

Fuga de capitais: questões políticas e mensuração*

Rudiger Dornbusch**

A fuga de capitais tem-se tornado um problema maior de política em toda a América Latina, incluindo também o Brasil. O artigo apresenta uma revisão das questões metodológicas na estimativa da fuga de capital e fornece dados atualizados até 1986. Além de estabelecer o tamanho da fuga de capital, o artigo descreve dois episódios históricos (Argentina em 1978-81 e México em 1979-82), quando ocorreram maciças fugas de capital. A parte analítica modela a motivação para fuga de capital e discute opções para sua redução, especialmente taxas de câmbio duais e dolarização.

1. Introdução; 2. Motivos, veículos e medidas de fuga de capital; 3. A experiência dos países com fuga de capital; 4. Os custos da fuga de capital; 5. Opções políticas e problemas; 6. Conclusão: o retorno do capital em fuga.

1. Introdução

Até o início da década de 70, a fuga de capitais da América Latina era esporádica e estava associada à instabilidade em um país ou outro. Já o fato marcante da década passada foi uma fuga de capitais de amplitude continental, em tão grande escala que se tornou uma fonte principal de instabilidade macroeconômica e acúmulo de dívidas. A tabela 1 mostra uma estimativa da fuga de capitais na América Latina, feita pelo FMI, onde aquela excede a 100 bilhões de dólares, ou cerca de US\$ 265 *per capita*. Mesmo esse número pode ser uma subestimativa da fuga real de capital. Defende-se, frequentemente, o retorno desse capital como sendo um elemento central na solução dos problemas da dívida externa para os dois lados, governos devedores e governos credores.

Tabela 1
Fuga de capitais: 1975-85
(acumulado, US\$ bilhões)

África	28,5
Ásia	18,3
Europa	24,0
Oriente Médio não-produtor de petróleo	6,2
Hemisfério ocidental	106,6

Fonte: Deppler & Williamson (1987).

*Estudo preparado para o Banco Interamericano de Desenvolvimento.

** Professor no Massachusetts Institute of Technology (MIT).

Este trabalho é composto de três partes. Examinaremos, inicialmente, os motivos para a fuga de capital. Daí, prosseguiremos para as questões relacionadas aos veículos que permitem as fugas de capitais e à mensuração destas. As seções subseqüentes discutem a evidência empírica da fuga de capitais, os custos econômicos da fuga de capitais e possíveis soluções para esse problema.

2. Motivos, veículos e medidas de fuga de capital

Quando é transferido capital de Tóquio para Nova Iorque, diz-se que houve um fluxo de capitais ou um investimento em títulos; quando há transferência de capital da cidade do México ou de Buenos Aires para Miami, diz-se que houve fuga de capitais, embora os dois tipos de investimento externo tenham sido induzidos por motivo de lucro. Torna-se imediatamente claro que questões relacionadas com definições serão importantes de modo que se possa identificar o que significa, precisamente, fuga de capitais: como o provérbio do elefante, é difícil definir, porém completamente óbvio quando se vê um exemplo concreto. Uma boa definição operacional é apresentada por Depper e Williamson (1987):

“A fuga de capital pode ser definida como a aquisição ou retenção de um direito sobre não-residentes, que é motivado pela preocupação dos detentores do capital com relação a possíveis perdas de valores dos seus ativos, se esses direitos continuassem a ser mantidos sobre residentes.”

Esta definição leva a uma discussão sobre que tipos de eventos poderiam produzir essas perdas de valor e, por conseguinte, constituir motivos para a fuga de capitais.

2.1 Motivos

Nesta subseção iremos rever os quatro principais motivos para a fuga de capitais: mudanças acentuadas esperadas na taxa de câmbio, risco político, repressão financeira e pagamento de impostos.

