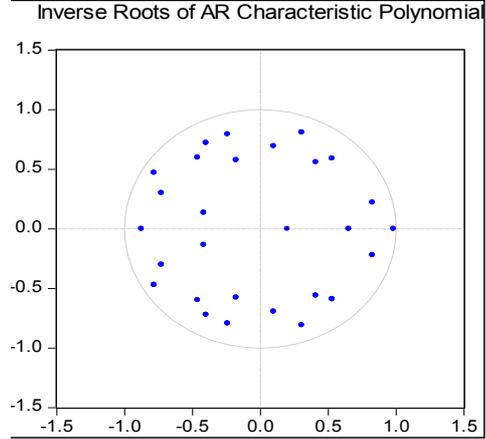
Fonte: Elaboração dos autores

Figura 6 - Teste de Estabilidade (AR Roots)  
Oferta de Crédito - Região Sudeste



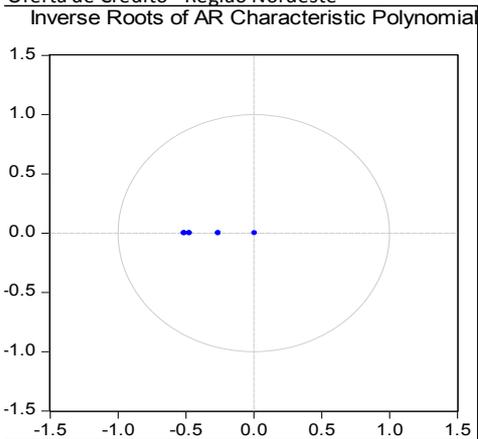
Fonte: Elaboração dos autores

Figura 9 - Teste de Estabilidade (AR Roots)  
Oferta de Crédito - Região Centro-Oeste



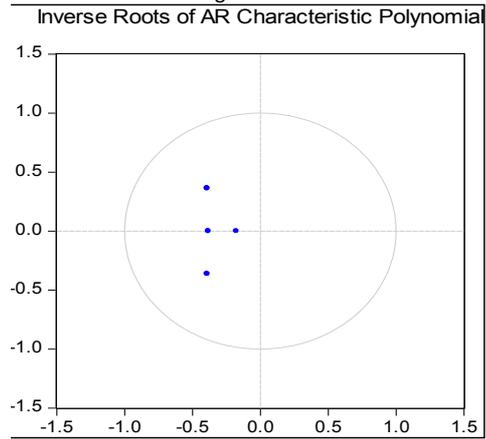
Fonte: Elaboração dos autores

Figura 7 - Teste de Estabilidade (AR Roots)  
Oferta de Crédito - Região Nordeste



Fonte: Elaboração dos autores

Figura 10 - Teste de Estabilidade (AR Roots)  
Oferta de Crédito - Região Norte



Fonte: Elaboração dos autores

## **Financeirização e governança corporativa: Um estudo sobre a estrutura de controle das empresas não-financeiras do Novo Mercado da BM&FBovespa**

**Bernardo Pádua Jardim de Miranda\***

**Marco Aurélio Crocco<sup>†</sup>**

**Fabiana Borges dos Santos<sup>‡</sup>**

### **Resumo**

O processo de financeirização tem afetado a governança das empresas não-financeiras, pois impõe a convergência das firmas ao modelo anglo-saxão de propriedade dispersa, maximizadora de riqueza ao acionista. Para entender como a financeirização tem afetado a governança das empresas não-financeiras deve-se conhecer sua estrutura de propriedade e controle. O objetivo deste artigo é apresentar a estrutura de controle das empresas não-financeiras do Novo Mercado (NM) da BM&FBovespa no ano de 2012. A amostra é composta por 118 empresas não-financeiras e, a estrutura de controle foi aberta para trás até encontrar o último e os três últimos acionistas. Os resultados mostraram que as famílias e os indivíduos são os principais acionistas, mas houve um aumento da participação dos investidores institucionais, bem como uma redução na concentração do controle da propriedade.

Palavras-chave: Financeirização, Governança Corporativa; Controle da Propriedade.

### **Abstract**

The financialization process has affected the governance of non-financial corporations as it imposes the firms convergence to the Anglo-Saxon model of dispersed property which maximizes the shareholder value. To understand how financialization has affected the governance of non-financial corporations it is important to know their structure and control ownership. The objective of this paper is to present the non-financial companies control ownership in the New Market (NM) of BM&FBovespa in 2012. The sample is composed of 118 non-financial companies and the control structure was opened backwards until finding the last one and the last three shareholders. The results showed that families and individuals are the main shareholders, but there was an increase in the institutional investors participation, as well as a concentration reduction of the control structure ownership.

**Key-words:** Financialization, Corporate Governance; Control Ownership.

**JEL classification:** G3; G32 e D23

---

\* Professor Adjunto do ICSA/UNIFAL-MG e doutor em Economia pelo CEDEPLAR/UFMG.

<sup>†</sup> BDMG e Professor da FACE/CEDEPLAR/UFMG.

<sup>‡</sup> Pesquisadora do CEDEPLAR/UFMG.

## 1. Introdução

Nas últimas décadas tem-se observado uma subordinação da atividade produtiva às finanças. Esse fenômeno, denominado pelos regulacionistas franceses de financeirização, pode ser interpretado como uma nova forma de regulação e acumulação da economia, por atribuir um papel determinante às variáveis financeiras e aos rendimentos financeiros nas decisões de investimento produtivo e na produção.

O processo de financeirização tem afetado a estrutura de capital, de controle, de propriedade e a governança das empresas não financeiras (Crotty, 2003 e Plihon, 2005). Tem ocorrido um aumento da participação dos investidores institucionais como os principais acionistas nas economias mais desenvolvidas, principalmente dos fundos de investimento. Estes investidores impõem uma governança mais focada na criação de riqueza ao acionista (Boyer, 2000; Aglietta, 2000), resultando na mudança da gestão das empresas de “reter e investir” para “*downsizing* e distribuir” (Lazonick e O’Sullivan, 2000). Isso implica no crescimento das atividades financeiras, na mudança do perfil do investidor de capital paciente - que busca resultados de longo prazo - para capital impaciente - que busca resultados de curto prazo, no aumento da recompra de ações e da distribuição de lucros e dividendos, e no crescimento mais lento do imobilizado (Stockhammer, 2004; Orhangazi, 2007; Lazonick, 2012; Davis, 2013).

A literatura dominante sobre boas práticas de governança corporativa (GC) é voltada para uma estrutura de controle dispersa e para a criação de riqueza ao acionista. O mercado de capitais é tido como o principal mecanismo de resolução dos problemas de controle e coordenação, exercendo eficientemente uma pressão disciplinadora sobre as firmas (*market for corporate control*). Supondo mobilidade de capitais, em um mundo econômico e financeiramente liberalizado, o mercado de capitais “forçaria” a convergência das firmas nacionais ao “*golden standard*” – modelo anglo-saxão de propriedade dispersa, maximizadora de valor para o acionista e caracterizado pelo *market for corporate control* - considerado o mais eficiente (Chang, 2005).

Para entender como a financeirização tem afetado a governança das empresas não-financeiras deve-se conhecer sua estrutura de propriedade e controle, pois a governança pode se diferenciar de acordo com o grau de concentração da propriedade e controle das empresas. Em algumas economias, a estrutura de propriedade é dispersa, não havendo um acionista controlador (caso dos países anglo-saxões), em outras ela é concentrada, havendo um acionista controlador que tende a ser o fundador da empresa, uma família, um indivíduo ou outras corporações que atuam através de uma *holding* (MAHER e ANDERSSON, 1999). O tipo de estrutura de propriedade e de controle está na origem dos principais problemas de governança. Se a estrutura é dispersa (capitalismo disperso) o problema decorre da relação de agência entre o gestor e os acionistas externos. Se a estrutura é concentrada (capitalismo oligárquico) os problemas, como a expropriação e o *tunneling*, ocorrem entre o bloco controlador e os minoritários (Coffee Jr., 2001).

A economia brasileira não ficou fora deste processo. As privatizações, a desregulamentação e a liberalização do mercado de capitais afetaram o perfil dos principais acionistas das empresas não-financeiras (Gorga, 2009). O desenvolvimento de novos segmentos no mercado de capitais brasileiro em 2000 (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado)<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> O Nível 1 representa o nível mais baixo de governança, seguido pelo Nível 2 e o NM. Esses segmentos impõem uma série de condutas às empresas para transacionar as suas ações. Os critérios para classificação nestes níveis de governança envolvem a manutenção da liquidez dos títulos negociados no mercado de capitais através de uma circulação mínima de ações; mecanismos de oferta pública que

objetiva desenvolver um ambiente institucional que proteja os acionistas minoritários e alinhar as práticas de governança das empresas do mercado de capitais ao padrão internacional, principalmente o anglo-saxão, considerado o mais eficiente.

O objetivo deste artigo é apresentar as estruturas de propriedade e controle das empresas não-financeiras do Novo Mercado (NM) da BM&FBovespa para o ano de 2012. Para isto, a estrutura acionária dessas empresas foi aberta para trás até encontrar o último principal acionista e os três principais acionistas. Esse segmento de mercado foi escolhido por ser o que mais se aproxima das boas práticas de governança internacional.

Alguns trabalhos empíricos foram realizados para determinar a estrutura de propriedade e controle das empresas não-financeiras brasileiras, destacando-se Siqueira (1998), Aldrighi e Mazzer Neto (2005 e 2007), Gorga (2009) e Cueto (2013). Desses, apenas Gorga (2009) separa as empresas entre os diferentes níveis de governança da BM&FBovespa (mercado tradicional, N1, N2 e NM). Esses trabalhos buscaram compreender a concentração do capital e o perfil dos acionistas, sem, entretanto, analisar sua relação com a financeirização. Além de analisar uma amostra maior devido ao aumento do número de empresas no NM, o presente artigo inova ao buscar entender se o aprofundamento da financeirização na economia brasileira afetou a estrutura de propriedade e controle das empresas não-financeiras.

Os resultados mostram que as famílias e os indivíduos são os principais acionistas das empresas não-financeiras brasileiras. Porém, comparando com os trabalhos de Siqueira (1998), Aldrighi e Mazzer Neto (2005 e 2007) e Gorga (2009), observou-se um aumento da participação de investidores institucionais, principalmente dos fundos de investimento, bem como a redução do número de empresas controladas pelo governo. Além disto, houve uma redução da concentração da propriedade e do controle e, ao contrário do observado por esses autores, a maioria das empresas da amostra não possui um acionista controlador.

Essas mudanças podem decorrer da adoção das práticas de governança defendidas pelo capital financeiro, consideradas por esse como “melhores práticas de governança”, principalmente da política de ‘uma ação, um voto’. Essa é considerada pelos manuais de boas práticas de governança da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e pelo artigo seminal de Shleifer e Vishny (1996) uma das práticas mais importantes. Portanto, os resultados encontrados revelam indícios de um aprofundamento do processo de financeirização da economia brasileira.

O artigo está dividido em três partes, além desta introdução e da conclusão. A segunda parte discute o conceito de financeirização e as características desse processo na economia brasileira. A terceira parte discute a relação entre estrutura de controle e os problemas de governança, além de resgatar os principais trabalhos empíricos para a economia mundial e brasileira sobre estrutura de controle. A quarta parte apresenta uma análise empírica sobre a estrutura de controle das empresas do NM da BM&FBovespa para o ano de 2012.

## **2. A Financeirização e seus Impactos sobre a Governança das Empresas Não-Financeiras**

Nas últimas quatro décadas houve um aprofundamento do processo de financeirização nos países mais desenvolvidos e em desenvolvimento (Bonizzi, 2013). Não existe ainda na literatura um consenso sobre a definição do termo “financeirização”, porém sua concepção envolve os seguintes elementos, como apontado por Stockhammer (2004): a globalização dos mercados; o movimento de maximização da riqueza dos acionistas, o que afeta a gestão das

---

favoreçam a dispersão do capital; mecanismos de proteção ao acionista minoritário; normas para elaboração de informações econômicas e financeiras; soluções de conflitos, entre outros.

firmas, priorizando os resultados de curto prazo em detrimento dos de longo prazo; e o aumento da renda das atividades financeiras.

A gênese do processo de financeirização está associada às mudanças no sistema monetário internacional na década de 1960 e às alterações institucionais de ordem micro e macroeconômica a partir dos anos 1970. O processo de acumulação das economias capitalistas foi modificado pelo fim do sistema de Bretton Woods, que levou à mudança do padrão monetário internacional, juntamente com a aceleração da inflação nos Estados Unidos, o primeiro choque do petróleo, o processo de “estagflação”, o aumento da taxa de juros norte-americana e a crise do keynesianismo. Como discutido por Boyer (2009), com o alinhamento aos preceitos monetários e neoliberais houve uma mudança do quadro institucional<sup>2</sup> vigente na economia, no sentido de se valorizar a estabilização dos preços e promover a liberalização financeira. Além disto, outros fatores contribuíram para a intensificação deste processo, tais como: inovações na tecnologia de informação; criação de novos produtos financeiros (*hedge* e derivativos) e o surgimento dos investidores institucionais (fundos de pensão, companhias de seguro e clubes de investimento, dentre outros). Segundo Tavares e Melin (1997), a financeirização marca o retorno da hegemonia norte-americana e do dólar como unidade monetária padrão.

Chesnais (1996) define a financeirização como um regime de acumulação “patrimonial”, onde “patrimônio” significa a posse de ativos, financeiros e de capital, acumulados e direcionados para o rendimento. Esse processo modifica o significado da riqueza, antes associado à posse de ativos reais e imobilizados, e agora relacionado à posse de ativos financeiros e de moeda, com impactos sobre a estrutura patrimonial de todos os agentes da economia (Aglietta, 2000).

Boyer (2000) define a financeirização como a supremacia das finanças, uma nova força que direciona e molda a acumulação do capital nas economias capitalistas, possivelmente, sucessora do processo de acumulação da Era Fordista<sup>3</sup>. Esse fenômeno pode ser interpretado como uma nova forma de regulação, atribuindo um papel determinante às variáveis financeiras e aos rendimentos financeiros nas decisões de investimento e produção<sup>4</sup>.

Para Stockhammer (2004), a financeirização refere-se ao aumento das atividades financeiras das empresas não financeiras e a uma governança corporativa voltada à criação de riqueza ao acionista<sup>5</sup>. A imposição dessa forma de governança pode reduzir os gastos com a

---

<sup>2</sup> De acordo com Boyer (2009) o quadro institucional que prevaleceu na economia entre o fim da segunda guerra mundial e os anos de 1970 estava apoiado nos seguintes pontos: sistema financeiro administrado, relação salarial fordista e políticas macroeconômicas voltadas à manutenção do pleno emprego. O sistema financeiro administrado mantinha as atividades rentistas sob controle e baixo custo do capital, favorecendo o investimento produtivo via endividamento bancário (a principal função do sistema financeiro era fornecer crédito à atividade produtiva). Esse quadro institucional propiciou um longo período de estabilidade e crescimento econômico.

<sup>3</sup> De acordo com Boyer (2009), há um consenso entre os economistas sobre o fim do processo de acumulação fordista, mas não sobre qual é seu sucessor. Para os regulacionistas franceses, o novo processo de acumulação é aquele dominado pelas finanças.

<sup>4</sup> Segundo Boyer (2000), o regime de acumulação atual é “*finance-led growth*”, pois a decisão de investimento não depende apenas do comportamento do consumo, como ocorria na era fordista, mas das restrições impostas pelo mercado de capitais. Nesse regime, um aumento da rentabilidade no mercado de capitais pode propiciar um ciclo virtuoso na economia, pois o consumo pode aumentar (efeito renda) e, se as empresas forem reativas a este aumento, o investimento pode se expandir.

<sup>5</sup> Para Stockhammer (2004), o regime de acumulação atual é “*finance-dominated growth*” e não “*finance-led growth*”. Segundo o autor, o aumento da rentabilidade das ações no mercado de capitais pode ter efeito ambíguo sobre o investimento e o consumo, não resultando necessariamente em um

compra de ativos produtivos e imobilizados, resultando no crescimento mais lento das empresas e da economia.

Segundo Evans e Hubbard (2008), a financeirização é um processo no qual os mercados e os serviços financeiros têm prioridade sobre a economia real. Para esses autores, a globalização e a liberalização financeira são conduzidas pelo capital financeiro, com efeitos sobre a distribuição de renda da economia, pois reduz a participação dos salários na renda total e favorece a ampliação da riqueza através das operações financeiras. A financeirização tornou-se a forma dominante de reprodução e acumulação da economia. Nesta mesma linha, Palley (2013) define a financeirização como a dominação da economia pelos interesses dos investidores financeiros, que impõem um modelo de governança voltado à criação de riqueza ao acionista, com impactos micro e macroeconômicos.

Para que as finanças se tornassem a forma dominante foi necessária uma ampla reforma institucional que subjugasse o processo de acumulação ao interesse do capital rentista<sup>6</sup> (Duménil e Lévy, 2001). Essa reforma foi conduzida pelos grandes investidores institucionais dos principais países desenvolvidos, pois são eles que determinam as regras do jogo no mundo globalizado (Chesnais, 2005). A ascensão do investidor institucional<sup>7</sup> como o principal *player* do mercado financeiro conferiu ao acionista uma maior influência na determinação das estratégias das empresas e foi fator determinante nesse processo (Lazonick e O'Sullivan, 2000).

Como apontado por Crotty (2003), os investidores institucionais têm metas e comportamentos diferentes dos investidores individuais, pois são mais impacientes em relação ao retorno do capital e querem um maior grau de liquidez dos seus ativos e de diversificação do risco (ao contrário do investidor individual, que tende a ser mais paciente em relação ao retorno do capital e busca resultado de longo prazo). Esses objetivos moldam o comportamento dos investidores institucionais da seguinte forma: a) como desejam maior grau de liquidez de seus ativos, consideram os títulos de propriedade como ativos financeiros, exigindo um retorno compatível com a rentabilidade de mercado; b) dada sua impaciência em relação ao retorno do capital, se preocupam com resultados de curto prazo, conseqüentemente, pressionam o gestor por maior retorno financeiro e grandes distribuições de dividendos; c) para diversificar o risco, setorial e geográfico, não desejam o controle majoritário das organizações; d) não almejam participar diretamente da gestão das empresas, mas participam das decisões por meio do conselho de administração.

---

ciclo virtuoso. Dado que o gestor pode priorizar a distribuição de recursos líquidos da empresa ao acionista ao invés de investir em ativos produtivos, o crescimento da empresa e da economia pode ser prejudicado. Assim, o crescimento da economia, como descrito por Boyer (2000), nem sempre ocorrerá e, o regime "*finance-led growth*" é um caso especial do "*finance-dominated growth*".

<sup>6</sup> De acordo com Duménil e Lévy (2001), com objetivo de impor a dominância financeira e controlar qualquer força social que pudesse impedir o progresso das finanças, o neoliberalismo estabeleceu uma nova ordem social cujas características são: desemprego duradouro, com o objetivo de reduzir o poder dos sindicatos e controlar os custos do trabalho; imposição de uma nova governança corporativa voltada para os interesses dos acionistas; e uso da crise da dívida dos países em desenvolvimento nos anos de 1980 para impor a estes a lógica financeira e a redução das intervenções do Estado na economia.

<sup>7</sup> De acordo com Crotty (2003), nos Estados Unidos da década de 1960 os investidores institucionais possuíam 12% das ações e as famílias 62%. Porém, na década de 1990, passam a deter 42% das ações e em 2005, 65%. Além disso, em 2005 detinham 68% das ações das 1000 maiores empresas norte-americanas. Portanto, observa-se o aumento da concentração do capital nos Estados Unidos nas mãos destes investidores e a redução do tempo médio na posse das ações, que passou de dez anos na década de 1980 para no máximo um ano na década de 1990.

A mudança do perfil do investidor, de individual para institucional, provocou uma mudança na gestão das empresas não-financeiras de “reter e investir” para “*downsizing* e distribuir” (Lazonick e O’Sullivan, 2000). Assim, as empresas devem buscar as atividades mais rentáveis, de forma que plantas industriais sem rentabilidade compatível com o mercado devem ser vendidas e tarefas não diretamente relacionadas com a atividade fim da empresa devem ser terceirizadas. O objetivo é reorganizar o processo de produção de forma a aumentar a rentabilidade financeira e o retorno aos acionistas. A redução do tamanho da empresa atende aos interesses do mercado, pois empresas concentradas em conglomerados e estruturas piramidais dificultam o controle por parte dos acionistas externos e dos minoritários, elevando os custos de monitoramento (Plihon, 2005).

Práticas financeiras e patrimoniais passaram a ser utilizadas pelas empresas para aumentar o lucro por ação e o seu valor de mercado (Aglietta, 2000). As empresas ampliaram suas operações financeiras e a posse de ativos financeiros em seus balanços, não apenas como reserva de capital para investimentos futuros, mas como uma nova fonte de geração de riqueza presente e futura (Coutinho e Belluzzo, 2004), levando à importância crescente das receitas não operacionais para a empresa. Em casos mais extremos, a importância da renda financeira é tão significativa que a empresa, apesar de altamente endividada, apresenta resultados financeiros positivos substanciais. Estas práticas financeiras, conjugadas com o aumento da distribuição de riqueza ao acionista<sup>8</sup>, têm reduzido os recursos disponíveis para a compra de imobilizado, resultando no aumento do endividamento, da fragilidade financeira e no crescimento mais lento das empresas (Orhangazi, 2007; Stockhammer, 2004 e 2010 e Davis, 2013), além de prejudicar a inovação tecnológica das empresas não-financeiras (Lazonick, 2012).

Ao longo deste artigo adotamos a definição de financeirização como um novo regime de acumulação, onde as atividades produtivas são subordinadas ao capital financeiro. Acreditamos que este processo é caracterizado pelo aumento das atividades financeiras das empresas não-financeiras e pela governança corporativa voltada à criação de riqueza ao acionista.

### **2.1. O Processo de Financeirização da Economia Brasileira**

O processo de financeirização nos países em desenvolvimento se diferencia dos países desenvolvidos. Isto se deve à heterogeneidade socioeconômica e à dependência de importações em setores importantes da economia<sup>9</sup> dos países em desenvolvimento (BECKER *et al*, 2000). Os países adequam seu regime de acumulação às estruturas institucionais vigentes, de forma que os regimes de acumulação nos países em desenvolvimento assumem características distintas dos países centrais (Lipietz, 1984 e Bonizzi, 2014). Nada garante que os países irão convergir para um único regime de acumulação. Portanto, a convergência ao processo de financeirização pode ocorrer sem a necessidade da adoção completa dos preceitos ou das instituições neoliberais (Cioffi, 2010).

No Brasil, o desenvolvimento da financeirização assumiu um caráter específico, baseando-se na indexação dos títulos da dívida pública e no endividamento interno do setor público, sendo condicionado pela estrutura macro-institucional do país. Ao contrário das economias mais desenvolvidas – onde a financeirização decorreu principalmente do

---

<sup>8</sup> Segundo Evans e Hubbard (2008), na maioria dos países da OCDE, o crescimento da distribuição dos dividendos tem sido maior que o crescimento dos lucros. Na década de 1990 a razão entre a variação dos dividendos e a variação dos lucros cresceu 51% nos Estados Unidos, 92% na Itália, 88% na Suíça e 78% na França.

<sup>9</sup> Becker *et al* (2000), apresenta o conceito de Financeirização Periférica, para explicar esse processo nas economias em desenvolvimento.

endividamento das famílias e empresas em um contexto de juros reduzidos – no Brasil, esse processo aconteceu em um ambiente de juros elevados e distribuição da riqueza em favor dos detentores da dívida pública interna (Bruno *et al*, 2011; Bonizzi, 2014).

Bruno e Caffé (2015) dividem a financeirização da economia brasileira em dois períodos. O primeiro abrange os anos de 1970 a 1993, caracterizados pela aceleração da inflação, desequilíbrio das contas públicas, mecanismos de correção monetária e um ambiente econômico de elevada incerteza. O segundo período se inicia em 1994 e se estende até os tempos atuais, sendo marcado pela estabilização dos preços e a manutenção de elevadas taxas de juros nominais e reais. O processo de financeirização do país teria começado na década de 1970, com a aceleração da inflação e a indexação, impondo uma lógica financeira ou patrimonialista. Nos anos 1980, o aumento do endividamento do setor público e os fracassos dos planos de estabilização afetaram negativamente as expectativas em relação à capacidade do Estado de gerenciar as políticas monetária e fiscal. Os agentes privados, temendo a redução do valor do seu patrimônio, pressionaram o Estado para manter inalterada sua riqueza por meio do aumento da transferência de renda através do capital rentista (Cano, 1999; Belluzzo e Almeida, 2002). Bruno *et al* (2011) definem o padrão de financeirização neste período como inflacionista.

O retorno dos títulos públicos, principalmente na década de 1980, tornou-se o balizador do retorno dos investimentos produtivos, o que, conjugado ao ambiente econômico de elevada incerteza, levou as empresas não-financeiras a adotar uma estrutura patrimonial mais defensiva, afetando suas políticas de financiamento, de investimento e de formação de preços (Frenkel e Fanelli, 1995). Para se proteger da desvalorização patrimonial, as empresas mudaram o foco para resultados de curtíssimo prazo, elevando o *markup*, reduzindo o endividamento (o que diminuiu as despesas financeiras), aumentando a velocidade de rotação dos estoques e reduzindo o investimento produtivo. Essas medidas possibilitaram o aumento da geração de recursos próprios internos e da taxa de retenção. A elevação da taxa de retenção e a redução do investimento levaram as empresas a deslocar parte dos recursos líquidos disponíveis para aplicações mais rentáveis, principalmente, ativos financeiros indexados (Pereira, 2000; Belluzzo e Almeida, 2002).