2.1.1 Desvalorização esperada

O motivo principal para a fuga de capitais é o desejo de explorar as oportunidades de ganhos com o câmbio de moedas. Quando as taxas de câmbio estão ostensivamente supervalorizadas, torna-se cada vez mais claro que haverá uma desvalorização. Um portador de títulos que troca seus títulos denominados em pesos por títulos denominados em dólares, a tempo, pode-se assegurar de ganhos de capital. Quanto maior a depreciação esperada, maior será o ganho de capital que pode ser antecipado. Por exemplo, com uma depreciação nominal de 30% em três meses, um câmbio para dólares e outro de volta para pesos, feitos a tempo, produziriam uma taxa anual de retorno de 186%. Esse retorno freqüentemente será elevado com relação à taxa de juros que pode ser obtida com ativos domésticos. Como resultado, os portadores de ativos trocarão ativos domésticos por ativos externos.

Discutiremos mais à frente a razão para a ocorrência de uma supervalorização da taxa de câmbio. A principal causa é uma política que busque estabilizar pressões inflacionárias, reduzindo a taxa de desvalorização, desse modo, gradualmente, acumulando valorizações reais insustentáveis. Mas há também exemplos de choques externos que tornam insustentável uma dada taxa real de câmbio. Por exemplo, os termos de troca de um país poderiam piorar, ou poderia se tornar impossível a rolagem da dívida externa de um país, ou o pagamento dos juros a partir de novos empréstimos para o país. De um modo ou de outro, o mercado percebe que a taxa de câmbio não pode permanecer no nível em que se encontrava, e, portanto, os ativos fluem para o exterior, para tirar proveito de prováveis ganhos de capital. Examinaremos a seguir a experiência mexicana de 1982, que é um exemplo de episódios de sobrevalorização do tipo encontrado em manuais, como um estudo de caso. Na realidade, 1988 pode tornar-se ainda outro exemplo para manuais. Toda vez que a taxa real de câmbio é valorizada significativamente, há uma saída de capital substancial.

2.1.2 Política

A segunda razão para a fuga de capitais é política. Mudanças de regime, particularmente quando envolvem uma mudança abrupta na orientação econômica em direção à esquerda, conduzem à fuga de capitais.¹ A razão é que os portadores de ativos receiam impostos, tributações ou expropriações. Para se prevenir contra perdas, eles tiram pelo menos parte dos seus ativos do alcance do governo suspeito.

Essa fuga de capitais por motivos políticos não é problema somente dos países em desenvolvimento. De fato, a história da França está repleta desses fatos. Antes da estabilização de Poincaré, em 1926, houve uma fuga maciça de capitais por receio de impostos sobre a riqueza. Novamente, em 1980 e em 1988, a fuga de capitais da França foi significativa. Na América Latina, a fuga maciça de capitais está associada ao advento de governos populistas ou à mudança do governo em direção ao populismo. O México de Lopez Portillo, o Peru, com Garcia, os peronistas na Argentina e o Chile de Allende são exemplos. No entanto, a fuga de capitais pode ter início antes mesmo da formação do governo populista. Um caso em questão é a significativa fuga de capitais do Brasil, que teve início em 1986/87, antecipando uma mudança na política do País em direção à esquerda.

Embora, a princípio, os motivos políticos e cambiais para a fuga de capitais possam ser separados, na realidade eles tendem a ocorrer juntos. Os governos populistas tendem a sobrevalorizar a taxa de câmbio (outros poderiam fazê-lo, mas os populistas certamente o farão), e, por conseguinte, há mais do que um motivo para transferir ativos para o exterior.

2.1.3 Mercados incompletos

Reynoso (1988 *a, b*) introduziu uma importante dimensão extra na interpretação da fuga de capitais. Ele observa que a fuga de capitais do México em 1982

¹Veja Brown, sobre um caso de fuga de capitais em países desenvolvidos.

resultou da ausência de mercados financeiros no México. A regulamentação sobre depósitos e a ausência de mercados monetários (com letras do tesouro, certificados de depósitos bancários e trocas secundárias) implicaram um diferencial de retorno entre Nova Iorque (incluindo depreciação) e México muito elevado para que os detentores de ativos e instituições financeiras não transferissem seus ativos para o exterior.