Com a estabilização da economia e o fim da correção monetária em 1994, os ganhos inflacionários diminuíram. Porém, o aprofundamento das reformas neoliberais, durante todo o período, e a manutenção de elevadas taxas reais de juros permitiram o avanço do processo de financeirização e do ganho financeiro com os juros (Bruno E Caffé, 2015). A estabilização dos preços foi marcada por uma gama de reformas institucionais, micro e macroeconômicas. Seguindo os preceitos neoliberais, essas reformas foram guiadas pela liberalização e desregulamentação da conta capital e financeira do balanço de pagamentos, do setor bancário e do mercado de capitais. Essas mudanças institucionais levaram ao desenvolvimento de novos produtos financeiros e ao surgimento de novos atores, principalmente dos investidores institucionais estrangeiros no mercado de capitais brasileiro (Prates, 1997; Carneiro, 2002).

O novo marco regulatório, resultado das reformas liberalizantes, permitiu que as empresas não-financeiras ampliassem suas fontes de financiamento. Além de captar recursos via endividamento junto ao setor bancário externo e via emissão de títulos de renda fixa no exterior, estas empresas passaram a emitir títulos de renda variável no mercado de capitais internacional (Prates, 1997; Carneiro, 2002). Estes títulos, denominados recibos de depósitos (*Depositary Receipts* - DRs), são negociados no mercado nacional e podem ser renegociados ou mantidos em custódia no mercado norte-americano (*American Depositary Receipts* - ADRs) ou em outros mercados internacionais (*Global Depositary Receipts* - GDRs). Além destes, devido ao aumento da concorrência nos mercados de capitais internacionais e à necessidade de ampliar o mercado de capitais nacional, em 1996, foram criados os *Brazilian Depositary*

*Receipts* (BDRs), os quais permitem que empresas estrangeiras negociem suas ações no mercado doméstico, levando à internacionalização do mercado de capitais brasileiro.

A partir do ano 2000, ocorre o aprofundamento do processo de financeirização da economia brasileira (Bruno e Caffé, 2015) como resultado do aumento da taxa de juros real e nominal em 1998, do aumento do endividamento interno do setor público e das reformas liberalizantes. Neste contexto, as empresas não-financeiras modificaram seu padrão de financiamento de longo prazo, como se pode ver nos trabalhos de Singh (1995), Zonenschain (1998), Moreira e Puga (2001) e Filleti (2010). Até então, a principal fonte era a emissão de ações, seguida do endividamento e, por último, recursos próprios internos. A partir do final da década de 1990, o autofinanciamento se tornou a principal fonte de recursos e houve o aumento do uso de dívidas. As empresas aumentaram a recompra de ações, o que reduziu a participação desta fonte no financiamento (Filleti, 2010). Estas alterações caracterizam um aprofundamento da financeirização da economia brasileira, pois, segundo Plihon (2005), o uso de fundos próprios e a redução de emissão de ações são características do processo de financeirização.

Além disto, houve também um crescimento da distribuição de riqueza ao acionista, na forma de dividendos e juros sobre o capital próprio, e da rentabilidade do capital, mostrando um direcionamento da governança para a criação de riqueza ao acionista, com impactos negativos sobre a geração de emprego (Attílio, 2016). Essa mudança no padrão de financiamento juntamente com o aumento das atividades financeiras das empresas e da distribuição de riqueza ao acionista diminuíram a taxa de retenção e os recursos disponíveis para a compra de imobilizado, resultando na queda da taxa de investimento e no aumento da fragilidade das empresas (Corrêa *et al*, 2017).

### **3. Estrutura de Controle e Investimento Produtivo das Empresas Não-Financeiras**

A origem da discussão sobre governança corporativa remonta às contribuições de Berle e Means (1932) e de Jensen e Meckling (1976) sobre a separação entre propriedade e controle e sobre a dispersão da propriedade do capital. A partir desses trabalhos seminais desenvolveu-se uma literatura em torno dos problemas de agência. A dispersão do capital implica que os acionistas se tornam agentes passivos na tomada de decisão. Ao contrário do que ocorre em empresas de propriedade familiar ou com estrutura de capital concentrada, nas quais os acionistas controlam os bens produtivos e são responsáveis por eles, no capitalismo disperso, os acionistas possuem um pedaço de papel representando direitos e expectativas, tendo pouco controle sobre os meios de produção. As decisões sobre a empresa e sobre a maximização de sua riqueza são tomadas pelos agentes. Portanto, a separação entre o controle e a propriedade dá origem ao conflito entre o acionista e o gestor (Berle E Means, 1932).

Apesar da importância do mercado de capitais e da aderência crescente ao princípio do “*maximization of shareholder value*”, em vários países ainda há muitas empresas com altos níveis de governança corporativa em que o capital é concentrado nas mãos de acionistas controladores, possuindo baixa dispersão (La Porta *et al*, 1999 e Singh, Singh e Weisse, 2002). Nesta situação existe o risco de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários por parte do acionista controlador através de estruturas piramidais, propriedade cruzada de ações intercompanhias, duas classes de ações e acordos de acionistas em que há transferência de recursos para os controladores, além de afastarem o acionista de seu direito a “uma ação um voto” (Shleifer E Vishny, 1996; Maher e Andersson, 1999; Krueger, 2002). Essas estratégias permitem ao grande acionista controlar a empresa sem a necessidade de ter a maioria do seu capital.

A estrutura piramidal permite ao controlador expropriar a riqueza do minoritário através de transferências internas de recursos, financeiros e reais, entre as empresas do grupo (*tunneling*) para o benefício do controlador (Johnson *et al*, 2000). Ao dificultar e elevar os custos de monitoramento, esta estrutura possibilita ao acionista principal extrair benefícios privados da firma que controla às custas dos minoritários (Wolfenzon, 1999; Almeida e Wolfenzon, 2006).

Por outro lado, as estruturas piramidais facilitam o *negative tunneling*, permitindo transferências de recursos entre empresas ou dos acionistas controladores para empresas em dificuldades, minimizando os efeitos para os acionistas minoritários (Friedmann *et al*, 2003). Além disto, essas estruturas podem contribuir para facilitar o fluxo de informações entre empresas em mercados caracterizados por informação incompleta através de relacionamentos formais e informais. A coordenação *ex ante* de planos de investimento e de transações também é importante (Richardson, 1972), possibilitando a redução dos riscos e dos custos de transação (Williamson, 1985; Flath, 1992; Kesler, 1992). A estrutura piramidal possibilita a mobilização de poupança interna (um *corporate treasure*) que poderia atuar como um *surrogate* ou *de facto corporate venture capital*, provendo recursos para a criação de novas empresas, ou ainda atuando na estabilização do desempenho das empresas existentes, evitando cenários muito ruins (Gerlach, 1992; Akyuz e Gore, 1996).

Não cabe aqui realizar uma discussão exaustiva sobre os argumentos da expropriação, mas cumpre destacar que esta visão se fortaleceu ao longo dos anos à medida que a financeirização passou a fazer parte não só da forma de operação das empresas não financeiras, mas também das famílias. Isso significa que muitas empresas viram a oportunidade de se beneficiarem da rápida expansão do mercado de capitais, bastando participar do “jogo”. O crescimento do mercado de capitais em escala global só poderia ser sustentado se o mercado ganhasse liquidez nos países emergentes. Para isso era necessário alterar o controle do capital das empresas em direção ao controle disperso e impor regras comuns para as demonstrações financeiras e para sua organização interna. Isso implicou no movimento dos mercados emergentes em direção ao *golden standard* do modelo anglo-saxão (CHANG, 2005). As instituições internacionais, como a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), Fundo Monetário Internacional (FMI) e Banco Mundial, passaram a apresentar estudos destacando as consequências negativas do capitalismo “oligárquico”, baseado em controle concentrado da propriedade sobre as taxas de crescimento, o grau de inovação, etc.

A governança corporativa (GC) pode ser entendida como um conjunto de regras internacionalmente reconhecidas de controles internos e externos às empresas para garantir maior transparência, minimizar os riscos de perdas e maximizar o retorno para os acionistas/investidores. Internamente às empresas, a GC trata das relações entre a direção da empresa, o conselho de administração, os acionistas e demais *stakeholders* (OCDE, 2004). Ela deve ser capaz de promover a eficiência corporativa (entendida como maximização do lucro para o acionista) e ainda controlar os riscos a que as empresas estão sujeitas nas suas operações financeiras e não-financeiras (Shleifer e Vishny, 1996). Externamente às empresas, a GC é constituída por uma série de instituições que visam a minimização de riscos para os acionistas/investidores por meio da verificação e certificação da integridade e veracidade das demonstrações financeiras apresentadas de forma a evitar perturbações (significativas) nos mercados. Estas instituições são denominadas *gatekeepers* (vigias de mercado), e incluem auditores independentes, analistas de mercado, agências de risco, advogados e instituições de

“vigia” das operações das bolsas (como a CVM ou SEC), que são responsáveis pela verificação e certificação das informações divulgadas pelas empresas<sup>10</sup>.

Para disseminar o *golden standard* anglo-saxão, a OCDE, por exemplo, possui guias de boas práticas de GC nos quais sugere várias condutas às empresas, tais como: melhorar a transparência, adotar um padrão de contabilidade confiável e aceito internacionalmente, promover equidade de tratamento entre os acionistas, permitir auditorias independentes quando necessário, promover eleições de membros do conselho de administração independente, manter um mínimo de ações em circulação nos mercados de capitais e a política de ‘uma ação-um voto’.

### **3.1. Trabalhos Empíricos sobre Estrutura de Propriedade no Mundo e no Brasil**

Os trabalhos empíricos têm mostrado que o capital tende a ser menos concentrado nos países anglo-saxões e no Japão e mais concentrado nos países europeus continentais e latino-americanos. Segundo Demsetz e Lehn (1985), de uma amostra das 511 maiores empresas norte-americanas, em apenas 6,65% o capital era majoritário (tinha a presença de um acionista controlador) e os cinco principais acionistas detinham, em média, 24,81% do capital total. Para a economia japonesa, Prowse (1992) mostrou que os cinco principais acionistas detinham, na média, 33,1% do capital total. Weib (2010) observou que os cinco principais acionistas detinham, em média, 24,71% do capital total na economia norte-americana; 24,71% na economia inglesa e 32,47% na economia japonesa.

A partir de uma mostra de 540 empresas de capital aberto de 27 países La Porta *et al* (1999) mostraram que em apenas 33,33% destas empresas o capital era disperso e que quase 30% eram controladas pelas famílias e 18% pelo Estado<sup>11</sup>. Em relação aos países, o capital era disperso em 100% das empresas do Reino Unido que faziam parte da amostra; em 90% das empresas do Japão; e em 88% das empresas dos Estados Unidos. Já na Argentina não se observou dispersão de capital para nenhuma das empresas constantes da amostra e na Áustria, Bélgica e Israel em apenas 5% das empresas o capital era disperso.

Crespi-Cladera e Garcia-Cestora (1999) mostraram que na Espanha os três principais acionistas detinham, em média, 47,1% do capital total das empresas. Segundo Cueto (2013), os três principais acionistas detinham 65,50% das ações com direito a voto na América-Latina, e no Brasil os acionistas detinham, em média, 55,76% do capital votante.

Siqueira (1998), utilizando a metodologia de Demsetz e Lehn (1985), para uma amostra de 278 empresas brasileiras de capital aberto, observou que em 21,22% destas o capital total era disperso; em 48,20% o capital total era dominante e em 30,58% era majoritário. Mas, ao considerar as ações com direito a voto, o capital tende a ser mais concentrado, pois somente em 7,51% das empresas o capital era disperso, em 24,82% o capital era dominante e, em 67,63% era majoritário (tabela 1).

Usando uma amostra de 602 empresas de capital aberto da BM&FBovespa no ano de 2001, Aldrighi e Mazzer Neto (2005) mostraram que o principal acionista detinha, em média, 52,4% do capital que dá direito ao fluxo de caixa e 76,94% do capital votante. Além disto, o capital era majoritário em 83,38% das empresas e o esquema de pirâmide ocorreu em 68,11% das empresas da amostra (tabela 1).

---

<sup>10</sup> Ver a este respeito a Lei Sarbanes-Oxley (2002) promulgada após o escândalo da Enron.

<sup>11</sup> La Porta *et al* (1999) realizaram um trabalho empírico para determinar a estrutura de propriedade e controle das 27 economias mais ricas do mundo, observando as 20 maiores empresas de capital aberto e as ações com direito a voto.

Aldrighi e Mazzer Neto (2007) realizaram um estudo para as empresas brasileiras de capital aberto no período de 1997-2002. O principal acionista detinha, em média, 72,9% do capital votante e 51,6% do capital com direito ao fluxo de caixa, e 77,6% das empresas apresentavam um acionista controlador para a média do período. Neste período, houve uma redução da participação das famílias como principal acionista, passando de 58,2% das empresas em 1997 para 54,7% em 2002, e do governo de 9% para 7,5%. Por outro lado, houve o aumento da participação de estrangeiros de 14,5% para 18,5% e dos investidores institucionais de 1,9% para 5,2%, no mesmo período (tabela 1).

Tabela 1. Concentração do Capital Votante em Siqueira (1998) e Aldrighi e Mazzer Neto (2005 e 2007)

Autor	Concentração do capital	Frequência Relativa
Siqueira (1998)	Disperso: até 20%	7,51%
	Dominante: de 20% a 50%	24,82%
	Majoritário: mais de 50%	67,63%
Aldrighi e Mazzer Neto (2005)	Até 10%, inclusive	0,17%
	De 10% a 20%, inclusive	4,32%
	De 20% a 50%, inclusive	12,3%
	Mais de 50%	83,29
Aldrighi e Mazzer Neto (2007)*	Até 10%, inclusive	0,4%
	De 10% a 25%, inclusive	5,6%
	De 25% a 50%, inclusive	16,4%
	Mais de 50%	77,6%

\*Média para o período de 1997-2002.

Fonte: Elaboração própria a partir de Siqueira (1998), Aldrighi e Mazzer Neto (2005 e 2007).

Gorga (2009) realizou um trabalho empírico para uma amostra de 339 empresas não-financeiras de capital aberto, observando o primeiro acionista, os três e os cinco principais acionistas e dividiu as empresas de acordo com o seu segmento de mercado da BM&FBovespa (mercado tradicional, Nível 1 e 2 e Novo Mercado) para o ano de 2006. A autora concluiu que: as famílias e os indivíduos são os principais acionistas das empresas não-financeiras da BM&FBovespa; houve um aumento da participação do investidor institucional como o principal acionista; as empresas que fazem parte do NM tendem a ter capital mais disperso e menor presença do acionista controlador; a estrutura piramidal ocorre em 19,54% das empresas do NM e em 38,79% das empresas do mercado tradicional. Os principais resultados encontram-se na tabela 2.

Tabela 2: Concentração do capital votante, perfil dos acionistas e presença de acionistas majoritários para as empresas do NM, N2, N1 e Tradicional segundo Gorga (2009)

	Segmento BM&FBovespa	NM	N2	N1	Tradicional
	Nº. de empresas	92	20	44	183
Concentração do capital votante	Primeiro Acionista	36,39%	64,79%	63,14%	65,80%
	Três Primeiros Acionistas	52,28%	83,87%	81,14%	81,64%
Perfil do principal acionista	Família e Indivíduos	39,75%	65%	68,18%	62,84%
	Estrangeiro	21,86%	25%	9,09%	20,22%
	Investidor Institucional	15,08%	0%	13,64%	7,10%
	Governo	23,21%	10%	9,09%	9,84%
Acionista majoritário	Presença	29,34%	70%	70,45%	83,06%
	Ausência	70,65%	30%	29,54%	16,93%

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados da Gorga (2009).

Do exposto acima pode-se depreender que a dispersão de propriedade é exceção e não regra na economia mundial. No caso do Brasil, os trabalhos têm evidenciado uma mudança na concentração do controle das empresas não financeiras, principalmente nas empresas do NM. Na próxima seção apresenta-se uma análise empírica que identifica a estrutura de controle das empresas não-financeiras do NM da Bovespa.

#### 4. Estrutura de Controle das Empresas Não-Financeiras do NM

Para identificar a estrutura de controle das empresas não-financeiras no mais alto nível de governança da BM&FBovespa, foram observados o principal acionista<sup>12</sup> (P1) e os três principais acionistas (P3). As informações foram obtidas nos relatórios enviados à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), nos relatórios contábeis e nas notas explicativas, os quais estão disponíveis no site da BM&FBovespa. Foram observadas 118 empresas não-financeiras do NM no ano de 2012, correspondendo a 93,54% das empresas deste seguimento<sup>13</sup>. Consideraram-se apenas os acionistas que possuíam, direta ou indiretamente, ações com direito a voto e que constavam na estrutura acionária disponível na BM&FBovespa e CVM<sup>14</sup>.

No caso de uma estrutura de controle indireto, a estrutura acionária foi aberta para trás até encontrar o maior último acionista, verificando se ele é controlador<sup>15</sup> ou não da empresa. Se ele não for o controlador, o cálculo foi feito da seguinte forma: suponha que um acionista detenha 35% das ações da empresa A, a qual controla 40% das ações da empresa B.

<sup>12</sup> Nos casos em que os principais acionistas são membros de uma ou mais famílias, considerou-se a família como o principal acionista, com participação igual à soma das parcelas de seus membros, seja esta direta ou indireta.

<sup>13</sup> As empresas do NM corresponderam a quase 31% da capitalização, 30% das empresas de capital aberto e 44% das transações na BM&FBovespa no ano de 2012.

<sup>14</sup> As empresas do NM só podem emitir ações com direito a voto.

<sup>15</sup> O acionista controlador, neste caso, é aquele que possui, ao longo da cadeia de empresas, mais de 50% do capital votante de cada uma das empresas.

Então, este acionista detém 14% das ações da empresa B ( $0,35 \times 0,40 = 0,14$ ). Se o principal último acionista for o controlador, o total das ações com direito a voto é determinado pela quantidade de ações com direito a voto que a última empresa intermediária possui da empresa de interesse.

A classificação da concentração da propriedade baseou-se na metodologia de Thomsen e Pedersen (1997) em que o controle da empresa é considerado: 1) Disperso: se o principal acionista detém menos que 20% do capital votante; 2) Dominante: se o principal acionista detém entre 20% e 50% do capital votante, e 3) Majoritário: se o principal acionista tem mais de 50% do capital votante.

Utilizando a metodologia proposta pelo IBGC (2009), o principal controlador das empresas foi classificado da seguinte maneira: 1) Família; 2) Indivíduo; 3) Investidores Institucionais, os quais são subclassificados em: 3.1) Fundos de Pensão, 3.2) Fundos de Investimento, 3.3) Bancos e 3.4) Outros (cooperativas, seguradoras); 4) Estado: quando o principal acionista é o governo Federal, Estadual ou Municipal e 5) Estrangeiro: sejam famílias, indivíduos, empresas, bancos ou investidores institucionais (fundos de pensão, bancos ou fundos de investimento).

#### 4.1. Estudo do Controle de Propriedade das Empresas do NM

Considerando-se o primeiro acionista (P1) nas empresas do NM, observou-se que o capital é disperso em 26,27% das empresas, dominante em 38,98% e majoritário em 34,37% (tabela 3). Na maioria das empresas (quase 65%) não há a presença de um acionista majoritário. Ao considerar os três principais acionistas (P3), observou-se que o capital tende a se tornar mais concentrado: apenas em 3,38% das empresas o capital é disperso, sendo que em 34,75% o capital é dominante e em 61,68% o capital é majoritário.

Tabela 3: Estrutura de Controle das Empresas do Novo Mercado da GC da BM&FBovespa para o Principal Acionista (P1) e até Três Acionistas (P3)

Concentração de Propriedade	Principal Acionista (P1)		Até 3 Acionistas (P3)	
	Frequência Absoluta	Frequência Relativa	Frequência Absoluta	Frequência Relativa
Disperso	31	26,27%	4	3,38%
Dominante	46	38,98%	41	34,75%
Majoritário	41	34,75%	73	61,86%
<i>Total</i>	<i>118</i>	<i>100%</i>	<i>118</i>	<i>100%</i>

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados disponíveis na CVM e BM&FBovespa.

Como nos trabalhos apresentados anteriormente, considerando-se o P1, a Família é o principal acionista em 34,75% das empresas do NM, seguida pelo Indivíduo, principal acionista em 23,75% destas empresas. Em seguida estão os Estrangeiros em 16,95%, Bancos em 9,32%, *private equities* em 7,63%, fundos de pensão e Estatal em 3,39%, cada, e outros investidores institucionais em 0,85% das empresas (tabela 4).

Tabela 4: Característica do Principal Acionista (P1) das Empresas do Novo Mercado da BM&amp;FBovespa

Característica do Acionista		Frequência Absoluta	Frequência Relativa
Família		41	34,75%
Indivíduo		28	23,75%
Investidor Institucional	Fundos de Pensão	4	3,39%
	<i>Private Equity</i>	9	7,63%
	Bancos	11	9,32%
	Cooperativas	1	0,85%
Estatual		4	3,39%
Estrangeiro		20	16,95%
<i>Total</i>		<i>118</i>	<i>100%</i>

Fonte: Elaboração Própria através dos dados disponíveis na CVM e BM&FBovespa.

Em relação à propriedade, alguns pontos merecem destaque. O primeiro refere-se ao controle exercido pelos bancos, onde 6 bancos privados e 5 estatais detêm, em média, 37% do capital votante. Entre os bancos estatais, o Banco do Brasil é o principal acionista de uma empresa e o BNDES de 4 empresas. Mas, quando se considera os três principais acionistas, o BNDES é acionista em 11 empresas da amostra (9,32% do NM), mostrando uma participação significativa desse banco estatal no financiamento das empresas do NM. Esta participação pode estar relacionada ao objetivo do banco em desenvolver o mercado de capitais e aumentar a transparência da gestão das empresas em que o banco é acionista. Para isto, o banco tem direcionado as empresas a abrir o capital nos níveis de governança mais elevados (Coutinho e Rabelo, 2003).

O segundo ponto a ser destacado é a participação dos investidores estrangeiros. Em média, esses acionistas detêm 37,5% do capital votante. Desses investidores, 40% são *Private Equity*, 45% são empresas estrangeiras e 15% são indivíduos ou famílias estrangeiras. O aumento desses investidores estrangeiros é resultado da ampliação do processo de liberalização e desregulamentação do mercado de capitais nacional que ocorreu nos governos FHC e Lula.

O terceiro destaque é o aumento substancial da presença dos investidores institucionais na posição de principal acionista das empresas do NM. Esses investidores detinham 6,52% das empresas do NM (6 empresas) no ano de 2006 (Gorga, 2009), aumentando para 21,19% (25 empresas) em 2012. Uma característica importante do processo de financeirização é o aumento do *Private Equity* como principal acionista ou um dos principais acionistas. Os *Private Equity* controlam 7,63% das empresas do NM e detêm, em média, 36,9% do capital votante. Considerando-se os *Private Equity* nacionais e estrangeiros, observa-se que este tipo de investidor institucional é o principal acionista em 14,41% das empresas da amostra. Mas observando os três principais acionistas (P3), a participação desses investidores aumenta para quase 50% das empresas da amostra. Um exemplo de atuação deste tipo de acionista é o grupo GP do Brasil, um *Private Equity* que é o principal acionista em 6 (seis)

empresas de diferentes setores da economia: educação, comércio varejista, hotelaria, exploração de imóveis (*shopping centers*), saúde e indústria (metalurgia). A composição da carteira com empresas de diferentes ramos da atividade econômica permite menor correlação entre os ativos, minimizando o risco do portfólio, assim como faz o investidor individual.

No NM, o principal acionista (P1) detém, em média, 38,45% do capital votante e os três principais acionistas (P3) detêm, em média, 52,66% deste capital. As empresas do NM tendem a possuir maior concentração de capital do que as congêneres norte-americanas e inglesas. Mas o capital deste seguimento tende a ser mais disperso e o controle menos concentrado do que nos outros segmentos da BM&FBovespa ou do que a média das empresas latino-americanas (tabela 5). Isto significa que o capital está ficando menos concentrado para as empresas que participam do nível mais alto de governança da BM&FBovespa, quando comparado com os trabalhos anteriores apresentados, mas ainda é mais concentrado que a média dos países anglo-saxões.

Tabela 5: Controle das Ações com Direito a Voto para o Primeiro (P1) e os Três Maiores (P3) Acionistas das Empresas do Novo Mercado da BM&FBovespa, das Empresas Norte-Americanas e das Empresas da América Latina

		Média	Maior Valor	Menor Valor
NM	P1	38,45%	88,30%	0,07%
	P3	52,66%	-	-
NM (Gorga, 2009)*		52,28%	n.d.	n.d.
Empresas latino-americanas (Cueto, 2013)*		65,50%	n.d.	n.d.
Empresas norte-americanas (Weib, 2010)**		24,75%	72,17%	0,94%

\*Para os três principais acionistas. \*\*Para os cinco principais acionistas.

Fonte: Elaboração própria através dos dados disponíveis na CVM e BM&FBovespa.

A estrutura piramidal foi observada em 17,80% das empresas do NM. Gorga (2009) identificou esta estrutura em 19,54% das empresas do NM e em 38,79% das empresas do mercado tradicional. Pode-se inferir, então, que houve uma ligeira redução deste tipo de estrutura no NM, e que ela é mais presente nos demais segmentos da BM&FBovespa, o que pode ser resultado da adoção de melhores práticas de governança.

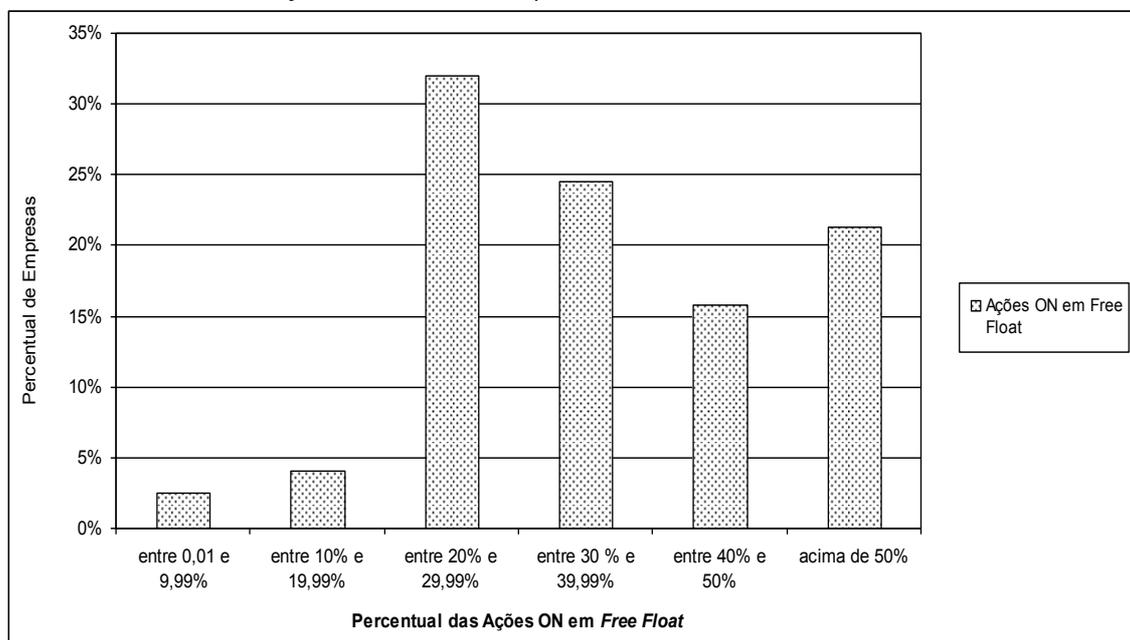
Embora o capital seja mais concentrado no Brasil, as empresas do NM adotam outros mecanismos de governança para minimizar os efeitos desta concentração, como será mostrado a seguir. As boas práticas de governança impõem que as empresas disponibilizem apenas ações com direito a voto – ‘uma ação-um voto’ – permitindo maior participação dos acionistas minoritários nas decisões das empresas por meio da escolha dos membros do conselho de administração. Isto implica maior participação dos acionistas minoritários, podendo reduzir os riscos de expropriação e do *tunneling*.

#### 4.2 Ações com Direito a Voto e *Free Float*

Seguindo as boas práticas de governança da OCDE, as empresas que fazem parte do NM só podem emitir ações ordinárias (uma ação-um voto). Além disto, as empresas da amostra mantêm, em média, 37,78% das ações em *free float* – valor superior ao determinado pelas normas das boas práticas de GC da BM&FBovespa, que é de pelo menos 25%. Observou-se que 21,3% das empresas mantêm mais da metade de suas ações em *free float* e 15,75% das

empresas mantêm entre 40% e 50% nessa situação (gráfico 1). A maior parte das empresas (56,47%) mantêm entre 20% e 40 % das ações em circulação. A empresa Gafisa S.A. é a que mais mantém ações em circulação (99,54%) enquanto a empresa Port é a que possui menor percentual (0,71%).

Gráfico 1: Percentual de Ações em *Free-Float* Empresas no Novo Mercado, 2012



Fonte: Elaboração própria através dos dados disponíveis na BM&FBovespa.

Assim, a emissão de um único tipo de ação das empresas do NM reduziu a presença do acionista majoritário, como pode ser observado nos trabalhos apresentados no tópico anterior. Este fato juntamente com as normas rígidas em relação à circulação das ações podem ser alguns dos fatores que resultaram em uma maior dispersão do capital e do controle, quando comparado com outros segmentos da BM&FBovespa.

## 5. Conclusão

A estrutura de propriedade e controle determina a governança das empresas e os conflitos de agência. Porém, a literatura dominante sobre boas práticas de governança corporativa estabelece que a dispersão do capital aumenta a eficiência do controle do mercado sobre as empresas, forçando o alinhamento entre os interesses do gestor e do acionista (movimento de maximização da riqueza do acionista), sendo esta governança uma *“first best solution”*.

A adoção de boas práticas de GC no NM resultou em uma estrutura de propriedade mais dispersa em relação aos outros segmentos de mercado da BM&FBovespa, como pode ser visto no trabalho de Gorga (2009). Vale destacar que na maioria das empresas da amostra deste segmento não há um acionista majoritário, fato este pouco observado nos outros seguimentos da Bovespa. Também é significativo o aumento da presença de investidores institucionais, o que pode indicar o aprofundamento do processo de financeirização da economia brasileira.

O capital no NM ainda é mais concentrado do que nas economias anglo-saxãs. Porém, algumas práticas de governança corporativa das empresas deste seguimento estão alinhadas com o movimento de governança voltado à maximização da riqueza dos acionistas, tais como: *tag along* de 100% para as empresas do NM, tamanho e formação do conselho de administração próximos ao que é considerado uma boa prática de governança pela OCDE, e

informações contábeis disponíveis de forma padronizada e auditadas por agentes independentes.

Cabe salientar que esta convergência pode não ser completa devido às diferenças entre a estrutura macroinstitucional da economia brasileira e a dos países desenvolvidos, a qual afeta as decisões das empresas. Entretanto, as evidências encontradas sugerem que a financeirização afetou a estrutura de controle e o perfil dos acionistas, ampliando a dispersão do capital e aumentando a presença dos investidores institucionais e estrangeiros.

### Referências Bibliográficas

- Aglietta, M. (2000), "Shareholder Value and Corporate Governance: some tricky questions." *Economy and Society*, 29(1), p.146-159.
- Akyuz, Y e Gore, C. (1996), "Profits Nexus in East Asian Industrialization." *World Development*, 24(3), p.461-470.
- Aldrighi, D. M. e Mazzer Neto, R. (2005), "Estrutura de Propriedade e Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil." *Revista de Economia Política*, 25, p.115-137.
- Aldrighi, D. M. e Mazzer Neto, R. (2007), "Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Votos das Empresas de Capital Aberto no Brasil." *Revista Brasileira de Economia*, 61, p.129-152.
- Almeida, H. V. e Wolfenzon, D. (2006), "A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups". *The Journal of Finance*, 61(6), p.2637-2680.
- Atílio, L. A. (2016), *Empresas Não-Financeiras e o Impacto da Estratégia Maximizing Shareholder Value Sobre o Emprego no Brasil*. (Dissertação de mestrado em Economia) Cedeplar/UFMG, 104p.
- Becker, J.; Jager, J.; Leubolt, B. e Weissenbacher, R. (2010), "Peripheral Financialization and Vulnerability to Crisis: a regulationist perspective." *Competition and Change*, 14(3-4), p.225-247.
- Belluzzo, L. G. e Almeida, J., (2002), *Depois da Queda*. Rio de Janeiro, Editora Civilização Brasileira, 412p.
- Berle, A. A. e Means, G. C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan. 332p.
- Bonizzi, B. (2013), "Financialization in Developing and Emerging Countries." *International Journal of Political Economy*, 42(4), p.83-107.
- Boyer, R. (2000), "Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis." *Economy and Society*, 29(1), p.111-145.
- Boyer, R. (2009), *Teoria da Regulação: os fundamentos*. São Paulo: Estação Liberdade, 156p.
- Bruno, M. e Caffé, R. (2015), "Indicadores Macroeconômicos de Financeirização: metodologia de construção e aplicação ao caso do Brasil." IN: BRUNO, M. (org.), *População, Espaço e Sustentabilidade Contribuições para o desenvolvimento do Brasil*. Rio de Janeiro: IBGE, p.35-61.
- Bruno, M.; Diawara, H; Araújo, E.; Reis, A. C. e Rubnes M. (2011), "Finance-Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas." *Revista de Economia Política*, 31(5), p.730-750.

- Cano, W. (1999), "América Latina: do desenvolvimento ao neoliberalismo." In: FIORI, J.L. (org). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*, 2. ed. Petrópolis: Vozes, p. 287 – 326.
- Carneiro, R. (2002), *Desenvolvimento em Crise: a economia brasileira nos último quarto do século XX*. São Paulo, Editora Unesp, 423p.
- Chang, Ha-Joon (2005), "Global Standards and the Future of East Asian." *Global Economic Review*, 34(4), p.363-378.
- Chesnais, F. (1994[1996]), *A Mundialização do Capital*. São Paulo: Xamã Editora, 335p.
- Chesnais, F. (2004[2005]), "O Capital Portador de Juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos." In: F. Chesnais (org.) *A Finança Mundializada*, São Paulo, Editora Boi Tempo, p.35-67.
- Cioffi, J. W. (2010), *Public Law and Private Power: corporate governance reform in the age of finance capitalism*. New York: Cornell University Press, 287p.
- Coffee JR. J. C. (2001), "The Rise of Dispersed Ownership: the tole of law in the separation of ownership and control." *The Yale Law Journal*, 111(1), p.1-82.
- Corrêa, M. F.; Lemos, P. M. e Feijó, C. (2017), "Financeirização, Firms não financeiras e o Ciclo Econômico Recente da Economia Brasileira." In: *XXII Encontro Nacional de Economia Política*, Campinas, Unicamp, 25p.
- Coutinho, L; Belluzzo, L. G., (2004), "“Financeirização” da riqueza, inflação de ativos e decisão de gastos em economias abertas." In: F. Ferrari Filho e L. Paula (orgs.), *Globalização Financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Petrópolis: Vozes, p.59-105.
- Coutinho, L.; Rabelo, F. M., (2003), "Brazil: keeping it in the Family." In: OMAN, C. P (Org.), *Corporate Governance in Development: the experiences of Brazil, Chile, India, and South Africa*. OECD Development Center; Washington: Center for International Private Enterprise, p.35-75.
- Crespi-Cladera, R.; Garcia-Cestona, M. A. (1999), "Ownership and Control: a Spanish survey." *Working Paper*, n. 23.99, 42p.
- Crotty, J. (2003), "The Neoliberal Paradox: the impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era." *Review of Radical Political Economics*, 35(3), p.271-279.
- Cueto, D. C. (2013), "Substitutability and Complementarity of Corporate Governance Mechanisms in Latin America." *International Review of Economic and Finance*, 25, p.310-325.
- Davis, L. E. (2013), "Financialization and the nonfinancial corporation: an investigation of firm-level investment behavior in the U.S., 1971-2011." *Working-Paper University of Massachusetts*, n. 2013-08, 25p.
- Duménil, G. e Lévy, D. (2001) "Costs and Benefits of Neoliberalism. A Class Analysis." *Review of International Political Economy*, 8(4), p.578-607.
- Evans, J.; Habbard, P. (2008), *From Shareholder Value to Private Equity: the changing face of financialisation of the economy*. Paris: TUAC, 13p.
- Filletti, J. P. (2010), Financiamento de empresas não-financeiras de capital aberto: proposição de uma abordagem quantílica. Tese (Doutorado em Economia Aplicada) – IE, Unicamp, 156p.

- Flath, D. Horizontal (1992), "Shareholding Interlocks." *Managerial and Decision Economics*, 13(1), p.75-77.
- Frenkel, R.; Fanelli, J. M. (1995), "Estabilidad y Estructura – Interacciones en el crecimiento econômico." In: J. M. Katz (Org.) *Estabilización macroeconômica, reforma estrutural y comportamiento industrial*. [s.l.]: Cepal/IDRC/Aliança Editorial, p.25-41.
- Friedmann, E.; Johnson, S. e Mitton, T. (2003), "Propping and Tunneling." *NBER Working Paper*, n. 9949, Cambridge, 40p.
- Gerlach, M. L. (1992), *Alliance Capitalism: the social organization of Japanese business*. Berkeley University California Press, 350 p.
- Gorga, E. (2009), "Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries." *Northwestern Journal of International Law and Business*, 29(2), p.439-551.
- IBGC (2009), *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), São Paulo, 72p.
- Jensen, M. C. e Meckling, W. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure." *Journal of Financial Economics*, 3(4), p.305-360.
- Johnson, S.; La Porta, R.; Lopez-De-Silanes, F. e Shleifer, A. (2000), "Tunnelling." *NBER Working Paper*, n.7523, 13p.
- Krueger, A. O. (2002), "Why Crony Capitalism is Bad for Economic Growth." In: HABER, S. (ed.). *Crony Capitalism and Economic Growth in Latin America: theory and evidence*. Stanford: Hoover Institution Press. p.1-23.
- La Porta, R.; Lopez-De-Silanes, F; Shleifer, A. (1999), "Corporate Ownership Around the World." *The Journal of Finance*, 49(2), p.471-517.
- Lazonick, W. (2012), "Financialization of the U.S. Corporation: what has been lost, and how it can be regained." *MPRA Paper*, n. 42307, 37p.
- Lazonick, W. e O'sullivan, M. (2000), "Maximizing Shareholder Value: a new ideology for corporate governance." *Economy and Society*, 29(1), p.13-35, 2000.
- Lipietz, A. (1984), "As Transformações na Divisão Internacional do Trabalho: considerações metodológicas e esboço de teorização". *Espaço e Debates*, 4(12), p.66-94.
- Maher, M. e Andersson, T. (1999), *Corporate Governance: effects on firm performance and economic growth*. [s.l.]:OECD, 51p.
- Moreira, M. e Puga, F, (2001), "Como a Indústria Financia seu Crescimento? Uma Análise do Brasil Pós-Real." *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, 5, n. especial, p.39.
- OCDE (2004), *OCDE Principles of Corporate Governance*. Paris: OCDE, 69p.
- Orhangazi, O. (2007), "Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: a theoretical and empirical investigation of the U.S. economy: 1973-2003." *Working Paper, PERI*, n.149, 40p.
- Palley, T. (2013), *Financialization: The economics of finance capital domination*. Nova York, Palgrave Macmillan, 233p.
- Pereira, T. R. (2000), "Formação de Preços e Financiamento Empresarial entre os anos de 80 e 90 na Economia Brasileira." *Economia e Sociedade*, 9(1), p.89-126.

- Plihon, D. A. (2004[2005]), "As Grandes Empresas Fragilizadas pelas Finanças." In: CHESNAIS, F. (org.) *A Finança Mundializada*, São Paulo, Editora Boi Tempo, p.133-151.
- Prates, D. M. (1997), *Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa a Economia Brasileira na Década de Noventa*. Dissertação (Mestrado), Unicamp, Campinas, 1997, 192p.
- Prowse, S. D. (1992), "The Structure of Corporate Ownership in Japan." *The Journal of Finance*, 47(3), p.1121-1140.
- Richardson, G. B. (1972), "The Organisation of Industry." *The Economic Journal*, 82(32), p.883-826.
- Shleifer, A. e Vishny, R. W. (1996), "A Survey of Corporate Governance." *NBER Working Paper*, n. 5554, Cambridge, 1996. 69p.
- Singh, A. (1995), "Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies." *International Finance Corporation*, Washington: Technical Paper, n. 2, 75p.
- Singh, A.; Singh, A.; Weisse, B. (2002), "Corporate Governance, Competition, the New International Financial Architecture and Large Corporations in Emerging Markets." *ESRC Working Paper*, University of Cambridge, n.250, p.68.
- Siqueira, T. V. (1998), "Concentração de Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto." *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, 24p.
- Stockhammer, E. (2004), "Financialization and the Slowdown of Accumulation." Cambridge, 28(5), p.719-741.
- Stockhammer, E. (2010), "Financialization and the Global Economy." *UMASS Working Paper Series*, n. 240, 17p.
- Tavares, M. C. e Melin, L. E. (1998), "Pós-escrito 1997: a reafirmação da economia americana." In: Tavares, M. C.; FIORI, J. L. (Org.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. São Paulo, Editora Vozes, p.55-86.
- Thomsen, S.; Pedersen, T. (1997), "European Ownership Concentration: causes and consequences." *Working Paper, Frederiksberg: Institute of International Economics and Management*, p. 97.
- Weib, C. (2010), *The Ownership Concentration of Firms: three essays on the determinants and effects*. Tese (doutorado), European Business School, 164p. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10419/30247>.
- Williamson, O. (1985), *The Economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting*. New York: The Free Press.
- Wolfenzon, D. A. (1999), "Theory of Pyramidal Ownership." *Havard University Working Paper*, Chicago, 1999. 46p.
- Zonenschain, C. N. (1998), "Estrutura de Capital das Empresas no Brasil." *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, 5(10), 23p.

## An analysis of Brazil's economic situation: 2014-2017, the short-term outlook and policy alternatives

André Nassif

### 1. Introduction

The main goal of this paper is to discuss Brazil's economic situation in the recent period. Although the analysis is centered on the current Brazilian business conditions (known as the *conjuntura econômica* in Portuguese), the paper covers the period after 2014, during which the country's economic problems have significantly worsened. The remainder of the paper is divided into the following sections. Section 2 seeks to analyze and discuss the main structural and short-term causes that explain the worsening of Brazil's economic situation in 2014, as well as the deep recession that followed it. Section 3 critically analyzes the macroeconomic policy adopted by Temer's government, assuming that there are both fiscal and monetary policy alternatives. Section 4 concludes the paper and discusses economic policy alternatives for growth recovery of the Brazilian economy, other than those chosen and adopted by Temer's economic team in 2016 and onwards. It also presents a brief economic outlook for 2017 and 2018.

### 2. An analysis of Brazil's deep recession in the recent period

The Brazilian crisis today is one of the most serious of the last century because it has not only reached the economic, but also the social and political spheres. On the political front, although the forces that pushed for the impeachment of President Dilma Rousseff sought to do so under an appearance of respecting the legal and institutional orders, their arguments were never accepted by a significant part of Brazilian society nor the majority of the international community. This is because the main political leaders of the impeachment process, by being highly suspected of involvement in the corruption scandal surrounding Petrobrás Oil Company, are also under risk of being implicated in the so-called Operation Car Wash (*Operação Lava-Jato*), as it was named by the Federal Police Investigation (led by investigators in the Curitiba branch, state of Paraná).

On the economic front, the current Brazilian economic recession has already been considered the deepest and most long-lasting in Brazil's economic history. Table 1 shows Brazil's recent basic macroeconomic indicators. Between 2015 and 2016, Brazil accumulated a contraction of 7.5% in its real GDP, representing a dramatic accumulated fall in its per capita income of 9.2% in just these two years. In fact, this contraction was much more intense than that of the so-called "lost decade" (1981-1992 period), when the per capita income had a 7.5% accumulated negative growth rate.

---

· Department of Economics, Fluminense Federal University and Director of the Brazilian Keynesian Association. E-mail: andrenassif27@gmail.com The author thanks Luhan Martins Reigoto for his competent research assistance, and Carmem Feijó, Dani Rodrik, Eliane Araújo, Fernando J. Cardim de Carvalho and Laura Carvalho for helpful comments and suggestions. The author is responsible for all remaining errors. This paper was written in April 2017.

Table 1. Brazil: Basic macroeconomic indicators (2014-2017)

	2014	2015	2016	2017*
<b>Real GDP growth - in %</b>	0.50	-3.77	-3.59	0.45
<b>Consumer inflation rate (IPCA) - in %</b>	6.41	10.67	6.29	4.15
<b>Primary fiscal balance - in % of GDP</b>	-0.56	-1.85	-2.48	-2.34
<b>Nominal fiscal balance (including interest expenditures) in % of GDP</b>	-5.95	-10.22	-8.95	-8.57
<b>Gross debt of public sector - in % of GDP</b>	56.28	65.45	69.64	76.90
<b>Net debt of public sector - in % of GDP</b>	32.59	35.61	46.01	51.41
<b>Current account balance - in % of GDP</b>	-4.24	-3.31	-1.30	n.a
<b>Gross fixed capital formation - in % of GDP</b>	19.90	18.10	16.40	n.a.

Source: Elaborated by the author based on the databases of Brazil's Central Bank, the Brazilian Institute of Geography and Statistics (IBGE) and the Independent Fiscal Institution of Brazil's Federal Senate.

Notes: i) \* means that indicators are estimated by markets; ii) n.a.: not available

It is not surprising that such an economic downturn has severely worsened social indicators in Brazil. Figure 1 shows that unemployment rates have almost monotonically jumped since the beginning of 2015, from 6.5% to 13.2% in February 2017 (a total of 13.5 million unemployed workers), a level undoubtedly related to depressed economies. According to the Brazilian Institute of Geography and Statistics (IBGE), in the moving quarter of December-January-February 2017, total real payroll of all employed workers kept stable compared with the same quarter of 2016, after having shown almost successive drops in its real growth rates between the last quarter of 2014 and the third quarter of 2016<sup>1</sup>.

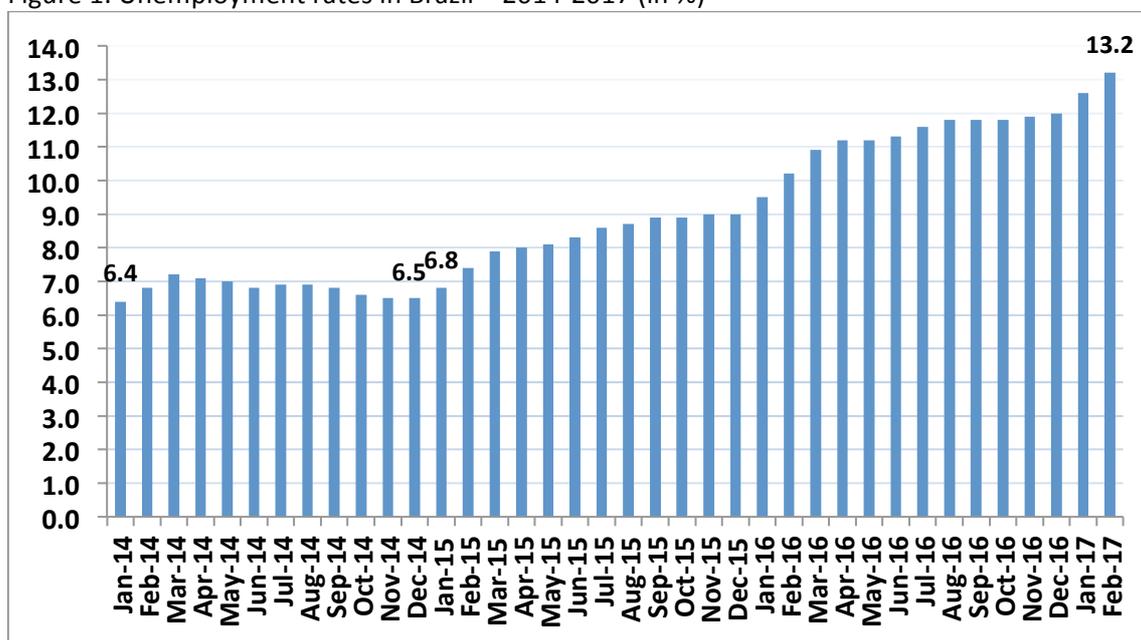
An intense debate over the causes of the recession has been taking place among Brazilian economists. On the orthodox front, the recession resulted from two basic factors: first, a highly expansionist fiscal policy between 2012 and 2014, characterized by a loss of control of primary public expenditures; and second, a policy through which the Monetary Policy Council (COPOM, in the Portuguese acronym) of Brazil's Central Bank, even when inflation expectations were not well-anchored, prematurely initiated the reduction of basic interest rates (SELIC) from 12.50% in September 2011 to 7.25% in March 2013.<sup>2</sup> COPOM justified this flexibility of monetary policy with the expected recessive effects on Brazil from the Euro Zone crisis. Financial markets, interpreting such a precipitous policy of reduction in interest rates as resulting from pressure from the federal government, popularized the narrative of excessive interference of President Dilma Rousseff with the *de facto* independence of Brazil's Central Bank. Such interference could lead to a loss of credibility of monetary

<sup>1</sup> According to IBGE - Continuous National Household Monthly Sample Survey (*PNAD Contínua*), February 2017 and IBGE - Continuous National Household Quarterly Sample Survey (*PNAD Contínua*), 4<sup>th</sup> Quarter of 2016. Available at, respectively, [ftp://ftp.ibge.gov.br/Trabalho\\_e\\_Rendimento/Pesquisa\\_Nacional\\_por\\_Amostra\\_de\\_Domicilios\\_continua/Mensal/Comentarios/pnadc\\_201702\\_comentarios.pdf](ftp://ftp.ibge.gov.br/Trabalho_e_Rendimento/Pesquisa_Nacional_por_Amostra_de_Domicilios_continua/Mensal/Comentarios/pnadc_201702_comentarios.pdf), and [ftp://ftp.ibge.gov.br/Trabalho\\_e\\_Rendimento/Pesquisa\\_Nacional\\_por\\_Amostra\\_de\\_Domicilios\\_continua/Trimestral/Comentarios\\_Sinteticos/pnadc\\_201604\\_trimestre\\_comentarios\\_sinteticos\\_Brasil.pdf](ftp://ftp.ibge.gov.br/Trabalho_e_Rendimento/Pesquisa_Nacional_por_Amostra_de_Domicilios_continua/Trimestral/Comentarios_Sinteticos/pnadc_201604_trimestre_comentarios_sinteticos_Brasil.pdf)

<sup>2</sup> As a matter of fact, the orthodox interpretation does not limit these two causes as the only ones responsible for the current recession in Brazil, for some authors (e.g. Bacha and Bonelli, 2016) also include some microeconomic factors, especially excessive government intervention in the goods market, which has also contributed (among other factors) to explaining low growth rates of productivity. However, I prefer to indicate expansionist fiscal and monetary policies for summing up the main macroeconomic factors generally appointed by orthodox economists for explaining Brazil's current economic recession because both of those policies characterize the period 2011-2014 (that is to say, the period of Dilma Rousseff's first-term) as that during which, according to Bonelli and Bacha (2016:155), Brazil would have suffered from "domestic economic mismanagement."

policy.<sup>3</sup> De Bolle, for instance, (2016:112-114) agreed with the financial markets' narrative by declaring that the inflation targeting regime, which had magisterly been managed before 2011, was abandoned in practice (although not officially), in 2012.<sup>4</sup>

Figure 1. Unemployment rates in Brazil – 2014-2017 (in %)



Source: IBGE

The financial markets' criticism, however, is not convincing because as soon as the risk of contagion of the Euro crisis was overcome and by recognizing that consumer inflation rates (IPCA) in Brazil continued to be resilient and much above the annual target of 4.5%, COPOM reinitiated a new sustained cycle of interest rate increases between April 2013 (still under Rousseff's first term) and November 2016, from 7.50% to 13.75%. Even taking into account that this latter level corresponded to an ex-post real interest rate of around 7.0% p.y. and an ex-ante real interest rate of approximately 8.3%—the highest real interest rate among the emerging and developed countries—the yearly accumulated consumer inflation rate (IPCA) was still above (6.99%) the upper level of the inflation target (4.5%) by November 2016.<sup>5</sup>

Indeed, since the roots of the current Brazilian crisis are associated with both structural and short-term causes, that orthodox interpretation is narrow. The main structural cause is related to the premature deindustrialization of the Brazilian economy, a phenomenon

<sup>3</sup> The financial markets' interpretation is widely documented by the press from 2011 and onwards. For instance, according to *Epoca* (January 1, 2016), a Brazilian magazine, "Tombini accompanied Dilma Rousseff's political activism, by cutting basic interest rates from 13.50% to 7.25% between 2011 and 2012 [the level of 7.25% was kept until April 2013]."