A formação de um mercado monetário, ocorrida em 1986/87, diminuiu esse problema. Agora, há títulos mexicanos que rendem juros e que são transacionados com taxas acima das existentes em Nova Iorque, ajustadas com relação à depreciação. Como resultado, a falta de intermediação anterior desapareceu. Especificamente, após a maciça fuga de capitais ocorrida em 1982, o governo mudou do mecanismo de taxas de desconto fixas para letras do Tesouro para um mecanismo de leilão. Embora ocasionalmente ainda ocorram taxas de juros negativas, o padrão anterior de retornos negativos amplos e persistentes desapareceu. Assim, a fuga de capitais tornou-se uma questão menos importante, mesmo quando a inflação aumentou substancialmente em 1987. A liberalização dos mercados financeiros domésticos prosseguiu em 1986/87, e foram introduzidos títulos de dívidas privadas indexados e não indexados e com taxas flexíveis.

2.1.4 Pagamentos de impostos

Os portadores de ativos estão preocupados em minimizar pagamentos de impostos. Isto é sempre possível quando as alíquotas de impostos no exterior são mais reduzidas que aquelas no país de residência. Em alguns casos, é legal não declarar e pagar impostos sobre ativos alocados no exterior, como parece ser o caso na Argentina (por motivos que são difíceis de entender).

No entanto, de modo mais freqüente, o que se discute é o caso da completa burla ao imposto. Essa burla é, naturalmente, apoiada e induzida pelos países industrializados, que oferecem oportunidades de investimentos livres de impostos para os não-residentes. O interesse pela fraude com relação ao imposto é mais elevado quanto maior é o diferencial entre a alíquota marginal no país doméstico e a alíquota zero no país receptor. Assim, se um país tem uma alíquota marginal excepcionalmente elevada sobre grupos de rendas em particular, não é surpreendente que esses grupos transfiram seus ativos para o exterior.

Tendo identificado os vários motivos para a fuga de capital, passamos agora para os veículos. Retornaremos, na discussão política, aos motivos para fuga de capital na avaliação das soluções.

2.1.5 Modelando os motivos para a fuga de capital

Em princípio, há quatro motivos individuais para a fuga de capitais. Na realidade, eles tendem a se superpor, em qualquer país a nível individual, com considerações principais diferentes em posições no tempo diferentes. A questão principal relacionada à carteira de títulos, colocada em termos da escolha entre investimento doméstico e estrangeiro (por denominação e possivelmente por motivo de localização), envolve uma comparação entre taxas de retorno. Seja i o retorno esperado de um ativo doméstico após o imposto; i^* , o retorno esperado após o

imposto no exterior; e x , a taxa esperada de desvalorização da moeda doméstica (isto é, do país em desenvolvimento). Os ativos estrangeiros serão mais atrativos que os domésticos se a taxa de retorno esperada no exterior, conjugada à desvalorização esperada, exceder à taxa de retorno interna após imposto, ou se:

$$(1 + i^*)(1 + x) > (1 + i)(1 - t), \quad (1)$$

alternativamente, em termos de taxa de retorno real, se:

$$(1 + r^*)(1 + \delta) > (1 + r)(1 - t), \quad (1a)$$

onde δ é a desvalorização esperada da taxa real de câmbio e t é a alíquota marginal de imposto no país doméstico.

O critério em (1a) mostra que com desvalorização real antecipada, o capital se deslocará para o exterior a menos que a taxa de juros real doméstica exceda à taxa estrangeira. A desvalorização esperada é especialmente importante no contexto de situações de sobrevalorizações, como apresentadas antes. Quando os meios financeiros percebem que uma maxidesvalorização ocorrerá em breve, a fuga de capital será expressiva. Este é especialmente o caso quando o movimento de capitais pode ser efetivado ao câmbio oficial. Este foi, na realidade, o caso na Argentina e no México durante vários episódios de sobrevalorização. Uma tentativa de adiar ajustamentos cambiais implica, então, perdas de reservas substanciais (tipicamente financiadas por empréstimos externos).

Esse critério supõe que os investidores são neutros ao risco e avaliam investimentos pelos seus retornos esperados. Se os investidores são avessos ao risco, então as considerações sobre diversificação também influenciam as escolhas de portfólios. Uma questão possivelmente mais importante é a determinação do retorno esperado dos ativos estrangeiros, o que envolve o julgamento de quão sustentável é o programa cambial do governo. Desenvolveremos aqui a estrutura desse modelo.