<sup>4</sup> Affonso Celso Pastore, a known Brazilian orthodox economist and former governor of Brazil's Central Bank, also declared that Brazil's Central Bank (under Tombini's governing) "needs to give credibility to the inflation target regime" (quotation reported by the Brazilian newspaper *O Estado de São Paulo*, March 20, 2015).

<sup>5</sup> These data were calculated by Brazil's Central Bank. According to Infinity Asset Management, in February 2017, Brazil still had the highest ex-post and ex-ante real interest rate among emerging and developed countries (respectively, 6.6% and 7.3%), followed by Russia (respectively, 4.8% and 4.9%). India, although being ranked as the third highest ex-post real interest rate (3.0%), has the sixth highest ex-ante real interest rate among the same group of countries (1.5%). See Infinity Asset Management, <http://moneyou.com.br/wp-content/uploads/2017/02/rankingdejurosreais210217.pdf>

that strongly accelerated after Lula da Silva's government.<sup>6</sup> Indeed, from 2005 to 2016, the share of the manufacturing sector (measured in value added) in total GDP was reduced from 15.3% to 9.8% (in 1995 constant prices). If we take into account that the static and dynamic gains from increasing returns to scale resulted from an enlarged and diversified manufacturing sector, the unequivocal premature deindustrialization in Brazil has been contributing not only to the low rates of labor productivity growth, but also to reprimarizing the Brazilian export basket.<sup>7</sup>

As this paper is on Brazil's current business conditions, I am more interested in the short-term causes for the Brazilian economic crisis.<sup>8</sup> Rousseff's government, in fact, committed several mistakes with the goal of recovering from the rapid deceleration of the Brazilian economy. According to IBGE, after showing a real GDP growth of 7.5% in 2010 (the last year of Lula's second term), the growth rate dropped to 1.9% in 2012. To reverse such a poor performance, Dilma's economic team employed, from this latter year on, several stimulus instruments for boosting both aggregate demand and supply, particularly credit expansion, tax exemption for the purchase of consumer durable goods and tax exemptions to most sectors of the economy.<sup>9</sup> Even though the adoption of this set of stimulus mechanisms was correctly justified in the aftermath of the 2008 global crisis (say, between 2009 and 2010), its continuation from 2012 onwards had become counterproductive, as it elicited a very weak response from private investment. It is true that, at 1995 constant prices, the investment rate (investment as a proportion of GDP) increased from 20.6% between 2007 and 2010 (the second term of Lula's government) to 22.4% between 2011 and 2014 (the first term of Dilma's government).<sup>10</sup> But in each of the two years of Dilma's government (2011-2012 and 2013-2014), the investment rate was kept unchanged in real terms, notwithstanding the generalization of the above mentioned economic stimuli.

Even so, the deepening of the Brazilian economic crisis from mid-2015 onwards cannot be entirely blamed on the mistakes of Rousseff's first term. The increase in consumer inflation rates (IPCA) from 6.4% to 10.7% between 2014 and 2015, rather than only being driven by unanchored expectations, was partially explained both by the government's decision to permanently correct prices that had been frozen in the previous year (particularly, electrical energy and fuels), and by the sharp depreciation of the Brazilian real throughout 2015.<sup>11</sup> The response of monetary policy was to accelerate the increase of the policy interest rate. Under

---

<sup>6</sup> Yet both orthodox and heterodox economists indicate the real appreciation trend of the Brazilian currency as being one of the main causes of Brazil's premature deindustrialization. See, for instance, Bacha (2013), Bresser-Pereira (2010) and Nassif, Feijó and Araújo (2015).

<sup>7</sup> The following indicators (in percentage p.y.) show how stagnant labor productivity growth has been in Brazil in the last decades: 1996-2002: 0.9%; 2003-2010: -1.2%; 2010-2013: 1.3%; 1996-2013: 0%. As to the export basket, the share of primary products plus natural resource-based manufactured goods in Brazilian total exports jumped from 40.3% in 2000 to 62.5% in 2014. All these indicators can be found in Nassif, Bresser-Pereira and Feijó (2017).

<sup>8</sup> This is my interpretation on the short-term causes of Brazil's economic crisis. For readers interested in other alternative interpretations on the heterodox side, see Serrano and Summa (2016) and Carneiro (2017).

<sup>9</sup> Between 2011 and 2014, 56 sectors of the economy were benefited with some kind of tax exemption, especially payroll tax.

<sup>10</sup> These data were calculated by the author according to IBGE database.

<sup>11</sup> In virtue of the high political uncertainty related to the possibility of Dilma Rousseff's impeachment, the Brazilian currency depreciated from 2.66 Brazilian reals to 3.90 Brazilian reals in relation to the US dollar (or a depreciation of 46.6%) between January 2015 and December 2015 (monthly average). These data can be found on the Brazil's Central Bank website (<http://www.bcb.gov.br>; Outlook indicators/economic indicators/Table V.31).

both the governor Alexandre Tombini, linked to Dilma Rousseff's government, and the new governor Ilan Goldfajn, nominated by Michel Temer in June 2016, COPOM, which had already increased the nominal interest rate (SELIC) from 10.50% to 11.75% between January 2014 and December 2014, subsequently increased Brazilian policy rates from 12.25% in January 2015 to 14.25% in August 2016. The tightening of monetary policy within a very recessive context has been strongly debated among Brazilian economists. Even taking into account that most of the inflation acceleration throughout 2015 was explained by supply shocks, COPOM was right in practicing a more tightened monetary policy throughout that year with the goal of anchoring inflation expectations. However, the main critique is that the increase in the policy interest rate was excessive, leading to a very high real policy interest rate. De Bolle (2017), for instance, argued that, in the absence of fiscal space for stimulating public investments, "despite the deepest recession on record, the monetary policy stance led to much tighter conditions—measured by the rise in real interest rates—which may have contributed to the sharper contraction observed during the second half of last year [2016]." That is to say, the drug prescription for the patient was so disproportionately strong that, despite having in fact contributed to anchoring inflation expectations towards the target of 4.5% p.y., Brazil's Central Bank was also partially responsible for aggravating the Brazilian recession, damaging the balance sheets of many enterprises and putting unemployment rates at sky-high levels.<sup>12 13</sup>

The effects of such a hard monetary policy have gone much beyond the above-mentioned jeopardization of the real side of the Brazilian economy. Even the dramatic jump in the gross debt of the public sector, as a proportion of GDP, from 56.3% to 65.5% between 2014 and 2015 cannot be totally explained by the increase in the primary fiscal deficit (also relative to GDP) from 0.6% to 1.9% in the same period for two reasons. The first reason, as clearly shown in Table 1, is that although between 2014 and 2015 the growth of the primary fiscal deficit was much more significant (an increase of 216.7%!) than the nominal fiscal deficit (which includes interest expenditures and which increased from 6% of GDP to 10.2% of GDP, an increase of 70%), much of the increase in the former resulted from the notable deficit of social security (2014: -1.0% of GDP; 2015: -1.4% of GDP).<sup>14</sup> This means that a significant part of the Brazilian primary fiscal deficit is structural. The second reason is found by comparing the public sector borrowing requirements in 2015. According to Brazil's Central Bank, it shows that while the part necessary to cover the primary fiscal deficit corresponded to 1.9% of GDP, the part responsible for covering the nominal interest payments was around 8.4% of GDP.<sup>15</sup>

On the external front, the most pronounced result was the rapid adjustment of the current account deficit, which was reduced from 4.2% of GDP in 2014 to 1.3% of GDP in 2015 (see Table 1). As will be shown hereinafter, differently from the current account correction in the period 1999-2003, the rapid adjustment trajectory between 2014 and 2016 was basically driven by the sharp fall in imports, rather than an export boom.

---

<sup>12</sup> According to the Inflation Report of March 2017, released by Brazil's Central Bank, "inflation expectations collected by the Focus survey are around 4.1% for 2017 and around the 4.5% target for 2018. For 2019 and longer horizons, expectations dropped slightly below 4.5%, possibly reflecting expectations about the setting of future inflation targets." See Brazil's Central Bank (2017:7).

<sup>13</sup> As stated by IMF (2016:26), "although levels of private debt (including that of nonfinancial firms and households) in Brazil are comparable to those of other emerging market economies, their pace of increase over the last decade has been double that of its peers. This is a source of significant vulnerabilities, as documented by extensive empirical evidence."

<sup>14</sup> These data are available on Brazil's Central Bank's website. See (<http://www.bcb.gov.br>; Outlook indicators/economic indicators/Table IV.3).

<sup>15</sup> These data are available on Brazil's Central Bank's website. See (<http://www.bcb.gov.br>; Outlook indicators/economic indicators/Table IV.27).

Temer's economic team (especially the Minister of Finance, the Minister of Planning and the staff of Brazil's Central Bank) bases almost all their effort to restoring economic growth on the hypothesis that by implementing a strong fiscal adjustment (the so-called "expansionist fiscal consolidation") and a monetary policy based on strict rules to make inflation expectations as well as actual inflation converge with the inflation target, confidence will be restored. Additionally, since the arrangement with the long-term fiscal adjustment would enlarge the room for COPOM to reduce basic interest rates (on the condition that actual inflation rates will quickly match the inflation target), economic agents would be pushed to increase aggregate demand.

As to the fiscal adjustment, Temer's government, having obtained strong political support by both the Lower House and the Senate (at least until the time of writing this paper), was successful in approving Constitutional Amendment no. 95, of December 2016. The Amendment states that over the next 20 years starting from 2017, the growth of yearly total primary expenditures will be adjusted according to the yearly consumer inflation rate (IPCA) of the previous year. In practice, this implies a freeze on total primary expenditures in real terms over the next 20 years.<sup>16</sup> The Law of Spending Cap (as was popularized by this Constitutional Amendment) does not prohibit yearly real growth of specific expenditures (say, education, health, infrastructure, among others), but only the real growth of total primary expenditures. Needless to say that the main goal of this fiscal rule is to reduce total primary expenditures as a proportion of the Brazilian GDP. In addition, given that the main item responsible for the Brazilian primary fiscal deficits is the deficit of social security, the expected results of this new fiscal rule will depend on the approval of the Social Pension Reform by Congress. Many economists (including the author of this paper) doubt the political and social viability of such a draconian fiscal adjustment working, for inasmuch as the population tends to grow in the medium and long-term, there will be major political demand and competition for increasing several expenditures in real terms, especially health, education, infrastructure and other social expenditures.<sup>17</sup>

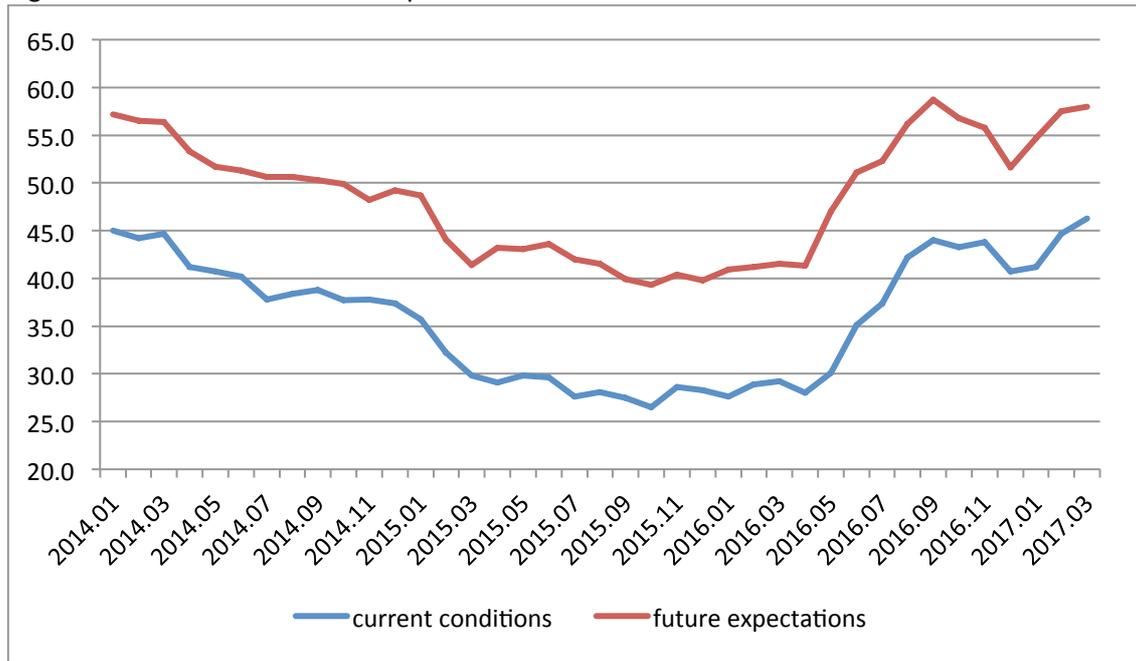
Figure 2 shows clearly that both indices of confidence (current conditions and future expectations) have improved since the beginning of 2017. However, the turning point away from the previous environment of bad expectations occurred approximately between the end of 2016 and January 2017. Thus, it is still too early to conclude that the state of confidence has actually improved in the Keynesian sense, that is, a state through which better expectations extend out across most entrepreneurs in such a way the old convention of bad expectations has been removed and is definitely replaced by sound positive expectations. Needless to also say that when an economy is deeply depressed, as is the case of the Brazilian economy, macroeconomic policy should adopt instruments to help reactivate aggregate demand (see Krugman, 2009). Under such circumstances, the changing of convention towards a more long-lasting state of confidence is also a consequence of economic recovery and growth.

---

<sup>16</sup> The Amendment incorporates the possibility of a revision of this rule within 10 years. It is important to note that, as inflation rates are dropping within a strong recessive environment (which implies decreasing fiscal revenues), the International Monetary Fund (IMF) estimates that Brazil will only be able to show primary fiscal surplus from 2020 on. See International Monetary Fund (2016, Table A.10:72).

<sup>17</sup> In a comment to a first draft of this paper (by an e-mail to the author), Dani Rodrik pointed out that this aspect of Temer's fiscal reform "seems like the government has chosen a gimmick for the purpose of gaining market confidence." For Rodrik, Brazil's fiscal adjustment could be compared "in spirit to Argentina's convertibility law [the adoption in 1991 of a convertibility law, pegging the currency, the peso, to the American dollar] which eventually proved disastrous of course."

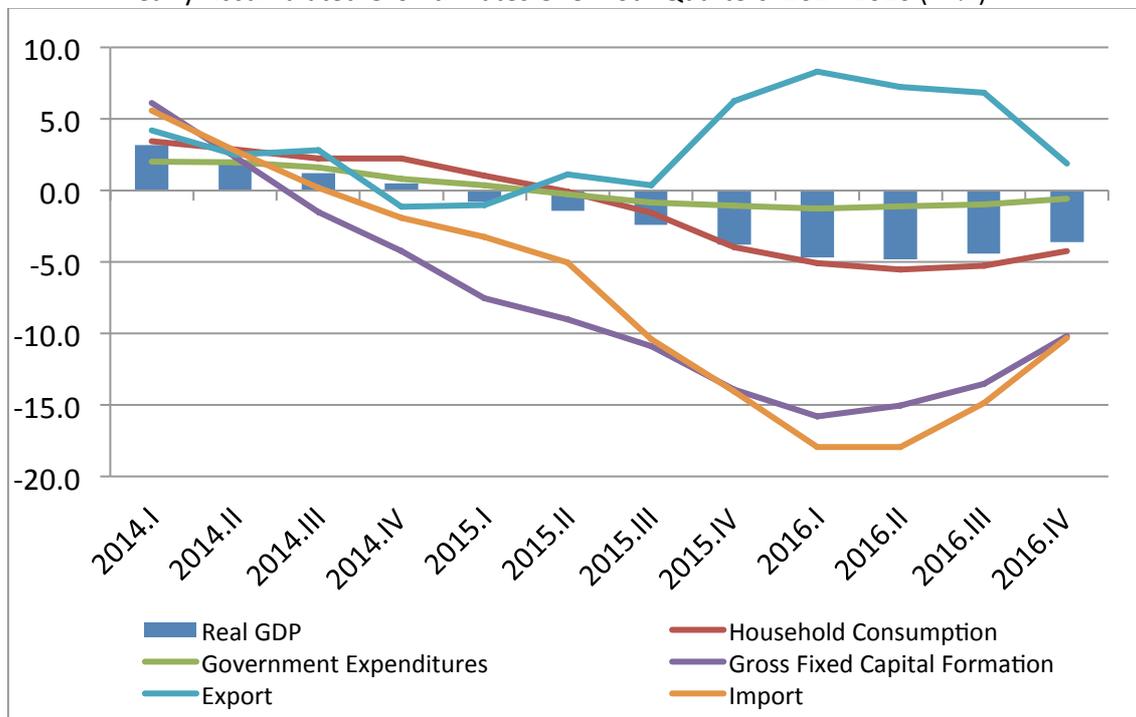
Figure 2. Index of Industrial Entrepreneurs' Confidence: 2014-2017



Source: Brazil's National Confederation of Industry (CNI)

Figure 3 presents the recent dynamics of the Brazilian real GDP classified by components of aggregate demand.

Figure 3. Brazil's GDP Growth Classified by Components of Aggregate Demand  
Yearly Accumulated Growth Rates Over Four Quarters: 2014-2016 (in %)



Source: IBGE

It can clearly be noted that all components of domestic aggregate demand still reflect the behavior of a very depressed economy, especially gross investment and household consumption. Figure 3 shows that gross investment, imports and household consumption,

despite apparently having bottomed out by the third quarter of 2016, are far from signaling a sound recovery, given their respective very negative accumulated yearly growth rates in the last quarter of 2016 (around -10% in the case of gross investment and imports, and almost -5% in the case of household consumption). Even the external component of aggregate demand (net exports) also confirms a behavior of a depressed economy because the drop in yearly accumulated growth rates of imports between the second semester of 2015 and the first quarter of 2016 was much deeper than the increasing rates of exports in the same period. From the first quarter of 2016 onwards, although imports have signaled some recovery (despite their still high negative growth rates), exports have shown decreasing yearly accumulated growth rates. As already mentioned, this behavior confirms that the rapid adjustment of the current account deficit between 2014 and 2016 was highly contractionary.

### 3. Growth Recovery?

Temer's economic team (the Ministry of Finance and Brazil's Central Bank, in particular) has assured that the Brazilian economy has already reached its bottoming out point and is prepared for recovery in the second quarter of 2017. These expectations are based on the following measures of economic policy: i) since inflation expectations were anchored and actual consumer inflation rate (IPCA) is expected (4.1%) to be below the target (4.5%, see Table 1) in 2017, and in face of the deep recession still under way, COPOM will accelerate the drop in short-term nominal policy rates;<sup>18</sup> and ii) in addition to the improvement in confidence resulting from the fiscal adjustment and other economic reforms, the estimated injection of approximately 30 billion Brazilian reais (around US\$10 billion) in the economy, provided by Federal Provisional Measure no. 763, of December 2016, which permitted former employees that resigned prior to December 31, 2015 to withdraw their FGTS (Brazilian Indemnity Funds), will recover household consumption and, therefore, push the real output up.

However, this optimistic outlook must still be viewed with caution for several reasons. First, unemployment rates continue to increase and reached 13.2% in the moving quarter ending February 2017, corresponding to 13.5 million unemployed workers. As disposable income has significantly dropped in the last two years and most families are highly indebted by borrowings taken in Dilma Rousseff's period of credit boom (2011-2014), there is insufficient room to boost household consumption in the near future.<sup>19</sup>

Second, the sharp drop in gross investment (as expressed by the yearly accumulated growth rates as well as by the proportion of GDP; see Figure 3 and Table 1, respectively), combined with the decrease in the accumulated growth rates of the other components of aggregate demand (notably household consumption, but also government expenditures), caused the use of installed capacity of Brazil's manufacturing sector to reach a very low level in February 2017 (73.3%). This indicates a level of average idle capacity of 26.7%, which can be considered one of the highest in recent Brazilian economic history and is very close to the country's deep recessions (see Figure 4 below).<sup>20</sup>

---

<sup>18</sup> In its Inflation Report of March 2017, Brazil's Central Bank states that such an inflation stabilization scenario "reinforces the possibility of a moderate intensification of the pace of monetary easing, in comparison to the pace set in the two latest Copom meetings." See Brazil's Central Bank (2017:8).

<sup>19</sup> The expected injection of approximately 30 billion Brazilian reais resulting from FGTS withdrawals is relatively very small (0.5% of Brazil's GDP) to drive a strong recovery of household consumption, given the size of the Brazilian economy.

<sup>20</sup> Brazil's Central Bank has registered time series of the use of installed capacity of the manufacturing sector in Brazil since 2001. To give an idea of the current deep recession, the lowest use of installed capacity of Brazil's manufacturing sector during the 2009 recession was 76% (March 2009). Brazil's Central Bank also registers time series of the use of installed capacity for Brazil's overall economy. There

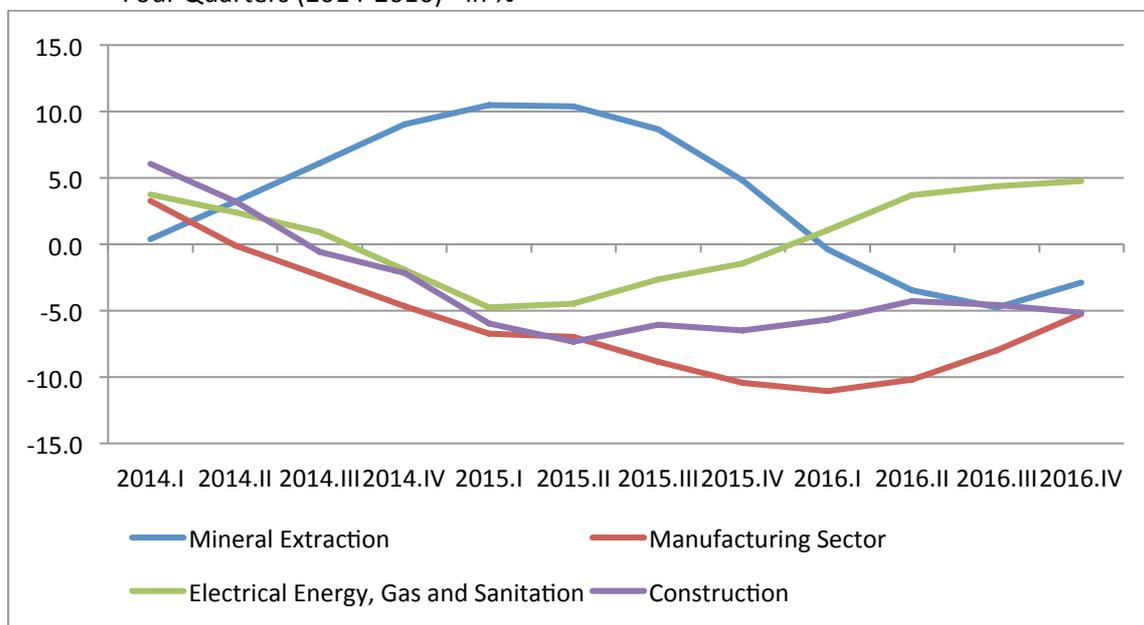
Figure 4. Index of Use of Installed Capacity in the Brazilian Manufacturing Industry 2014-2017 (in %)



Source: Getulio Vargas Foundation (FGV)

Third, the evidence of no support (at least until the time of writing this paper) that the Brazilian economy has begun its process of recovery can also be shown by the behavior of the accumulated growth rates of real output of selected Brazilian industries after 2014.

Figure 5. Real Output in Selected Brazilian Industries: Yearly Accumulated Growth Rates Over Four Quarters (2014-2016) - in %



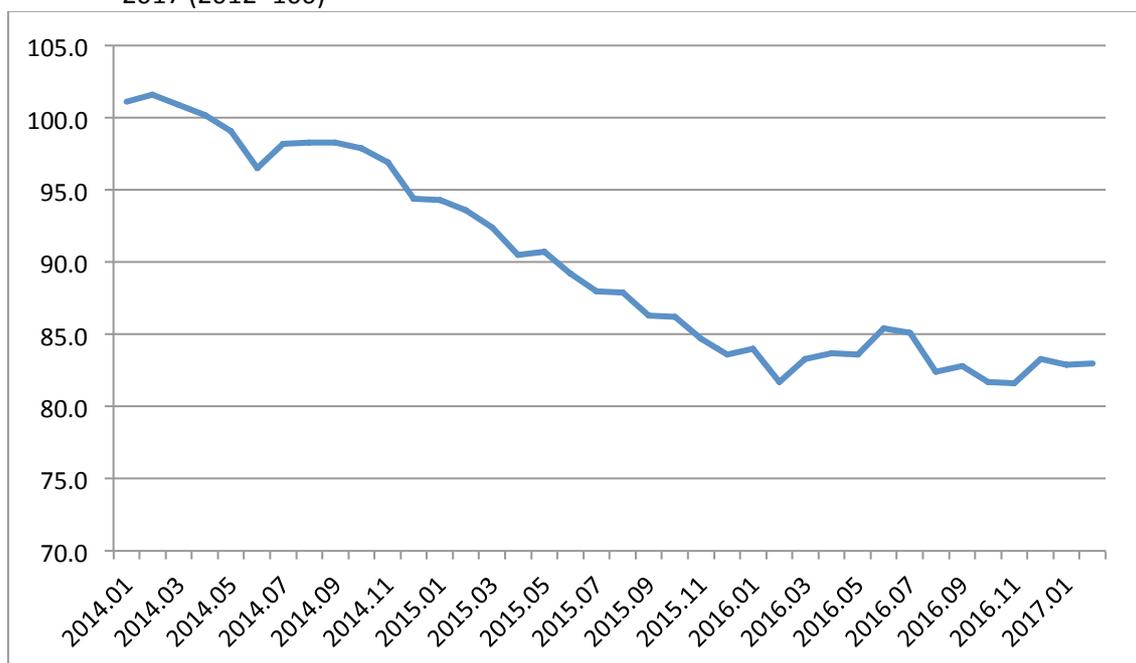
Source: IBGE

we can find the lowest level reached by this indicator in Brazil's deep recessions, such as that of the period 1981-1983 (72.0% in the third quarter of 1983), the period 1990-1992 (61% in the second quarter of 1990) and the current recession (73.2% in the first quarter of 2017). For details, see the website of Brazil's Central Bank (<http://www.bcb.gov.br/Time Series>).

Except for electrical energy, gas and sanitation, both industrial (manufacturing plus mineral extraction industries) and construction sectors continued to register high negative growth rates. While the construction industry continued to contract in the end of 2016, the manufacturing sector, which together with the former could be the main drivers of Brazilian economic recovery, signaled, at best, that it has already reached its bottoming out point, as discussed earlier.

This explains why the index of output of the Brazilian manufacturing sector was still so low in the beginning of 2017. Figure 6 shows that this sector was still nearly stagnated by February 2017 and was 17.2% below the 2012 level.

Figure 6. Index of Output of Brazil's Manufacturing Sector with Seasonal Adjustment: 2014-2017 (2012=100)



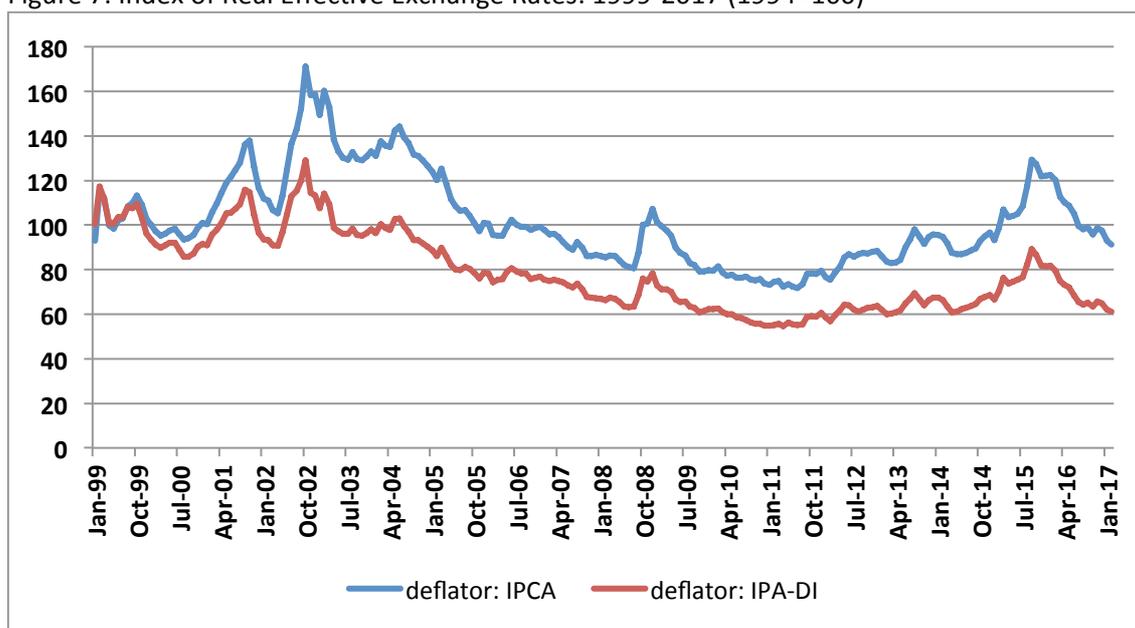
Source: IBGE

Even the export growth, which could, in principle, contribute to minimizing the recessive impacts on employment, has not shown great capacity to drive Brazilian economic recovery in virtue of two reasons: first, because of the slow annual growth rates registered by the world economy in the recent period;<sup>21</sup> and second, as Figure 7 shows, after the real exchange rate adjustment observed throughout 2015 (notwithstanding an episode of real exchange rate overshooting in January 2016 if Brazil's consumer price index is taken as the relevant deflator), the Brazilian real has returned again to an appreciation trend from mid-2016 onwards.<sup>22</sup> By February 2017, the Brazilian real was only 8.8% overvalued in relation to the real equilibrium observed in June 1994 if Brazil's consumer price index (IPCA) is taken as the deflator, but 38.8% overvalued if Brazil's wholesale price index (IPA-DI) is considered the relevant deflator.

<sup>21</sup> According to the World Bank (World Economic Indicators), between 2014 and 2016, the world economy grew at 2.5% p.y. on average, against 4.2% p.y. on average as registered in the three years before the 2008 global crisis.

<sup>22</sup> As Nassif, Feijó and Araújo (2017) showed, this real appreciation trend has been the Brazilian "normal" since 1999.

Figure 7. Index of Real Effective Exchange Rates: 1999-2017 (1994=100)



Source: Brazil's Central Bank

#### 4. Conclusion and alternative policy proposals

Apart from the controversies, most Brazilian economists (including the author of this paper) agree with the importance of a long-term fiscal adjustment, believing it to be an important instrument not only for restoring and stabilizing confidence, but also for augmenting the room to maneuver so that Brazil's Central Bank can bring high real interest rates to lower levels compatible with international standards. The main support for the need of a long-term fiscal adjustment is that, even by recognizing that the main pressure on the increase in public sector gross debt (as a proportion of GDP) in Brazil after 2015 has been coming from the jump in nominal interest rates payments, the **trajectory** (and not only the level) of gross public debt must be considered unsustainable. After having increased from 56.3% to 69.6% of GDP between 2014 and 2016, Brazil's gross public debt is expected to reach 76.9% of GDP in 2017.<sup>23</sup>

However, it is worth noting that a successful long-term fiscal adjustment has many ways of being implemented. The main issue is that the Temer government chose the worst one. A long-term fiscal adjustment through which all primary public expenditures are frozen for 20 years, besides being socially and politically difficult to preserve, denies to future governments, elected democratically by the Brazilian population, the possibility of using fiscal policy as an important instrument of countercyclical policy.

Besides that, in an environment of deep recession, as is the current case of Brazil, the best option to quickly reduce unemployment rates as well as reactivate private aggregate demand would have been an increase of public investment in infrastructure. That is to say, the government should have recognized that a period of countercyclical primary deficit, in which the current expenditures immediately begin to be adjusted and public investments increase, would have been the best and quickest alternative to reactivate aggregate income and employment in Brazil. Even the International Monetary Fund (2015:8) recently recognized that "in a deep and lasting recession, fiscal consolidation is likely to have a negative short-term

<sup>23</sup> This means that the relationship between (high) interest rates and the trajectory and level of gross public debt is a puzzle because, all else being equal, the former causes a rapid pace of growth of the latter, but, in turn, the higher the level of gross public debt, the more the pressure on the increase of interest rates.

impact on growth when there are large negative output gaps,” as is the case of Brazil today. Needless to say that the virtual lack of political support not only made such an alternative impossible in Dilma Rousseff’s government, but was also the cause of her impeachment. But that is not the case with Michel Temer.

There are two ways for a long-term fiscal adjustment that could have been analyzed as better alternatives than that chosen by Temer’s economic team. The first one is the recent long-term fiscal adjustment adopted by India, through which the government establishes targets for reducing the nominal fiscal deficit (which includes interest expenditures) to a maximum of 3% of GDP in the long run. This option, however, is very difficult to be successfully implemented in Brazil in virtue of two reasons. The first is that, differently from India, a significant part of Brazil’s total gross public debt is of short-term maturity. The second is that, as Brazil has a higher degree of external financial openness than India, the feasibility of a long-term fiscal adjustment through targets for reduction of the nominal fiscal deficit would require a close coordination between monetary and fiscal policies, which in practice would be much more difficult in Brazil than in India.

The second one, which could be more feasible in Brazil, is an arrangement with a long-term fiscal reform through which both primary revenues and primary expenditures are jointly restructured with targets adjusted to the Brazilian economic business cycle.<sup>24</sup> On the side of fiscal primary revenues, the government should gradually reduce total fiscal exemptions, which increased from 4.0% of GDP in 2007 to 4.9% of GDP in 2014, and were expected to be reduced to only 4.3% of GDP in 2016, a level still considered very high.<sup>25</sup> On the side of fiscal primary expenditures, the government should adopt a long-term adjustment through which targets of primary surplus are continuously redefined in order to reduce Brazil’s public sector gross debt to 30% of GDP in 20 years, a level considered prudent by the economic literature.<sup>26</sup> At the same time, Brazil lost an opportunity to introduce Keynes’s proposal of separating the public budgets into two: a public current budget (that is, the difference between current revenues and current expenditures, excluding public investment expenditures), on which would fall the targets for primary surplus throughout the entire period of fiscal adjustment; and a public investment budget (that is, the difference between current revenues and investment expenditures), which would be balanced over the entire period of adjustment, except in times of recession. In addition, any successful fiscal adjustment in Brazil should incorporate a definitive attempt at eliminating the totality of the *Letras Financeiras do Tesouro (LFTs)* of the Brazilian public sector bonds market. In fact, by being indexed to Brazil’s short-term policy interest rate (*SELIC*) and negotiated on a daily basis in the open market operations (overnight operations), the LFTs are considered a complete anomaly in the Brazilian governmental bonds system.

Additionally, it is important to recognize that, in virtue of the growing social security expenditures as well as the rising average replacement rates (that is, the ratio of the average benefits received by retirees and pensioners to the average wages of active workers), it is necessary to implement a pension reform in Brazil. However, like the long-term fiscal adjustment, a pension reform should also contemplate the restructuring of revenues and

---

<sup>24</sup> One could argue that this would be a return to the old policy of targets for primary fiscal surplus, introduced in 1999 in Brazil. In fact, it would. But, in my vision, it is a better solution than any other proposal that only contemplates control over expenditures, leaving the management of fiscal revenues out.

<sup>25</sup> These data, as well as those related to the fiscal exemptions granted to social security taxes (shown ahead), were calculated by Denise Lobato Gentil, from the Federal University of Rio de Janeiro. The author thanks professor Gentil for making these data available.

<sup>26</sup> See, for instance, Fall and Fournier, 2015. See also the International Monetary Fund (2015).

expenditures related to social security. In fact, in 2016, while estimated fiscal exemptions reached 4.3% of GDP, 2.3 percentage points of this total referred to government exemptions granted to enterprises with respect to social security taxes. This means that any pension reform in Brazil should also gradually eliminate such exemptions. As to the pension reform currently debated by Congress, the final text should take into account the high social and regional inequalities observed in Brazil.

As a matter of fact, this author agrees with the Keynesian view that a sound and responsible fiscal policy would help Brazil's Central Bank to structurally reduce both nominal and real interest rates in Brazil, which had in the beginning of 2017 the highest level among the emerging and developed countries. However, taking into account that Temer's economic team has already chosen the most conservative alternative of long-term fiscal adjustment, and that both inflation expectations and actual consumer inflation rates have already been reduced to levels very close to the inflation target in Brazil, COPOM should immediately accelerate the reduction of short-term interest rates. As the government has already discarded the possibility of using fiscal policy as a countercyclical policy instrument, a more expansionist monetary policy seems to be the only way to permit growth recovery of the Brazilian economy. However, due to several aspects of the actual Brazilian economy today (high private debt of both households and companies, high level of average idle capacity, etc.), the optimistic expectations of recovery made by the financial markets to begin in the second quarter of 2017 are not necessarily assured. If the Brazilian manufacturing sector keeps its behavior stagnated in negative growth rates in the second and third quarters of 2017, another negative real GDP growth rate will be the most probable result for this year. If the sector reverses such a stagnation pattern and experiences a little more vigorous behavior over 2017 towards positive growth rates, growth recovery in Brazil in the near future (say in 2017 and 2018) will probably be very slow.

#### **Postscript: May 18, 2017**

In the beginning of May 2017, the final version of this paper was approved by the editors of the Brazilian Keynesian Review. The main conclusion of the paper was that, at best, the Brazilian economy seemed to be no longer worsening. On May 17, 2017, the Brazilian press released an explosive scandal according to which President Michel Temer had been recorded authorizing hush money to a jailed political ally in exchange for his silence about corruption accusations against himself and other politicians of his party. Whatever the political solution for this crisis turns out to be — Temer's resignation, another impeachment, a decision by Brazil's Electoral Supreme Court, new presidential elections or even the conclusion of Temer's term —, Brazil has already embarked on a serious political crisis and consequently entered an undetermined period of uncertainty that will practically nullify the weak possibilities of growth recovering in the short run.

#### **References**

- Bacha, E. and Bonelli (2016). Coincident Growth Collapses: Brazil and Mexico since the early 1980s. *Novos Estudos Cebrap* Vol. 35(2), p.151-181.
- Bacha,, E. (2013). "Bonança Externa e Desindustrialização: uma Análise do Período 2005-2011". In: E. Bacha e M. B. de Bolle (orgs). *O Futuro da Indústria no Brasil: Desindustrialização em Debate*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, p. 97-120.
- Brazil's Central Bank (2017). "Inflation Report. March, 2017". Brasilia: Brazil's Central Bank.
- Bresser-Pereira, L.C. (2010). *Globalization and competition. Why some emerging countries succeed while others fall behind*. Cambridge: Cambridge University Press.

- Carneiro, R. (2017). "Navegando a Contravento (Uma Reflexão sobre o Experimento Desenvolvimentista do Governo Dilma Rousseff)". *Texto para Discussão* no 289. Campinas: Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP).
- De Bolle, M.B. (2016). *Como Matar a Borboleta-Azul: Uma Crônica da Era Dilma*. Rio de Janeiro: Intrínseca.
- De Bolle, M. B. (2017). "Is the Brazilian Central Bank Coming to Grips with the Country's Balance Sheet Recession?". Peterson Institute for International Economics. Available at <https://piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/brazilian-central-bank-coming-grips-countrys-balance-sheet>.
- Fall, A and Fournier, J. (2015). "Macroeconomic Uncertainties, Prudent Targets and Fiscal Rule". *Economics Department Working Papers* no. 1230. Paris: OECD.
- International Monetary Fund (2016). *Fiscal Monitor: Debt- Use it Wisely*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, October.
- International Monetary Fund (2015). "Fiscal Policy and Long-Term Growth". *IMF Policy Paper*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, June.
- Krugman P (2009). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*. New York: W.W. Norton & Company.
- Nassif, A., Bresser-Pereira, L.C. and Feijó, C. (2017). "The Case for Reindustrialisation in Developing Countries: Towards the Connection between the Macroeconomic Regime and the Industrial Policy in Brazil". *Cambridge Journal of Economics*, forthcoming.
- Nassif, A., Feijó, C. and Araújo, E. (2017a). "A Structuralist-Keynesian Model for Determining the Long-Term "Optimal" Real Exchange Rate for Economic Development: The Case of Brazil". *Cepal Review*, December, forthcoming.
- Nassif, A., Feijó, C. and Araújo,, E. (2015). "Structural Change and Economic Development: is Brazil Catching-up or Falling-Behind?". *Cambridge Journal of Economics*. V.39, p.1307-1332.
- Serrano, F. and Summa, R. (2016). "Aggregate Demand and the Slowdown of Brazilian Economic Growth in 2011-2014." *Nova Economia*, v.25 (special edition), p.803-833.

# Macroeconomic flaws in the IMF's 'New' Institutional View: The case of Brazil

Devin T. Rafferty\*

## Abstract

In 2012, the IMF issued its 'New' Institutional View to much praise since it endorsed using capital controls for international financial stability, given certain prerequisites. This paper argues that, like its predecessors, this 'New' View will be a failure because it mandates initially solving capital flow-induced macroeconomic imbalances through 'market-based' adjustment measures rather than by capital controls, thus relegating the latter to a secondary role. To support the reasoning, Brazil's recent history is used as a proxy for the IMF's current platform. This is because, despite explicitly not taking advice from the Fund, her actions have been nonetheless consistent with the 'New' View's prescriptions which culminated in the worst recession in the country's history. As a result, regardless of the revisions made in the wake of the Great Financial Crisis, the Fund's new stance is incapable of averting and stabilizing a crisis; indeed, the case of Brazil suggests it is instead a recipe for creating and amplifying financial macroeconomic fragility.

**Keywords:** IMF, Capital Controls, Financial Fragility

**JEL Classification:** F33; F38.

## 1. Introduction

With the onset of the 2008 Great Financial Crisis (GFC), the global economy encountered conditions not seen since 1929 and that mainstream portions of academic and bureaucratic institutions flatly denied could ever exist, let alone have a realistic chance of occurring. Starting with the failure of Lehman Brothers and later AIG, the American financial system collapsed, which radiated out to other advanced economies' financial institutions. Before long, the solvency and liquidity issues those regions faced caused the meltdown to crossover into the developing world- made possible by liberalized capital and current accounts, whose rationale are that deregulated international capital and goods and services markets, respectively, produce global Pareto optimal outcomes. At the time, the dominant DSGE approach to macroeconomics was presented with the option of reconsidering its entire 'microfoundations of macroeconomics' apparatus, given such inadequacies. Rather than do this, its leading figures chose to adjust some of the more superficial elements and, accordingly, mainstream macroeconomics will be unable to explain the origins of instability when it occurs next.

A similar choice with the same probable consequences was made by the IMF. In light of its own monumental failure- which purported the GFC would be contained to advanced economies- the Fund was forced to adjust its approach to capital flow governance. What came of this can be called the IMF's 'New' Institutional View, which has received a significant amount of fanfare, even among heterodox economists, because it endorses using capital controls in eras of volatility given certain prerequisites- seemingly representing a large break from the Fund's past.

---

\*Assistant Professor of Economics and Finance, Department of Economics and Finance, St. Peter's University, 2641 John F. Kennedy Blvd. Jersey City, NJ, 07306. [devin.t.rafferty@gmail.com](mailto:devin.t.rafferty@gmail.com)

However, despite all the new accolade, what is unfortunately overlooked is that this 'New' View still retains the crux of the IMF's prior framework because it mandates solving capital flow-induced macroeconomic imbalances first and foremost through 'market-based' adjustment mechanisms, which then relegates controls to secondary importance.

This general strategy is essentially the same as the one Brazil pursued from 2008 onwards. Indeed, despite explicitly not taking advice from the Fund, her own 'market-based' attempts to solve capital flow-induced imbalances, ironically, followed the IMF's 'New' Institutional View to a 'T'- yet she is in a protracted economic crisis.<sup>1</sup> Hence, by using Brazil as a case study proxy for the IMF's 'New' Institutional View, this paper's main contribution is to demonstrate that the Fund's 'New' and 'improved' stance will nonetheless lead to financial instability and stop/go development since this is what happened in a nation that acted in accordance with its guidelines. To be sure, as it now stands, the IMF's framework is incapable of chaperoning a development process since Brazil highlights that the Fund's platform fails to restrain financial macroeconomic fragility and, rather, creates and amplifies it. Thus, instead of garnering praise, importantly, this paper shows that, like the DSGE mainstream macro approach, there is nothing novel about the IMF's 'New' framework but is rather a continuation of past positions disguised through cosmetic alterations.<sup>2</sup>

The structure of this paper is as follows. In Section II, we discuss the modifications the IMF made to its views on capital controls, which came together to form its 'New' Institutional View. In doing so, we examine how this platform interacts with an inflation targeting framework since Brazil has practiced the latter since 1999, meaning that if we are to argue her actions are consistent with the 'New' View it must be established that both prescribe to the same adjustment transmission mechanisms. Next, in Section III, an extensive set of descriptive statistics is used to cover Brazil's last decade of economic history. It is shown there that she tried to solve capital flow-induced imbalances through 'market-based' adjustment measures numerous times, only to repeatedly fail at doing so *and* while creating bigger imbalances in the process. This enables us to move onto Section IV, where the connection between her policy actions and those prescribed by the 'New' Institutional View is made. It is there that the most significant macroeconomic flaws in the Fund's framework are made plain and the thrust of the main contribution is asserted. In turn, Section V puts forward the main conclusion resulting

---

<sup>1</sup> It is true that Brazil successfully implemented capital controls on portfolio investment inflows from 2009-2011, which some may suggest invalidates our proposition that her actions were consistent with the 'New' Institutional View's emphasis on 'market-based' adjustment measures. Nothing could be further from the truth. While elsewhere authors (Gabel 2013; Gallagher, 2011) have identified how Brazil's portfolio investment inflow controls were effective and could serve as a model for how they should be adjusted over time, it will be shown that it was FDI that was more important, was left entirely uncontrolled, and created the initial capital-flow induced imbalances that policymakers tried to solve with 'market-based' adjustment mechanisms- just as in the 'New' Institutional View. Unfortunately, it was this approach that also led to the creation of additional imbalances, a host of rash policy decisions, and numerous unsuccessful attempts at further 'market-based' adjustment.

<sup>2</sup> It appears that what the IMF did was simply graft trivial, ad hoc addendums onto its base neoliberal theory to allow it to claim policy evolution- and therefore a newfound ability to ensure anything like the GFC could ever spread to the developing world again. Indeed, though it is sparsely mentioned in any of their official documents, elsewhere (2017) I have examined the IMF's underlying financial macroeconomic model and found it to still be extremely neoliberal because, among other aspects, it continues to endorse the Efficient Markets Hypothesis. What appears to have occurred is that post-GFC, the Fund hedged itself by evolving on the applicability of the *policy* of capital controls (and thus being in vogue), given certain conditions, for when the real world's experiences with financial instability (which it claims result from exogenous, government-induced shocks) might otherwise discredit its *theory's* incessant Pareto Efficient predictions. In this regard, the IMF chose the same route as the DSGE models mentioned above.

from this; namely, rather than stabilize international financial relations and development, the 'New' Institutional View destabilizes them. In addition, Section V identifies certain takeaways that are implied from recognizing Brazil's actions and resulting collapse were in line with the Fund's 'New' capital flow governance advisory, such as a) viewing capital controls as a proactive, primary, and permanent instrument for promoting financially sustainable macroeconomic development is vital while b) market-based solutions to capital-flow induced imbalances should be eschewed.

## 2. The IMF's 'New' Institutional View of Capital Controls

Starting with the East Asian Financial Crisis' (EAFC) fallout, the IMF began subtly reversing its prohibitive position on capital controls, noting they were a workable solution for some of the era's issues. In particular, the Fund stated they were permissible if temporary, 'market-conforming', only levied on inflows, and implemented after capital and current account liberalization was successful and showed the economy's 'fundamentals' to be 'sound' (Prasad et al 2003). Thus, despite these prerequisites being limiting in nature, the fact that capital controls now had a conditional acceptance at the Fund marked an enormous transformation in the latter's general attitude, even though they were to lay dormant for the next ten to fifteen years.

When the GFC occurred, the IMF leveraged this in a significant way. First, in February 2010, a Fund policy brief stated that the nations that used controls to guide inflows over the previous fifteen years were those least impacted by the crisis (Ostry et al 2010). Moreover, the same brief argued managing inflows allowed authorities to stretch liability maturity structures, reducing the probability of a near term financial crisis. Both of these propositions were more formally recognized when they were subsequently included in the 2010 Global Financial Stability Report, with this latter document, unfortunately, adding that controls should only be last resort (Grabel 2011).