Foi desenvolvida uma literatura sobre “ataques especulativos” com relação a taxas de câmbio insustentáveis, a partir do estudo dessas ocorrências. Lizondo (1982), em um artigo importante, mostrou que as taxas futuras mexicanas mostravam invariavelmente expectativas de desvalorização, mesmo quando a taxa de câmbio estava fixa. As expectativas eram, naturalmente, confirmadas por eventos subseqüentes. Krugman (1979) e Connolly (1986) são exemplos de modelos de ataques especulativos. Nos mercados de capital, os prazos de vencimentos dos empréstimos foram reduzidos, e as elevadas taxas de juros nominais necessárias para evitar a fuga de capital deslocaram investimentos produtivos e implicaram rápido acúmulo de dívidas internas, freqüentemente seguidas por falências.

Antes de olharmos para casos reais, vamos analisar brevemente um modelo de equilíbrio externo, com um *trade off* entre taxas de juros e taxas de câmbio, o qual deve ser mantido pelas autoridades para evitar a fuga de capitais. Suponhamos que um investidor típico considere provável um colapso da taxa de câmbio. Seja F o desembolso líquido em moeda estrangeira:

$$F = x - \alpha \psi + \beta \lambda, \quad (2)$$

onde x é uma perturbação aleatória nas contas correntes, ψ é a taxa real de câmbio e λ é o diferencial de retorno esperado sobre os ativos externos;

$$\lambda = (1 - p) i^* + p (i^* + \Delta) - i = i^* - i + p \Delta, \quad (3)$$

onde i e i^* são as taxas de juros doméstica e estrangeira, p é a probabilidade de insucesso do programa e Δ é o ganho de capital sobre os ativos externos em caso de insucesso. Substituindo (3) em (2), obtém-se:

$$F = x - \alpha \psi + \beta (i^* - i + p \Delta). \quad (4)$$

Observe, de (4), que o próprio desembolso líquido de câmbio, via fuga de capital, depende da probabilidade de insucesso do programa. Quanto maior a probabilidade de desvalorização, maior a fuga de capital e, por conseguinte, maior o desembolso líquido.

A condição de insucesso do programa cambial completa o modelo. A probabilidade de um colapso cambial é a de que o desembolso cambial líquido exceda o nível de reservas das autoridades, R :

$$p = p (x + \beta \lambda - \alpha \psi > R) \quad (5)$$

Uma estimativa desta probabilidade pode ser obtida, para qualquer distribuição de x , pela desigualdade de Tchebycheff.²

$$p = \sigma^2 / [R + \alpha \psi - \beta (i^* - i + p \Delta)]^2 \quad (6)$$

ou, resolvendo para p :³

$$p = p (i^* - i, \psi, R, \beta, \Delta, \sigma^2), p_1, p_2, p_3 < 0, p_4, p_5, p_6 > 0 \quad (6a)$$

onde σ^2 é a variância de x . Este modelo apresenta as seguintes características: a probabilidade de insucesso do programa, e, portanto, da fuga de capital, a qual contribui para a ocorrência do insucesso, é menor:

- quanto maiores as reservas iniciais, R ;
- quanto mais depreciada é a taxa real de câmbio;
- quanto menos a fuga de capital responde ao diferencial de rendimentos esperados, como medido pelo parâmetro β ;

²A desigualdade de Tchebycheff afirma que a probabilidade de uma variável aleatória se desviar de sua média por mais do que k vezes o desvio-padrão é menor do que $1/k^2$, $(p(v > k \sigma) \leq 1/k^2)$. Fazendo $v = x$ e $k \sigma = R + \alpha \psi - \beta \pi$, obtemos a expressão no texto, ao escolhermos o limite superior da desigualdade.

³De fato, essa equação é cúbica em p , porém uma fórmula de solução fechada pode ser obtida. Ver Dornbusch (1988b).

- quanto maior a taxa doméstica de juros com relação à taxa externa, $i-i^*$;
- quanto menor o ganho de capital sobre os ativos externos em caso de desvalorização, Δ ;
- quanto menos volátil for o fluxo de comércio, como medido pela variância σ^2 .