The culmination of this post-GFC acceleration in the Fund's intellectual evolution came with its 2012 Executive Board Report entitled *The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View*, which laid out the 'New' Institutional View. Here, in a complete enunciation of its stance, the IMF reiterated that capital flows present the potential for financial instability, developing economies without properly 'sequenced' capital account liberalization are more vulnerable to this, and that even with successful 'sequencing' exogenous policy shocks may make it necessary to implement inflow and/or outflow measures (IMF 2012; Grabel 2013).

However, at the same time, the 'New' View kept a *significant* distance from wholly embracing capital controls. To be sure, the IMF remained adamant that prior to implementing such measures, authorities should first attempt to eliminate capital flow-induced imbalances through 'market-based' adjustment mechanisms. In fact, they went as far as to provide *specific recommendations* for how to correct individual imbalances. As an example, in the case of inflows leading to an overvalued exchange rate, the IMF advocates first lowering interest rates to slow/reverse appreciation, rather than use controls (IMF 2012). It is only *after* such adjustments have been tried *and* other, multiple imbalances open up that the Fund believes controls *then* become 'acceptable' policy instruments- basically once all other policy space has been eliminated. Hence, while technically incorporating capital controls into its framework, the IMF retained a heavy preference for market-based adjustment measures.

It followed that the Fund next had to elucidate what exactly its 'New' View saw as the 'proper' role for capital controls in its revised platform. The answer: they are a second-best option (with first-best being capital account liberalization) only to be used as a final recourse, that should be temporarily implemented, after the economy has accumulated 'significant'

reserves and allowed 'the market' to determine interest and exchange rates, that must be incapable of discriminating amongst investors/depositors based on their geographical location, and ought to be price rather than quantity-based (Gallagher et al 2011; Grabel 2013). Thus, despite its hype as 'the Fund turning a corner', the 'New' View possesses the same general precepts as its past neoliberal models.

### **2.1. Inflation Targeting in the 'New' Institutional View**

To argue Brazil's actions have been consistent with the 'New' View, as is intended below, it is first necessary to explore how the latter interacts with inflation targeting frameworks since Brazil has been one from 1999. Indeed, to make the case that her recent past can serve as a case study proxy for the IMF's stance, it must be demonstrated that the intended strategies and mechanisms are the same in both paradigms.

In an inflation targeting regime, the governing authority, typically an independent (at least formally) central bank, chooses an 'acceptable' target level of inflation whose achievement becomes the sole objective. Next, the body selects a nominal anchor policy variable it controls that it believes will enable it to hit the target, commonly the overnight interest rate. If it does so, a Pareto optimal outcome is thought to result (Mishkin 2004; Epstein 2005).

The assumed intuition behind this neoliberal model is fairly straightforward: with the labor market producing full employment (or New Keynesian rigidities preventing it from doing so), a production function determining output, and Say's Law guaranteeing the full employment level of expenditure (or, once again, New Keynesian rigidities preventing it from doing so), the only responsibility the governing body is supposed to have is ensuring price inflation/deflation does not distort relative price signals so an efficient allocation of resources can be procured. Thus, in the case of above (below) target inflation with an interest rate anchor, policymakers raise (lower) short term rates, intending for this to carry over to the rest of the term structure, until investment is sufficiently choked off (spurred) and the economy is slowed (accelerates) to the point that the relationship between demand and supply is restored at a level consistent with the target inflation rate.

From this, it should be apparent that the intended equilibrating mechanism of an inflation targeting framework is a type of the 'market-based' adjustment measures the 'New' Institutional View promotes. In the former, all disequilibrium arise from a distortion of relative price signals caused by actual inflation deviating from target inflation. To reacquire general equilibrium, it is said the economy must undertake an adjustment path that uses the short term interest rate to calibrate the optimal level of inflation. Thus, to the extent that capital flows induce price instability, capital controls, if ever, would be endorsed only once all other 'market-based' adjustment options, such as changing interest rates, have been explored. To be sure, like with the 'New' View, controls would be appropriate only as a last resort, second-best, temporary policy that should not interfere with or rival the market's alleged self-adjusting mechanism.

It is worth highlighting a peculiar discrepancy between the purported transmission mechanism of an inflation targeting framework in developing economies and observed events. As compared to advanced economies, here the external sector is generally a relatively larger proportion of the total economy and, as a result, changes in the prices of imports brought on by exchange rate adjustments have a more significant impact on the overall price level. At the same time, because developing economy financial systems are less developed, any changes in net capital flows have a relatively larger impact on the exchange rate since such flows comprise a greater weighting in the overall financial system. Thus, rather than the *intended* inflation targeting adjustment scenario- where monetary policy seeks to change domestic

investment demand (and thus absorption) to attain a target inflation rate- in developing economies with open capital accounts the way the inflation rate commonly *does* end up adjusting is through changes in the short term interest rate altering the term structure, which influences net capital flows and that subsequently modifies exchange and inflation rates.

For example, during a boom, if actual inflation exceeds target inflation, the governing body would raise short rates, affecting the rest of the term structure, and *trying* to bring absorption and productive capacity into line consistent with the target inflation rate. The same train of thought would occur if actual inflation was above target inflation during a crisis. However, what *does* happen is that during a boom raising rates creates a larger positive risk-adjusted international interest rate differential, which tends to revise expectations upward and attract additional net capital inflows, which appreciates the exchange rate, makes imports less expensive, raises the cost of exports (and thereby curbs investment in tradables), and eventually lowers actual inflation relative to target inflation. On the other hand, during a crisis, in which expectations rapidly adjust downward for higher liquidity, raising rates tends to increase enterprises' costs, eliminate refinancing possibilities, and lower capital and financial asset prices- the combination of which strengthens capital flight, depreciates the exchange rate, lowers the real wage, and raises actual inflation relative to targeted inflation through both the distributive conflict and currency sell-off. Consequently, in developing economies with open capital accounts that practice inflation targeting, monetary and exchange rate policy are inherently interrelated since any changes in the former create new international interest rate differentials and sets of expectations to which net capital flows respond and subsequently impact the exchange and inflation rates (Ocampo 2016).<sup>3</sup> As we shall see, the failure of Brazilian central bankers to grasp this divergence between theory and reality had dire consequences.

### **3. Brazil's Recent Macroeconomic History**

It was stated at the outset that the purpose of this paper is to show Brazil's recent policy actions have been consistent with the 'New' Institutional View- intending to then use this as evidence that the Fund's 'improvements' promote financial fragility. Hence, the past decade of Brazilian economic history must now be chronicled, which is done by rehashing the historical record generally accepted within Keynesian/neo-Structuralist literature as well as through graphical correlations that display this explanation.

On the surface, the last decade of Brazil's economic history reads like a failed promise of development. However, upon closer examination one finds that the promise itself, enshrined in the commodities bubble, was hollow considering the latter revolved around a financial fraud engineered by American investment banks to drive up prices (Wray, 2008; Ffrench-Davis and Heresi, 2016). Since this meant the commodities boom's effects were mainly confined to increasing export prices, it should come as no surprise that the growth of Brazilian export quantities was essentially stationary in the GFC's run-up (and remained so until 2011) (Cypher 2015). At the same time, there was no domestic engine sustaining a development process: the share of investment in Brazilian output was not growing, its composition was moving towards FDI, and structural bottlenecks made inflation an omnipotent threat in a nation historically plagued by it (Cypher 2015).

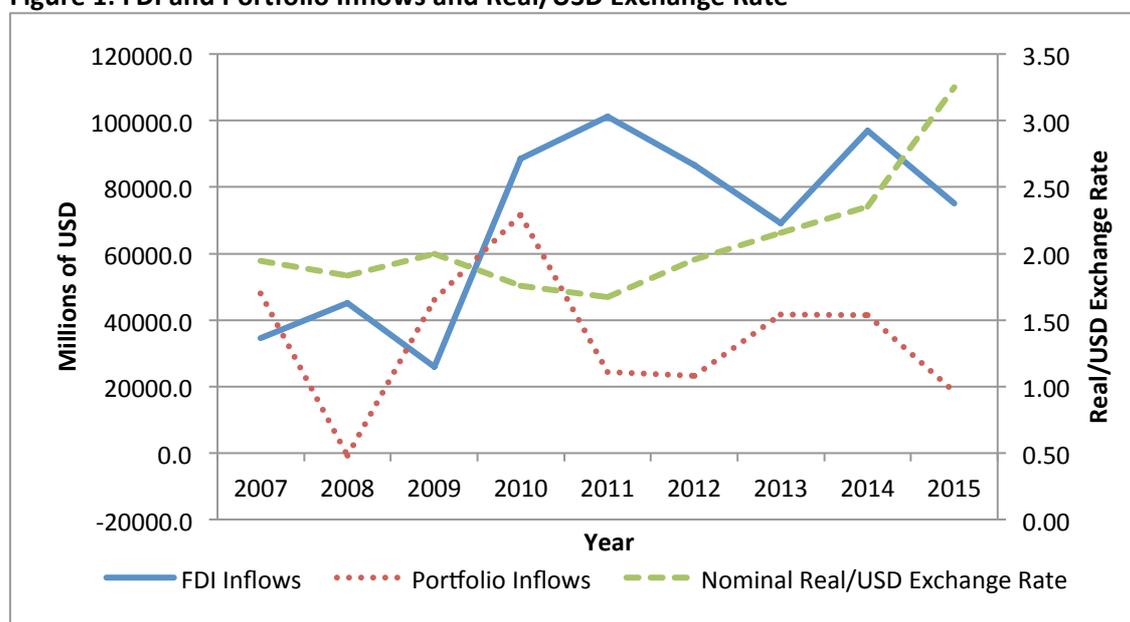
---

<sup>3</sup> It is suspected that the mainstream academic literature and/or bureaucratic institutions do not recognize this because if they did, they would not repeatedly endorse an approach that has resulted in high interest rates attracting sizeable inflows that appreciate the exchange rate, promote the carry trade, deteriorate micro and macro risk profiles, discourage investment in tradeables, and produce further inflows that culminate in medium term financial, banking, and currency crises.

These underlying structural factors left Brazil extremely vulnerable to external shocks. As a result, when the crisis hit, her future was thrust onto shaky ground. To counter this, and to their credit, authorities rapidly undertook extremely aggressive countercyclical actions, and real economic activity rebounded. Consequently, when the U.S. began its Quantitative Easing (QE) program in late 2008 and capital began searching for higher international returns, Brazil stood poised to attract it, given the appearance of a successful recovery and a legacy of extremely high interest rates.

As Figure 1 shows, this led to an initial surge of portfolio inflows, which authorities responded to successfully with inflow controls. However, they did nothing to slow the subsequent marked explosion of FDI that started in 2009, which caused the real to appreciate until policy intervention finally came in 2012 (Cypher 2015). It was this event, along with subsequent policy decisions made mostly by the neoliberal central bank, that set in motion a series of macroeconomic imbalances- with failed ‘market-based’ responses to them- which led Brazil into her crisis.<sup>4</sup>

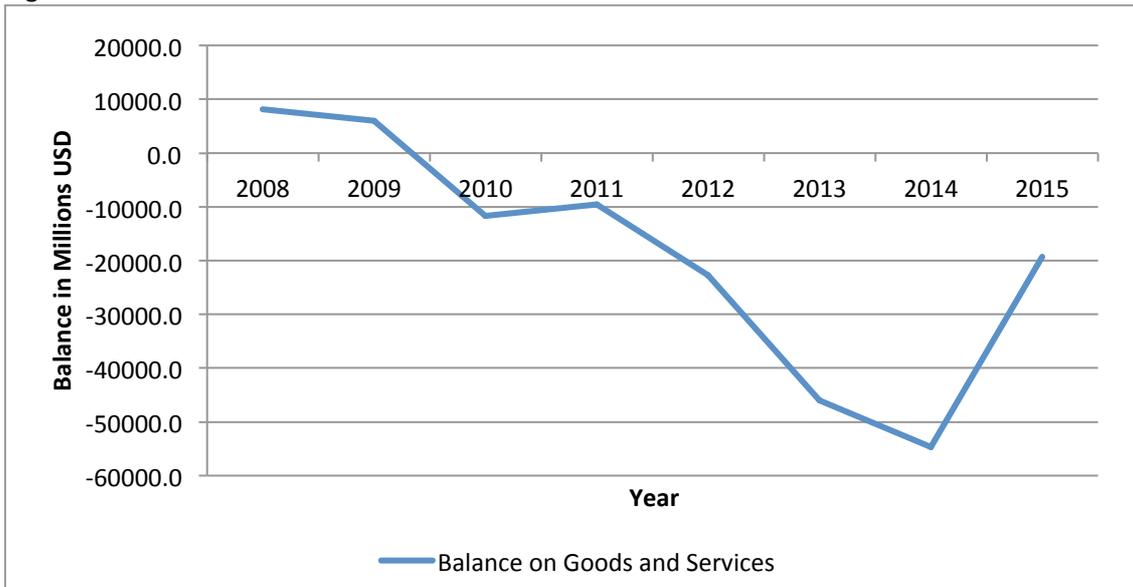
**Figure 1: FDI and Portfolio Inflows and Real/USD Exchange Rate**



Source: ECLAC

<sup>4</sup> Some may argue that there is no compelling reason to regulate FDI since it represents stable financial flows to the recipient economy. This is incorrect. First, certain components of FDI increasingly exhibit volatility similar to portfolio flows, implying they present an equal threat to stability (Ocampo et al 2007; Ocampo 2016). Second, FDI inflows give rise to future payment commitments on the factor services portion of the current account, which Kregel (2004) has shown can destabilize international financial relations.

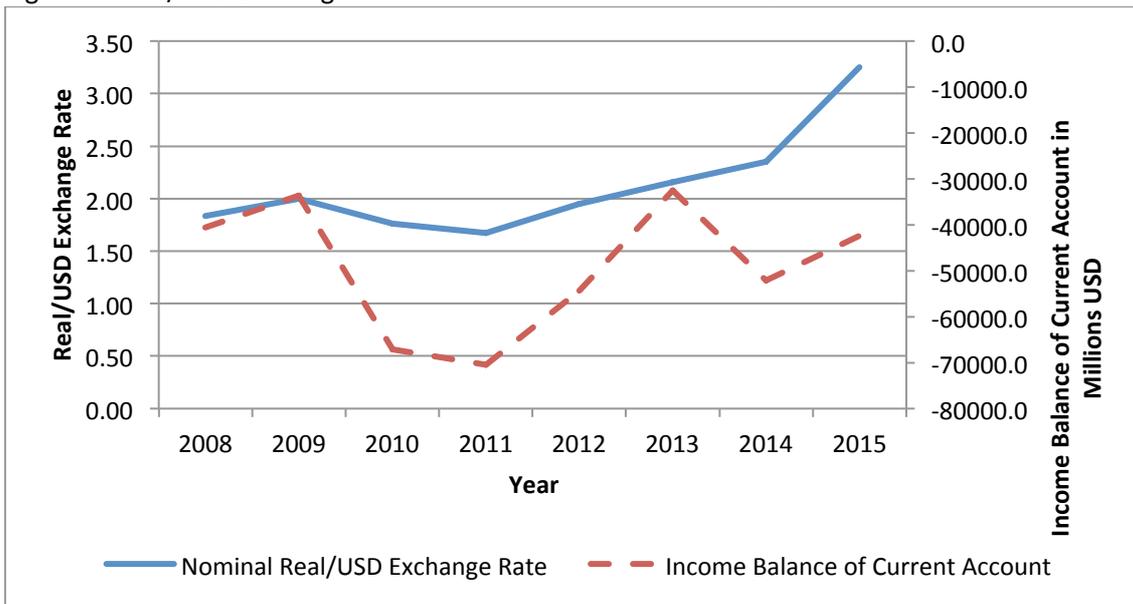
Figure 2: Balance on Goods and Services



Source: ECLAC

Once the commodities boom ended and the exchange rate appreciated, Brazil opened up a persistent deficit on the balance of goods and services by Q4 2009, as Figure 2 shows.

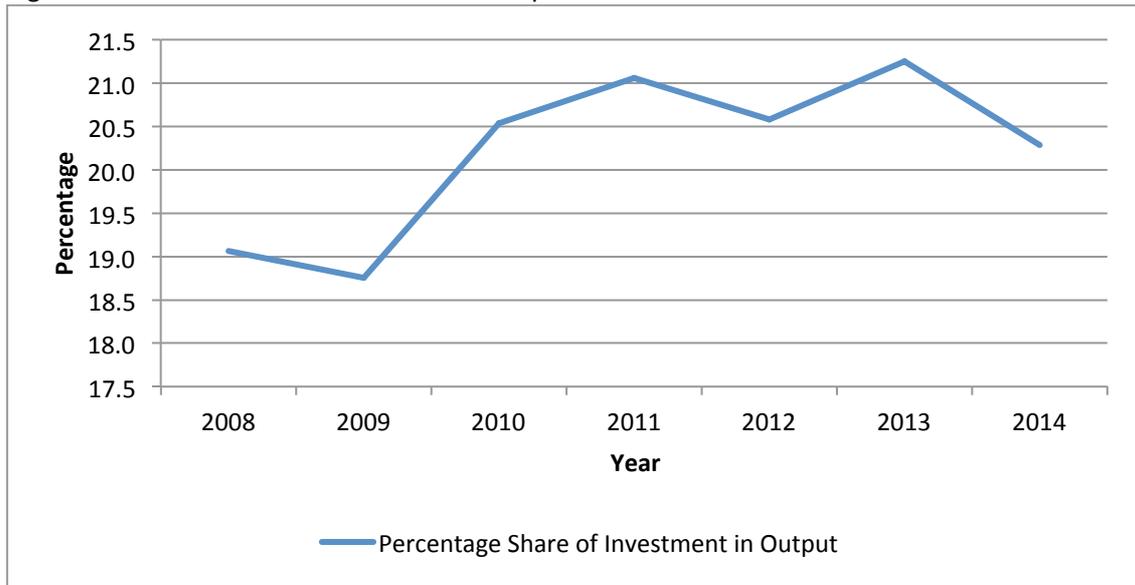
Figure 3: Real/USD Exchange Rate and Current Account Income Balance



Source: ECLAC

In addition, as Figure 3 spotlights, she began sizably increasing the existing deficit on the income balances portion of the current account, since the appreciating exchange rate allowed foreign enterprises to repatriate interest and profit income at more favorable ratios. Importantly, this latter feature had the structural impact of encouraging financial investment at the expense of net capital formation, which allowed an increasingly financialized development process to emerge (Cypher 2015).

Figure 4: Annual Share of Investment in Output

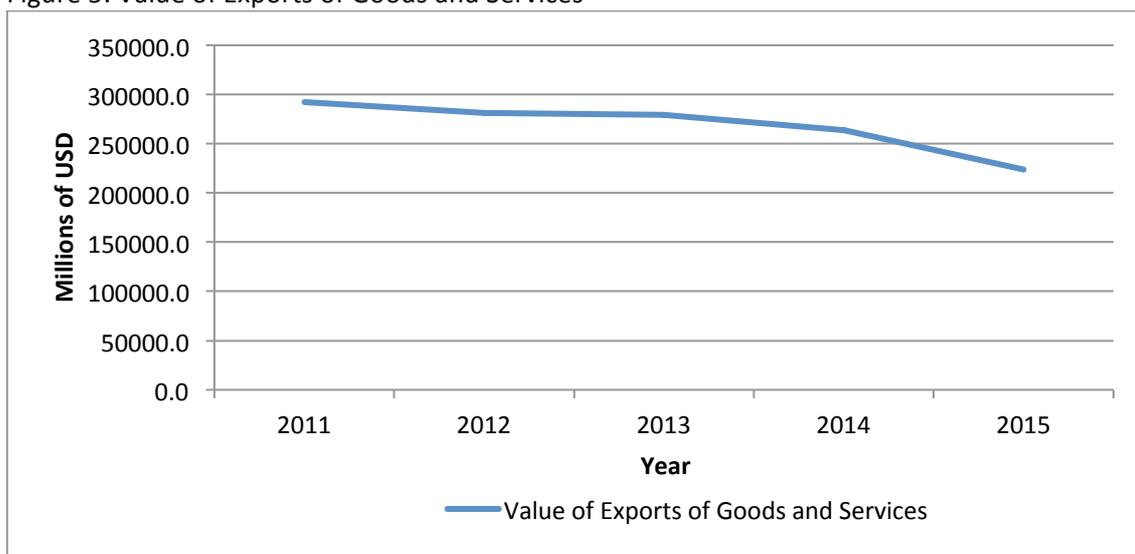


Source: ECLAC

In the meantime, as Figure 4 shows, throughout these external developments the growth of the share of investment in output remained sluggish, for two reasons. First, despite interest rates falling slightly until the middle of 2013, they were nonetheless still extremely high and within historical dispersion bands, meaning they were impotent to initiate any meaningful change in the rate of capital formation. Second, the previously mentioned sharp acceleration of FDI was really foreigners purchasing *existing* Brazilian enterprises, which simply transferred ownership rather than represent any net increase of capacity (Cypher 2015).

By the end of 2011, the result was an overvalued exchange rate, a growing current account deficit (that as a percent of GDP was in excess of the regional average), little expansion of sustainable domestic activity, and a development process increasingly centered on financialization. Needless to say, this left Brazil heavily dependent on the value of her goods and services exports.

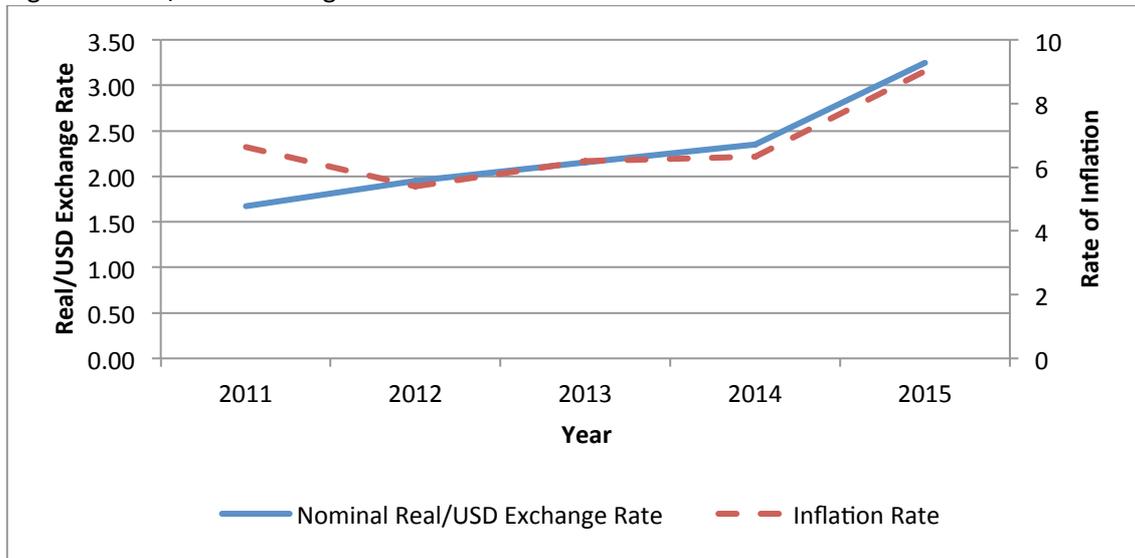
Figure 5: Value of Exports of Goods and Services



Source: ECLAC

However, as Figure 5 shows, this began to fall, dispossessing the export sector of any ability it might have had to close the current account deficit and produce external balance. Consequently, in 2012, officials finally decided to correct the overvalued exchange rate.

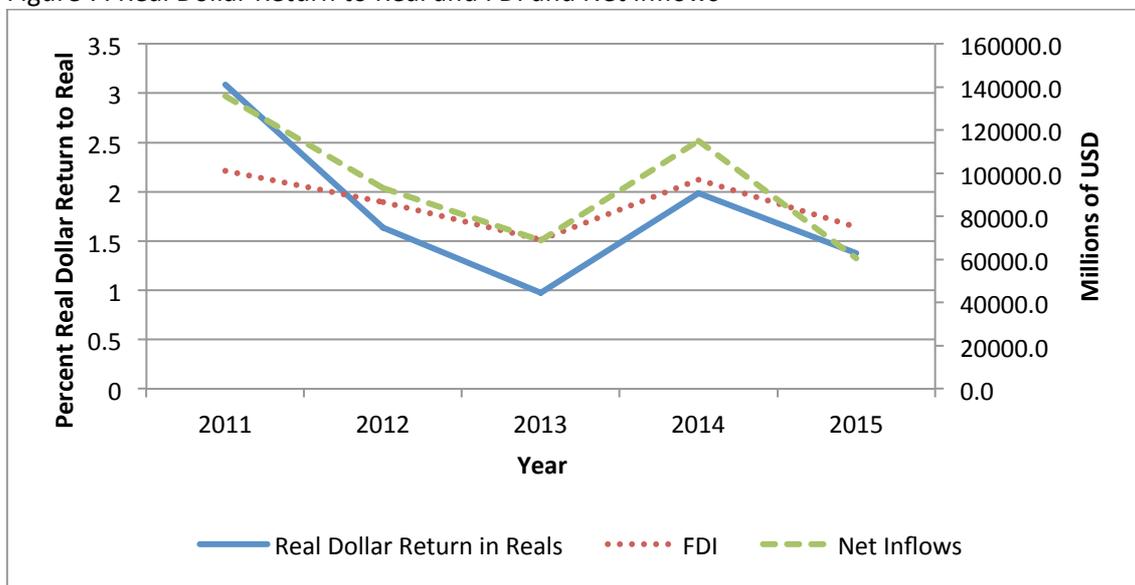
Figure 6: Real/USD Exchange Rate and Rate of Inflation



Source: ECLAC

Unfortunately, this was counterproductive. While depreciation did eventually decrease Brazil's import growth, it also accelerated inflation, as Figure 6 shows. Thus, in addition to structural bottlenecks from an historically poor domestic investment growth record (which were not disappearing because of high interest rates), a second inflationary mechanism was now introduced.

Figure 7: Real Dollar Return to Real and FDI and Net Inflows

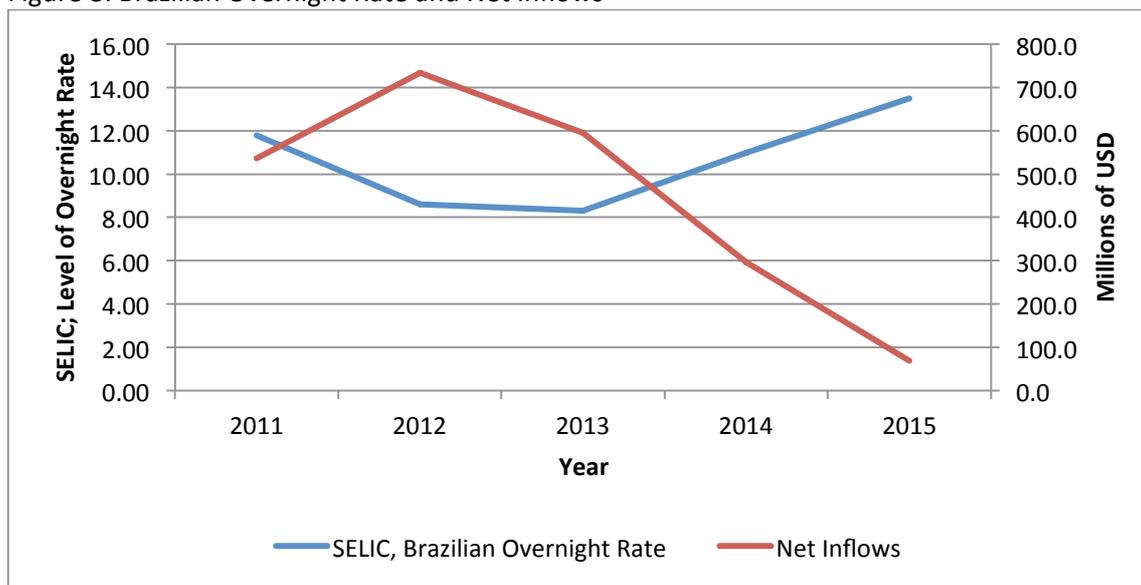


Source: ECLAC and Author's Calculations from ECLAC Data

As Figure 7 highlights, this led to the continual erosion of the real dollar value of investing in the real, which made the rate of FDI inflows (and net inflows) slow and the direction ultimately reverse. This added a new dimension to the depreciation strategy since

foreign investors now selling the real placed additional downward pressure on the currency, which reinforced inflation.

Figure 8: Brazilian Overnight Rate and Net Inflows



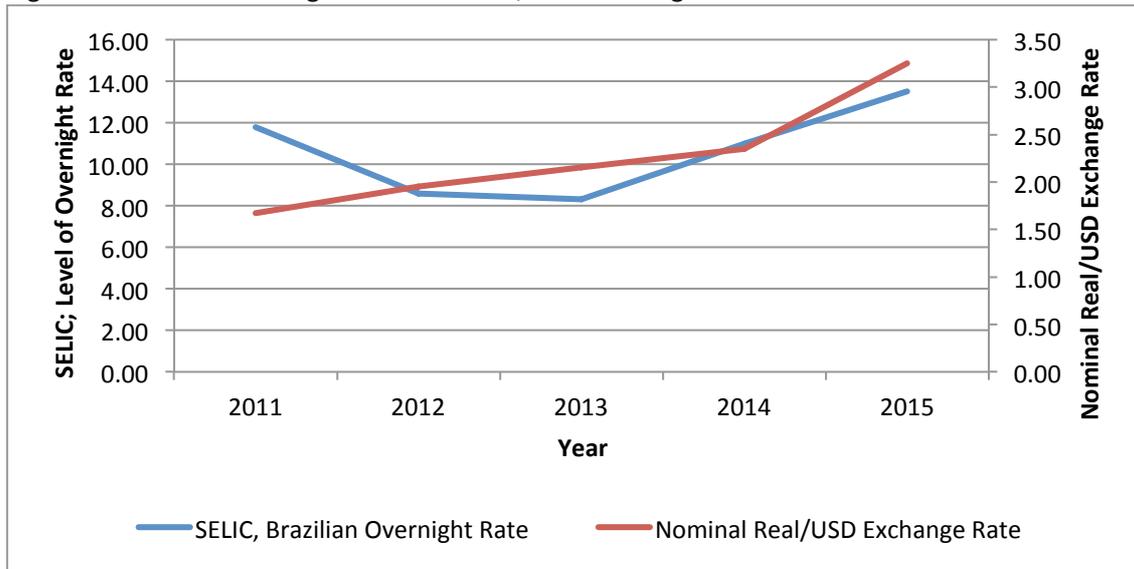
Source: ECLAC

Since the central bank’s policy framework was inflation targeting, it reacted to this by aggressively raising interest rates in 2013, as shown by Figure 8 (Cypher 2015). This did two things. First, through its inclusion on the National Monetary Council, it guaranteed that the central bank’s preference for ‘market-based’ adjustment measures, rather than capital controls, to solve what were capital flow-induced imbalances would lock Brazil into a vicious circle of high interest rates, high inflation, and capital flow reversals where a financial macroeconomic crisis was inevitable.<sup>5</sup> Second, it demonstrated its neglect for remembering one of the many items the IMF bumbled during the EAFC in that changing interest rates during eras of fragility has significant impacts on existing enterprises’ costs, balance sheets, and future financing abilities (Kregel 1998). To be sure, what ended up happening is that, with interest as a cost, raising rates only heightened inflation (Figure 8), which further pushed down the real dollar value of investing in the real and caused additional FDI and net inflow reversals (Figure 7), which again depreciated the exchange rate and raised inflation (Figure 6), which the central bank resolutely met with higher rates (Figure 8) (Weisbrot et al 2016).

When recession was officially declared in mid-2014, the situation went from bad to worse. Because the depreciating exchange rate could not compensate for the fact that interest rates were far too high to spur domestic-based investment in tradables, it became clear sufficient export growth to balance the persistent current account deficit would never occur (Cypher 2015). It was also at this time the policy intervention to depreciate the exchange rate officially ceased, meaning the currency’s continued fall was now solely the result of foreign investors selling off the real.

<sup>5</sup> The National Monetary Council is a body comprised of the Central Bank President, the Minister of Finance, and the Minister of Planning, Budget, and Management that must agree on all monetary and exchange rate policies.

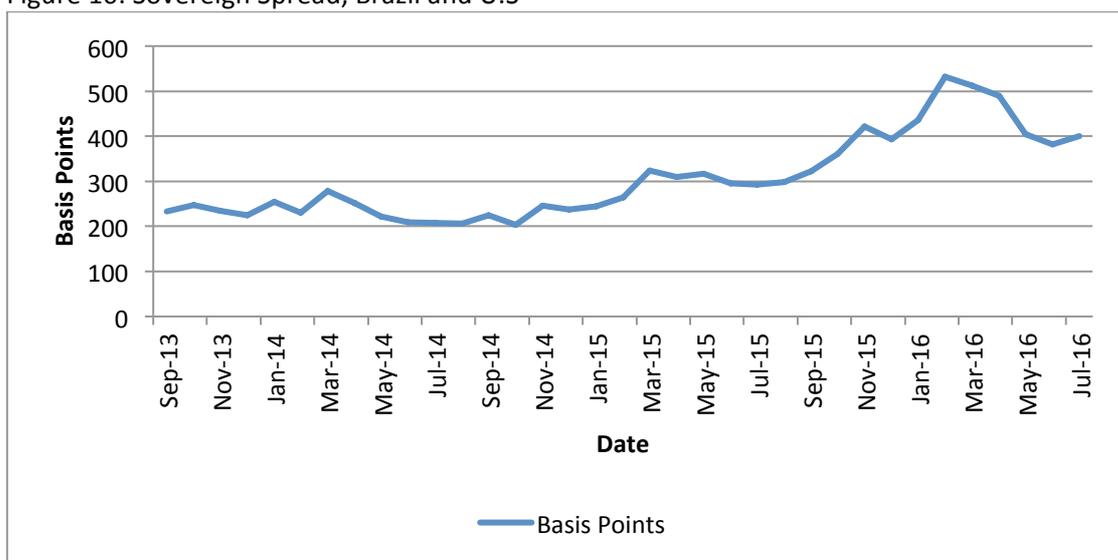
Figure 9: Brazilian Overnight Rate and Real/USD Exchange Rate



Source: ECLAC

As Figure 9 shows, when QE ended later that year, portfolio debt and equity flows (which had modestly returned temporarily following the initial interest rate hikes in 2013) joined the FDI reversal, which caused net inflows to tumble further and, when combined with Brazil's perpetually negative income balances portion of the current account, resulted in a plummeting rate of net resource transfers. Hence, leaving Lava Jato to the side (which certainly added complexities and made the situation more dire), Brazil was ripe for a full-fledged crisis: a depreciating exchange rate; unbroken inflationary bottlenecks; interest rates far too high to induce domestically-based investment in either domestic or tradable production, were complicating enterprises' refinancing possibilities, and were building a fiscal deficit through rising interest payments; rapidly reversing capital flows; a political economy that cast financialization as a legitimate, sustainable structural transformation; and, incredulously, the survival of the *original macroeconomic imbalances* that spawned each erroneous policy decision along the way.

Figure 10: Sovereign Spread, Brazil and U.S



Source: IPEADData.gov

The spark that lit the conflagration was a foolhardy S&P credit rating downgrade in September 2015, brought about by worries surrounding the fiscal situation.<sup>6</sup> As Figure 10 shows, this had the effect of skyrocketing the sovereign spread between Brazilian and U.S. bonds. Since Brazilian debt was no longer investment grade, this meant money managers around the world were forced to close their Brazilian positions, which accelerated net inflow reversals, depreciated the real, and caused higher inflation. In keeping with its past history, the central bank revealed that it forgot a second lesson from the EAFC (and a central tenet of Chapter 17 of Keynes' *General Theory*) involving the fact that sometimes there is no level the interest rate can be pushed to that will acquiesce the liquidity demands of foreign investors (Kregel 1998). To be sure, it attempted to reverse course by again raising interest rates, which, expectedly, failed miserably because it only sharpened inflation, lowered the real dollar value of investing in the real, eliminated refinancing possibilities, and increased the fiscal deficit by boosting interest payments (Weisbrot et al 2016). When a second downgrade happened in February 2016 (for the same fiscal-related reason), Brazil was engulfed.

#### **4. The Macroeconomic Flaws in the 'New' Institutional View Exposed by Brazil**

At this point, the connection between the 'New' Institutional View and Brazil's experiences can be established to spotlight the Fund's contemporary proclivity for financial instability. Recall that in its 'New' framework, a nation is to eliminate whatever capital flow-induced imbalance(s) plague it through appropriate 'market-based' adjustments(s) before implementing capital controls. However, this is *exactly what Brazil did*, which only created additional imbalances and a financial macroeconomic crisis. There are five such imbalances and adjustment series, each of which discredits the IMF's 'New' Institutional View.

The first was the 2009 FDI surge that overvalued the real. As shown, this led to an initial external imbalance by opening up a persistent deficit on goods and services while increasing the deficit on the income balances portion of the current account. Consistent with the Fund's preference to undertake 'market-based' adjustment measures rather than implement capital controls, Brazil sought to correct the overvaluation and indirectly close this gap by (eventually) controlling a depreciation, rather than directly limit FDI.

This strategy failed, and led to the second and third imbalances in 2012, the former of which was increased inflation resulting from the depreciation strategy while the latter involved net inflow reversals once the real dollar value of investing in the real dwindled. However, consistent with the 'New' Institutional View, rather than implement controls, the central bank attempted to regain general equilibrium both times by raising rates, believing market-based adjustment would restore domestic price and currency stability.

It is at this point, if not already, that the Fund's 'New' Institutional View became entirely invalidated *and* it was made apparent that the Brazilian central bank was oblivious to the fact that monetary and exchange rate policy are inherently interrelated in inflation targeting frameworks in developing economies with open capital accounts. Indeed, when the central bank raised rates to lower inflation (to solve the second imbalance stemming from depreciation), believing the imposition of domestic price stability would incentivize international investors to return to Brazil (which would solve the third imbalance of net inflow reversals), its neoliberal ideology locked the economy into a vicious circle: the higher rates raised enterprises' costs, which tacked on to the already existing depreciation-related inflation,

---

<sup>6</sup> The S&P's actions were foolhardy because the Brazilian government is the monopoly issuer of the real and, as such, has no financial constraint on the quantity of reals it can create. Thus, despite the fact that its economic conditions were deteriorating, when S&P and later Moody's cited Brazil's fiscal environment as the reason behind the downgrade, it became clear these ratings businesses do not understand how monetarily sovereign economies operate.

which further tapered the real dollar value of investing in the real, and, contrary to its design, led to additional net inflow reversals. This then, once again, strengthened depreciation and inflation pressures, which of course led to higher rates. Hence, instead of fixing the imbalances, the central bank did the exact opposite. Yet, at the same time, these actions were completely in line with the 'New' Institutional View since authorities spurned capital controls in favor of 'market-based' adjustment measures, with the result being that Brazil locked herself into prolonged collapse.

Next came the fourth imbalance, which involved how the central bank's decision to raise rates built a fiscal deficit into the budget by increasing interest payments. In turn, this caused the S&P downgrade to occur, which served as the spark to ignite the actual crisis. Despite the fact that the fault for this imbalance lay with the central bank, the federal government, in an era of inflation, tried to adjust by cutting expenditures (austerity) (Cypher 2015). This backfired, and guaranteed stagflation: the drop in expenditure took away from already lowering national income while inflation survived owing to the high interest rates a) preventing private investment from overcoming structural bottlenecks and b) by inflation-high interest rates creating further declines in the real dollar return to investing in the real with consequent depreciation. Now, even though austerity was an entirely inappropriate response, it was nonetheless consistent with the 'New' Institutional View- it tried to solve an imbalance in a way that would, in theory, avoid price distortions (which allegedly misallocate resources) by elevating market forces.

Fifth and finally, the last imbalance came after the S&P downgrade led to portfolio and FDI flight. Predictably, rather than stem the outflows by using controls, the central bank countered by raising rates- another attempt at 'market-based' adjustment. However, this made matters worse since it intensified inflation, further dropped the real dollar value of investing in the real, destroyed refinancing relations, widened the fiscal deficit (increasing the fourth imbalance), and led to another downgrade. Hence, while following the 'New' Institutional View to the letter, it was yet another fatal decision Brazil made.

What this adds up to is that in five separate instances, Brazil pursued an adjustment sequence consistent with the 'New' Institutional View. However, in all five instances, the pertinent issue failed to be corrected, the imbalances themselves were made larger, and new, separate imbalances were created in the process. In the meanwhile, the original problem of a trade deficit brought on by FDI surges that appreciated the currency stayed in place. In some instances- notably Cases 3 and 5 (raising rates to stem/reverse capital outflows)- Brazil implemented the *exact* policy the IMF recommends in such a situation, yet it still did not work. Thus, this makes it plain that a) Brazil is a good case study proxy for the 'New' Institutional View, b) the 'New' Institutional View will not create the conditions for a financially sustainable macroeconomic development process, and c) the 'New' Institutional View does not mark a significant break with the Fund's neoliberal past.

## **5. Conclusions on the 'New' Institutional View from Brazil**

Despite being blindsided by the rapid transmission of the GFC to the developing world through capital flows, the IMF reacted quickly to this by building upon earlier revisions it had made to its platform after the EAFC that had previously lay dormant. This resulted in its 'New' Institutional View approach to capital flow governance, which was well received across-the-board because it 'finally' provided developing economies with a set of guidelines for when and where capital controls are deemed appropriate. However, as shown, Brazil's recent history is an important case study for judging this framework's potential success. This is because her leaders, without being required to adhere to the Fund's recommendations, nonetheless followed a set of policies wholly consistent with the 'New' View- and ended in calamity. To be

sure, Brazilian authorities, especially at the central bank, repeatedly pursued 'market-based' adjustment mechanisms to solve capital flow-induced imbalances rather than use capital controls- *just as the Fund currently recommends*- regardless of whether it involved a depreciation to correct an overvalued currency and current account deficit brought on by FDI (first imbalance), raising interest rates to stem inflation from depreciation (second imbalance), raising rates to reverse capital outflows (third and fifth imbalances), or cutting fiscal expenditure to close budgetary gaps (fourth imbalance). Yet, in every single scenario, the result was counterproductive: the imbalance remained and was enlarged while the economy also had additional obstacles to now overcome. Thus, despite revising its directives in the wake of the GFC, the case of Brazil makes it evident that the Fund's new policy stance is no more effective than its predecessors since it has shown that it nonetheless remains a recipe for producing and amplifying financial macroeconomic fragility.

At the same time, these events uphold some previously established lessons regarding international financial stability and development. First, they reveal how individual and macroeconomic risks are accumulated by not initially dealing directly with capital flows. Second, they show how such risks can transform stable financial arrangements into unstable ones through the types of endogenous evolutionary processes that Minsky, Kregel, and Frenkel made famous. Third, they demonstrate that attempts to rectify capital flow-induced macroeconomic imbalances primarily through 'market-based' adjustment mechanisms can introduce and amplify a whole host of destabilizing forces within a capitalist economy that, once brought into existence, cannot be undone because of path dependence. Hence, contrary to the IMF's 'New' Institutional View, this means that a) capital controls are much more applicable as a first-best, primary, permanent measure for taming financial instability and promoting development than they are as a last recourse and b) market-based solutions to capital-flow induced imbalances are not to be encouraged since they will tend to make matters worse. The sooner the IMF recognizes this, the better off will be its intellectual footing and capabilities for serving the developing world's needs.

## References

- Cypher, J. M. (2015), "Emerging contradictions of Brazil's neo-developmentalism: precarious growth, redistribution, and deindustrialization", *Journal of Economic Issues*, 49 (3), p. 617-648.
- Epstein, Gerald. (2005), "Alternatives to inflation targeting monetary policy for stable and egalitarian growth: a brief research summary", Conference paper presented at WIDER thinking ahead: the future of development economics, Helsinki, Finland.
- Ffrench-Davis, R. and R. Heresi. (2016), "The Chilean economy since the global crisis." In Damill, M., M. Rapetti, and G. Rozenwurcel (ed.), *Macroeconomics and development: Roberto Frenkel and the economics of Latin America*. New York: Columbia University Press, p. 111-133.
- Gallagher, K.P. (2011), "Regaining control: capital controls and the global financial crisis", Political Economy Research Institute Working Paper No. 250, University of Massachusetts-Amherst.
- Gallagher, K. P., S. Griffith-Jones, and J.A. Ocampo. (2011), "Capital account regulations for stability and development: a new approach." *Issues in Brief*, Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future.
- Grabel, I. (2011), "Not your grandfather's IMF: global crisis, 'productive incoherence', and developmental policy space", *Cambridge Journal of Economics*, 35( 5), p. 805-830.

- Grabel, I. (2013), "The rebranding of capital controls in an era of productive incoherence", Political Economy Research Institute Working Paper No. 318, April.
- IMF. (2012), "The liberalization and management of capital flows: an institutional view", International Monetary Fund.
- Kregel, J. (1998), "East Asia is not Mexico: the difference between balance of payments crisis and debt deflations", In K.S., Jomo (ed.), *Tigers in trouble: financial governance, liberalization, and crisis in East Asia*. London: Zed, p. 44-62.
- Kregel, J.. (2004), "External financing for development and international financial instability", G-24 Discussion Paper Series, UNCTAD, No. 32, October.
- Mishkin, F.S. (2004), "Can inflation targeting work in emerging market countries?", NBER Working Paper No. 10646, July.
- Ocampo, J.A. (2016), "Balance of payments dominance: implications for macroeconomic policy", In Damill, M., M. Rapetti, and G. Rozenwurcel (ed.), *Macroeconomics and development: Roberto Frenkel and the economics of Latin America*. New York: Columbia University Press, p. 211-228.
- Ocampo, J.A., J. Kregel, and S. Griffith-Jones. (2007), *International Finance and Development*. (ed.) New York: Zed.
- Ostry, J., A. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. Qureshi, D. Reinhart. (2010), "Capital inflows: the role of controls", IMF Staff Position Note No. 4.
- Prasad, E., K. Rogoff, S. J. Wei and M.A. Kose. (2003), "Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence", International Monetary Fund Occasional Paper No. 220.
- Rafferty, D.T. (2017), "Analyzing the IMF's 'new' institutional view for regulating international capital flows using Minsky and Kregel: do they finally get it?" Paper presented at the Annual Allied Social Science Association, Chicago, IL, Jan 6-8.
- Weisbrot, M., J. Johnston, and J. Villarruel Carrillo. (2016), "Brazil's enormous interest rate tax: can Brazilians afford it?" Center for Economic and Policy Research, December.
- Wray, L.R. (2008), "The commodities market bubble: money manager capitalism and the financialization of commodities", Public Policy Brief, No. 96, Annandale-on-Hudson, NY, The Levy Economics Institute of Bard College.

## Sobre fadas e confiança: Um ano de governo Macri

Alexandre Jerônimo de Freitas<sup>102</sup>

Marcelo Fernandes<sup>103</sup>

### Resumo

O objetivo deste artigo é fazer uma análise da economia argentina no primeiro ano do governo Macri. Mostraremos que a propalada busca pela confiança, através medidas que reduzem o papel do setor público não alcançaram resultados favoráveis como previram as autoridades econômicas.

**Palavras-Chave:** Argentina, Confiança, Governo Macri

### Abstract

The purpose of this article is to make an analysis of the Argentine economy in the first year of the Macri government. We will show that the much publicized quest for confidence, through measures that reduce the role of the public sector, did not achieve favorable results as predicted by the economic authorities.

**Keywords:** Argentina, Confidence, Macri Government

**JEL Classification:** E12; E22; E63

### 1. Introdução

A estratégia econômica que ajudou na vitória de Mauricio Macri à presidência da Argentina realçava uma necessidade de um “choque de confiança” para lograr taxas mais elevadas de crescimento. Nessa visão o Estado perderia o protagonismo em prol do crescimento dos investimentos do setor privado. Esse investimento seria financiado pela entrada de dólares na economia através de dois canais. Primeiramente, com o pagamento dos “Fundos Abutres”, o risco-país se reduziria e a Argentina voltaria aos mercados financeiros internacionais. Por outro lado, a maior confiança no governo, reduziria a preferência pela liquidez em moeda estrangeira do setor privado, estimulando o retorno dos dólares investidos no exterior.

Soma-se a isso, a adoção de uma política de perdão das dívidas de depósitos ilegais no exterior também contribuiria para o financiamento do Investimento. O crescimento do investimento pelo setor privado implicaria numa melhora da produtividade. Seria o início de um ciclo de crescimento sustentável, movido pela maior eficiência e competitividade da economia.

A estabilização monetária completaria o ambiente propício ao crescimento liderado pelo setor privado. A redução do papel do Estado na economia, com a diminuição nos gastos e emprego públicos, contribuiria para redução do déficit público e, por conseguinte, da emissão monetária, tida como a principal responsável pela inflação.

O objetivo deste artigo é analisar a economia argentina neste primeiro ano do governo Macri. Inicialmente, discutiremos brevemente a questão da confiança. Posteriormente,

---

<sup>102</sup> UFRRJ

<sup>103</sup> UFRRJ

analisaremos as primeiras medidas econômicas. Os resultados de sua estratégia econômica neste primeiro ano serão apresentados em seguida. Por fim, algumas considerações finais concluem a análise.

## 2. Confiança e Crescimento Econômico

*“Confidence is the cheapest form of stimulus”*

Larry Summers

A conjuntura econômica argentina às vésperas da eleição de 2015 era instável. Após experimentar um período de crescimento elevado inédito em sua história, a economia passou a conviver com taxas menores de crescimento e com uma inflação elevada e persistente. Para a equipe econômica de Macri a estagnação era resultado do excesso de intervenção do Estado na economia. Sua redução criaria um bom ambiente de negócios para que o setor empresarial voltasse a investir. Tratava-se de promover um “Choque de Confiança” na economia.

A ideia do “choque de confiança” foi bastante debatida nos últimos anos pelos economistas através do termo “contração fiscal expansionista”, em torno da qual discutia-se o papel da política fiscal e seus impactos no crescimento. Seus defensores afirmam que as medidas de austeridade fiscal embora afetassem negativamente a demanda devido à redução dos gastos do governo, contribuíram para aumentar a confiança da classe empresarial estimulando o investimento privado. Os impactos positivos sobre a confiança mais que compensariam os impactos negativos da política fiscal contracionista.<sup>104</sup>

Esta estratégia começaria pela restrição aos gastos públicos. Na medida em que o investimento público se retraísse, haveria menor competição pela poupança disponível elevando a oferta de recursos para o setor privado. A menor competição também reduziria as taxas de juros na economia, barateando os custos de financiamento com efeitos positivos sobre o investimento e o crescimento.

Outro impacto positivo para a construção da confiança é que a redução de gastos do governo reduziria a expectativa de necessidade futura de elevação dos impostos pelos agentes econômicos, o que estimularia as decisões de investimento. Além disso, a geração de superávits primários contribuiria para reduzir o tamanho da dívida pública, afastando qualquer suspeita do setor privado sobre a possibilidade de *default* do governo.

A sustentabilidade do novo ciclo de crescimento liderado pelo investimento privado estaria garantida pelos efeitos positivos sobre o nível de competitividade e produtividade da economia proveniente da maior participação dos investimentos privados na composição total dos investimentos na economia.

Nos termos de Krugman<sup>105</sup>, os encantos da “fada da confiança” são menos apreciados pelos economistas keynesianos e pelo próprio Keynes. No fim da década de 1920, em meio a grave crise econômica que assolava a Inglaterra, Keynes escreveu em conjunto com Hubert Henderson, em apoio à candidatura de Lloyd George para as eleições de 1929, um panfleto em que defendia um programa de obras públicas como forma de reduzir o desemprego (Keynes, 1978).

Porém, mais tarde na Teoria Geral, Keynes também reconheceu a possibilidade de uma política fiscal expansionista gerar um “*crowding-out* psicológico” que inibiria o *animal spirits* enfraquecendo as decisões de investimento na economia:

---

<sup>104</sup> Ver King et al. (2012).

<sup>105</sup> <http://www.nytimes.com/2010/07/02/opinion/02krugman.html>

*“Dada a psicologia confusa que frequentemente prevalece, o programa do Governo pode, através de seus efeitos sobre a “confiança”, aumentar a preferência pela liquidez ou diminuir a eficiência marginal do capital, o que também contribui para retardar outros investimentos se não houver medidas que o contrabalancem” (Keynes, 1936 [1996], p.138).*

Mas lembremos que Keynes acreditava que seria isso seria bastante improvável. No período da crise, o debate sobre a maior participação do Estado e o estado de confiança da classe empresarial cerceava a política econômica do novo governo trabalhista vencedor das eleições. Em sua crítica ao May Report, relatório emitido em julho de 1931 pela Comissão de Gastos Nacionais, Keynes defendia a ideia de que os impactos positivos que um programa de gasto público teria no emprego e na renda ofuscariam quaisquer impactos negativos sobre o estado de confiança da classe empresarial. (Considini; Duffy, 2016).

O investimento responderia então mais ao crescimento da demanda agregada do que ao estado de confiança da classe empresarial. A decisão de investir do empresário estaria relacionada à possibilidade de lucros futuros advindos do crescimento da demanda suficiente para absorver sua produção. A política econômica joga um papel decisivo na formação dessas expectativas.

Neste sentido, a despeito do impacto na confiança da classe empresarial, uma política fiscal contracionista afetaria negativamente a demanda agregada desestimulando novos investimentos do setor privado.

### **3. O “choque de confiança” do Governo Macri**

Para compreendermos melhor as medidas adotadas pelo governo a partir de 2016, faremos uma brevíssima descrição da conjuntura econômica argentina as vésperas da eleição presidencial de 2015.

Entre 2003-2011 a Argentina foi uma das economias que mais cresceram no mundo, muito acima de seus pares latino-americanos. Isto propiciou uma elevação no emprego, aumento da participação dos salários na renda com crescimento dos salários reais e redução dos níveis de desigualdade e dos índices de pobreza que haviam explodido quando da crise de 2001.

O crescimento da economia havia sido liderado por políticas voltadas ao mercado interno, que estimularam o consumo privado e os gastos públicos, incentivando o crescimento dos investimentos como um todo. Muitos analistas creditaram esta conjuntura a momento da economia internacional e ao crescimento das exportações. A economia argentina estaria se aproveitando do *“viento de cola”*. Porém as exportações foram o elemento menos dinâmico da demanda, crescendo 6,25% no acumulado entre 2003-2011. As exportações cumpriram um papel essencial não diretamente para o crescimento econômico, mas sim para a geração de divisas. O ponto negativo deste período foi o recrudescimento da inflação (Ver Gráfico 5). Ela teria sido alimentada pelo crescimento dos salários reais acima da produtividade entre 2003-2006, aliadas aos choques de custos de 2007/2008 e 2010. Além disso, o conflito distributivo se acentuou após 2010. (Amico, 2013).

Mas a partir de 2011 a economia argentina perde dinamismo e passa a enfrentar um período de baixo crescimento e estagnação dos salários junto com persistência da inflação. Para Amico (2013), uma mudança na política macroeconômica após a reeleição de Cristina Kirchner esfriou os mecanismos que sustentaram o crescimento no período anterior. Foram implementados aumentos graduais nos serviços públicos, foram limites para o crescimento de salários, restrições às importações e o controle cambial. A adoção de uma política fiscal mais restritiva, cujo objetivo era reduzir o déficit primário, estancou o consumo e investimento

públicos impactando de forma negativa o investimento privado, a manutenção do emprego e da massa salarial, reduzindo o consumo das famílias.

#### **4. Montagem e operação de sua economia**

Mauricio Macri assumiu a presidência em 10 de dezembro de 2015, com a promessa de uma grande virada na política macroeconômica do governo Kichner. O principal mote de sua campanha estaria na retomada da confiança dos investidores, considerado ponto crucial para retomada do crescimento. Com isso, o governo Macri pretendia provocar um choque de mercado de forma a reduzir paulatinamente a inflação, interromper a saída de dólares e estimular o investimento privado.

Assim, logo na primeira semana de governo, Macri cumprindo promessa de campanha, eliminou o chamado “*cepo cambial*”. Tratava-se de um conjunto de medidas adotadas pelo governo durante o segundo Governo da presidenta Cristina Kirchner (2011-2015) que visava reduzir o acesso ao mercado oficial de moeda estrangeira, se caracterizava por um rígido controle do câmbio sobre as importações e as remessas de rendas ao exterior (BCRA, 2016; Fanelli e Albrieu, 2015, p.7). Segundo o então ministro da Fazenda, Alfonso Prat-Gay “El que quiere comprar dólares los puede comprar, el que quiere vender, va a poder vender. Así funcionan las economías del mundo, nadie los va a perseguir” (Barreiro, 2016).

O fim do *cepo* veio acompanhado de uma maxidesvalorização do câmbio de 41,9%. Visando beneficiar ainda mais o setor exportador, o governo reduziu o imposto à exportação (“retenciones”) de soja de 35% para 30%, assim como para vários produtos agropecuários, industriais e minérios (Varesi, 2016, p.9). Com isso, somado à desvalorização cambial, as autoridades argentinas esperavam impulsionar as exportações, em particular do setor rural, algo que estava entre suas promessas de campanha.

Mais à frente, em janeiro de 2016, Macri reabriu o diálogo com os “fundos abutres” que há anos lutavam contra a Argentina nos tribunais em razão da moratória da dívida de 2002. Os fundos Elliot, Dart, AC Paster, Blue Angel NML Capital e Aurelius, que processavam a Argentina na justiça norte-americana, conseguiram em fevereiro de 2012 uma sentença favorável que mais tarde foi ratificada pela Câmara de Apelações dos EUA em 16 de junho (Kulfas, 2014).

Em março de 2016 o governo chegou a um acordo e, no mês seguinte, voltou a colocar no mercado financeiro internacional títulos do Tesouro Nacional e dos governos provinciais que garantiram a entrada de US\$ 16,5 bilhões a uma taxa média de 7, 2% (BCRA, 2016). A entrada de recursos foi fundamental para pagar os “fundos abutres”.

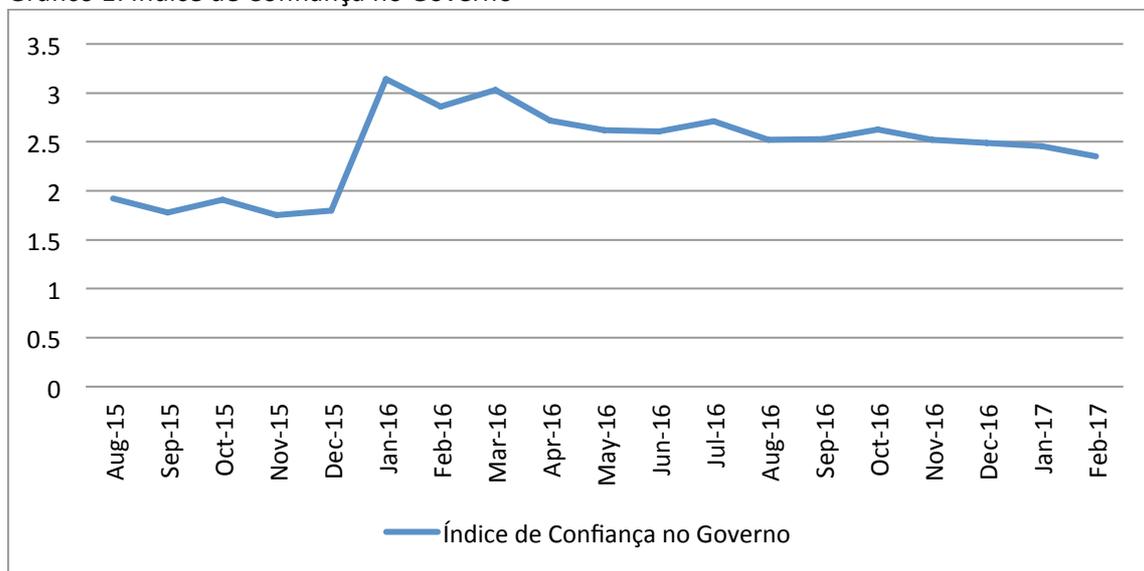
Em junho o governo aprovou um projeto de anistia fiscal para capitais não declarados de argentinos depositados no exterior (“blanqueo de capitales”). A medida visava repatriar fundos que estavam fora do país, que segundo o INDEC (2015b) estavam na ordem de US\$ 230 Bilhões. Ainda em junho, em um encontro com empresários espanhóis em Madri, Alfonso Prat-Gay, pediu desculpas “pelos últimos anos”, se referindo principalmente a estatização da petroleira YPF, em 2012 que desde 1999 era controlada pela espanhola Repsol (Yebra, 2016). O inédito pedido de desculpas institucional gerou constrangimento até entre os aliados do governo.

#### **5. Números e resultados**

Analisar o primeiro ano como um fracasso da estratégia econômica de um governo pode ser precipitado. Porém, no caso argentino, a análise se justifica pela estratégia adotada. O “choque de confiança”, como o próprio nome diz, seria uma tática de curto-prazo para iniciar um processo de crescimento de médio e longo prazo. Ao final de um ano é possível avaliar através dos resultados se o choque surtiu efeito.

Pelo Gráfico 1 percebe-se que, a despeito de uma eleição apertada, Macri inicia seu governo com um elevado nível de confiança (3,14), comparável apenas ao de Nestor Kirchner (3,26 em julho de 2003) e maior que o de Cristina Kirchner (2,75 em janeiro de 2012). Mesmo assim, ao longo de seu primeiro ano, a confiança no governo foi diminuindo consecutivamente chegando ao seu nível mais baixo em fevereiro de 2017<sup>106</sup>. A imagem positiva do presidente Macri caiu de 63,2% (janeiro de 2016) para 43% (fevereiro de 2017)<sup>107</sup>

Gráfico 1: Índice de Confiança no Governo<sup>108</sup>



Fonte: Escuela de Gobierno (Universidade Torcuato di Tella)

O desempenho econômico argentino contribuiu para esta queda na avaliação no governo. A economia encontra-se em queda desde que a equipe econômica de Macri assumiu, entrando em recessão a partir do 2º trimestre de 2016.

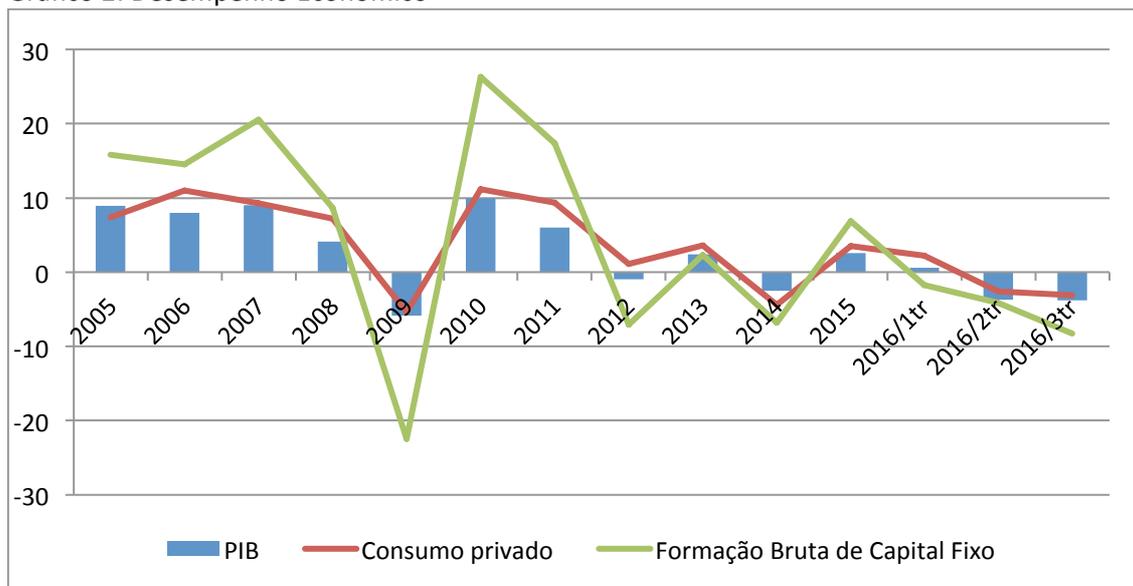
Significativo para a estratégia de crescimento de longo prazo é a queda consecutiva da formação bruta de capital fixo. As medidas econômicas adotadas logo no início do governo fracassaram em estimular novos investimentos. Ademais, as famílias reduziram muito o consumo privado devido às perdas com a inflação e com o aumento nos preços de vários serviços públicos.

<sup>106</sup> Em pesquisa feita em Fevereiro de 2017, 41% dos argentinos acreditam que a situação econômica irá piorar nos próximos meses. (<http://www.ambito.com/873872-el-41-de-los-argentinos-evalua-que-empeorara-la-situacion-economica-en-proximos-meses>)

<sup>107</sup> <http://www.ambito.com/875325-encuesta-la-imagen-de-macri-cae-mas-de-20-puntos-en-un-ano-de-639-a-43>

<sup>108</sup> O ICG reflete a opinião dos argentinos a partir da estimação de 5 dimensões: (1) avaliação geral do governo, (2) percepção sobre se se governa pensando no bem geral, (3) eficiência da administração do gasto público, (4) honestidade dos membros do governo e (5) capacidade dos membros do governo para resolver os problemas do País. (Universidad Torcuato di Tella)

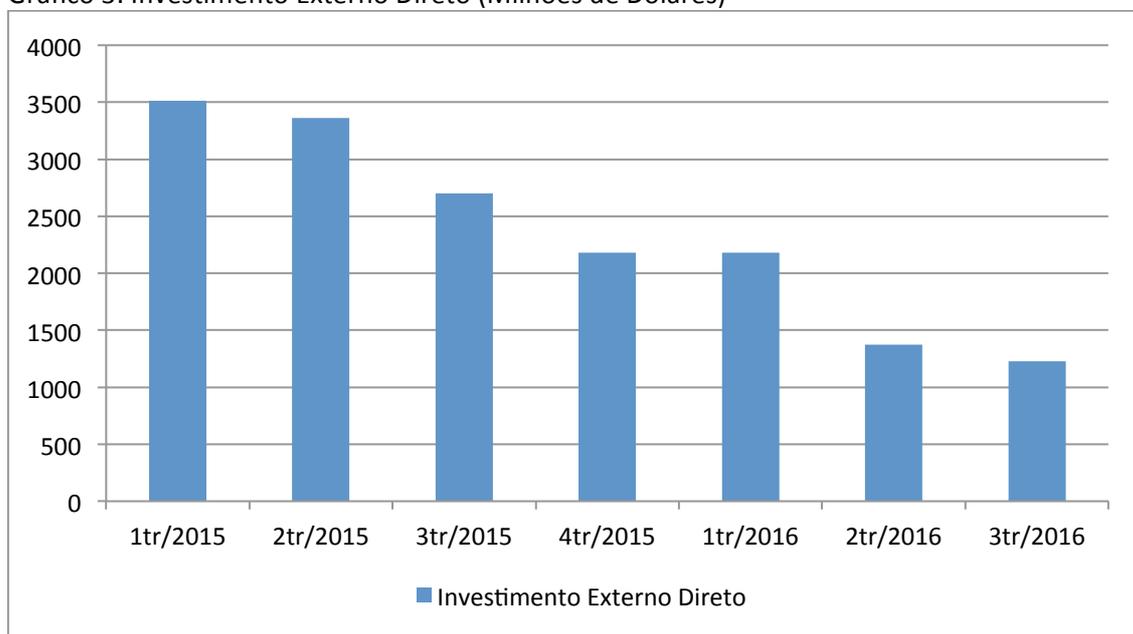
Gráfico 2: Desempenho Econômico



Fonte: INDEC. PIB (A Preços de 2004). Consumo e Formação Bruta de Capital Fixo (Variação em relação ao ano anterior)

Outro ponto no qual a prática se revelou distinta do plano econômico de Macri foi a entrada de dólares para o financiamento do investimento. O IED que havia se estabilizado no 1º trimestre de 2016 em comparação com o último de 2015, voltou a retomar a tendência de queda que apresentava durante 2015.

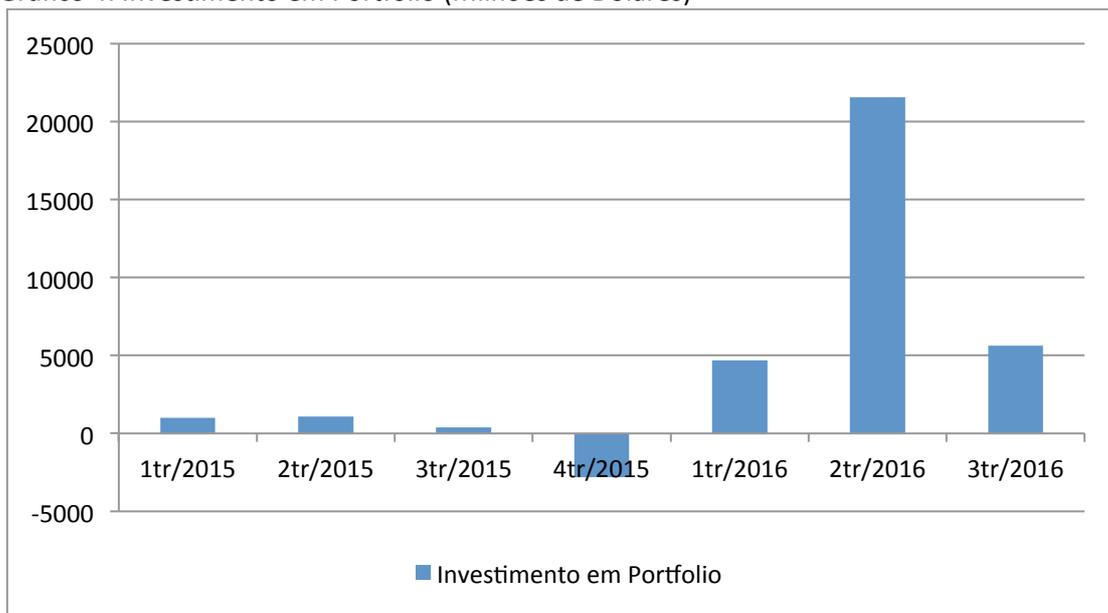
Gráfico 3: Investimento Externo Direto (Milhões de Dólares)



Fonte: INDEC

Por outro lado, os investimentos em portfólio, após estagnarem nos primeiros trimestres de 2015 e caírem às vésperas da eleição, obtiveram uma melhora em 2016. A liberalização do câmbio e a nova emissão de títulos no mercado internacional contribuíram para o resultado positivo. Mas, como visto acima, pouco foi o impacto sobre o investimento contrastando com os objetivos da equipe econômica.

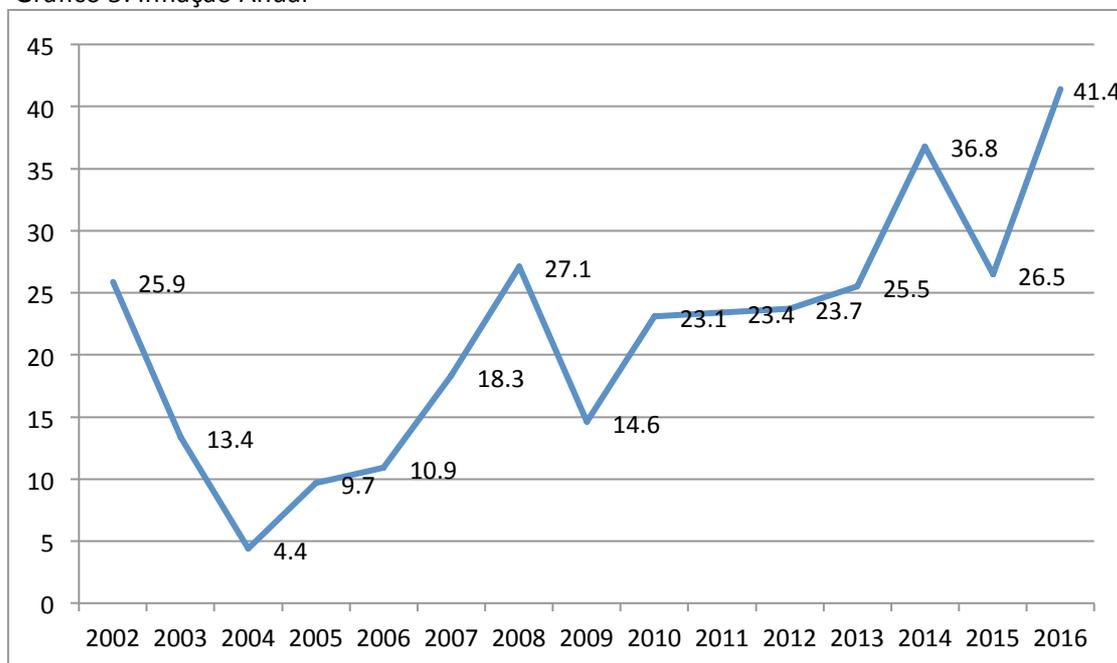
Gráfico 4: Investimento em Portfólio (Milhões de Dólares)



Fonte: INDEC

A inflação, uma das peças fundamentais para a construção de um “ambiente de negócio favorável”, segundo as autoridades argentinas, foi um dos piores resultados do governo Macri. O ritmo de crescimento nos preços de 2016 foi mais do que 50% maior do que o resultado de 2015. Os aumentos das tarifas públicas aliadas a maxidesvalorização elevaram o patamar inflacionário no país

Gráfico 5: Inflação Anual



Fonte: 2002-2006 (INDEC), 2007-2014 (Inflação Médias das Províncias), 2015-2016 (INDEC IPCBA)

## 6. Considerações Finais

Terminado o primeiro ano de seu mandato, o governo Macri enfrenta grandes dificuldades para resgatar o dinamismo da economia Argentina. A queda de seu ministro da fazenda no

primeiro ano reflete o descontentamento do presidente com a gestão da economia. Porém o problema talvez não esteja somente no manejo da economia, mas sim na estratégia adotada. Um crescimento puxado pelos investimentos necessita de uma política econômica mais voltada para o “*animal spirits*” do que para a “fada da confiança”.

## Referências

- Amico, F. (2013), “Crecimiento, distribución y restricción externa en Argentina”, *Circus, Revista Argentina de Economía*, n. 5.
- Barreiro, R. (2016), “Devaluación y fondos buitres, los hitos de un año de gestión Alfonso Prat-Gay”, *El País*, 26 de dezembro de 2016.
- BCRA - Banco Central de la República Argentina (2016), “Informe Monetario Mensual”, Outubro de 2016.
- Considine, J. e Duffy, D. (2016). “Keynes and the confidence fairies” *Cambridge Journal of Economics*, n. 40, 309–325.
- Clarín (2016), *Carrió le pegó duro a Prat-Gay por pedirles perdón a los empresarios españoles*, 1º de junho de 2016.
- INDEC (2015a), *Cuentas Nacionales: Series trimestrales de Oferta y Demanda Globales (2004-2016)*.
- INDEC (2015b), *Estimación de la Posición de Inversión Internacional (Años 1991-2015)*.
- Keynes, J. M. (1929 [1978]), Can Lloyd George Do It Again? In E. Johnson e D. Moggridge (eds.): *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Royal Economic Society.
- Keynes, J. M. (1936 [1996]), *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Editora Nova Cultural.
- King, L., Kitson, M., Konzelmann, S. e Wilkinson, F. (2012), “Making the same mistake again — or is this time different?” *Cambridge Journal of Economics*, 26, p.1–15.
- Kulfas, M. (2014), “La economía argentina, entre la «década ganada» y los «fondos buitres»”, *Revista Nueva Sociedad*, n.254, p.4-16.
- Varesi, G. A. (2016), “Tiempos de restauración. Balance y caracterización del gobierno de Macri en sus primeros meses”, *Revista Realidad Económica*, n.302, p.6-34.
- Yebra, M. R. (2016) “Prat-Gay pidió ‘perdón’ a los inversores españoles por los ‘abusos’ del kirchnerismo”, *La Nación*, 30 de maio de 2016.