Desse modo, o modelo mostra que as autoridades podem, diretamente, influenciar a fuga de capital ao fixar como metas aquelas variáveis que têm relação com a probabilidade de desvalorização, especificamente o diferencial de juros e o nível da taxa real de câmbio. Essas preocupações se tornam mais importantes quanto menor for o nível de reservas relativo às variações aleatórias no fluxo de comércio.

O governo pode evitar a fuga de capital por meio de uma combinação de taxas de juros elevadas e taxa real de câmbio substancialmente competitivas. Uma escolha que ele não pode fazer é ter uma taxa real de câmbio que, provavelmente, não equilibrará as contas correntes, e um diferencial de juros que não favoreça o país doméstico. Nesse caso, a fuga de capital é inevitável, e a quebra do regime cambial é virtualmente certa.

Vamos retornar aos elementos desse modelo quando formos observar a evidência empírica dos determinantes da fuga de capital.

2.2 Veículos

Como os residentes em um país em desenvolvimento adquirem ativos externos?⁴ Há três canais principais. A maneira mais óbvia é comprar moeda americana no mercado aberto ou no paralelo. Esta é a fuga de capital a varejo. Ela é, de fato, quantitativamente importante. Embora não haja estimativas precisas, acredita-se que alguns bilhões de dólares em moeda corrente são mantidos na Argentina. Considerando que a moeda americana serve tanto como meio de troca quanto como reserva de valor, esse número não é surpreendente. A posse de 50 dólares *per capita* em uma população de 30 milhões já significa 1,5 bilhão de dólares! A única razão para que essas posses possam ser significativas é que a dolarização é bem difundida.

A fuga de capital por atacado ocorre via saídas legais de capital (publicamente financiadas pelo Banco Central) ou por faturamento indevido no fluxo de comércio. O caso mais simples se dá quando o Banco Central permite transferências para o exterior à taxa de câmbio oficial. Como controles de capital são incômodos, e em alguns países muito ineficazes, muitos governos de fato autorizam, de uma forma ou de outra, transferências à taxa de câmbio oficial. Nesses casos pode haver, naturalmente, fugas de capital expressivas como resposta a uma sobrevalorização. O México é um exemplo. Na maior parte da década passada, não houve controles de capital porque o governo achava que os controles podiam não ser eficazes. Como resultado, as transferências de capital ocorreram no mercado aberto.

⁴Veja, em particular, Walter (1985) sobre os veículos e saídas de capital. Veja também Dornbusch (1987a).

O terceiro canal, que se aplica quando o capital não pode ser transferido ou quando ganhos e ativos ocultos estão envolvidos, toma a forma de faturamentos indevidos das transações comerciais. Superfaturamento de importações e subfaturamento de exportações constituem os meios pelos quais ativos externos, a serem vendidos no mercado paralelo, podem ser acumulados. Evidências na América Latina confirmam a hipótese de que os faturamentos indevidos têm seus picos durante os períodos que precedem os alinhamentos cambiais acentuados.

É interessante notar, no entanto, que o faturamento indevido das transações comerciais está sujeito a tentações conflitantes. Há uma tendência a subfaturar importações para evitar impostos de importação, enquanto exatamente o oposto é necessário para efetuar a fuga de capital. Um dos dois efeitos será dominante, dependendo da intensidade do imposto e do prêmio no mercado paralelo.

Pelo lado exportador, a fuga de capital e a sonegação de impostos atuam na mesma direção (este não é o caso para subsídios à exportação, porém as regras do Gatt tendem a torná-los pequenos). Como resultado, o subfaturamento das exportações tende a ser agressivo. Estimativas do subfaturamento podem ser obtidas pela comparação entre o valor das importações de todos os países e o valor da exportação de um país exportador em particular. Usando esses dados sobre comércio, Cuddington (1986) relata que no período 1977-83 o percentual médio de subfaturamento de exportações foi: 19,6% na Argentina, 12,7% no Brasil, 12,8% no Chile, 33,6% no México e 27,8% no Uruguai.

Uma vez que os ativos tenham sido transferidos para o exterior, via transformações no mercado aberto ou via faturamento indevido das transações comerciais, os proprietários dos ativos devem escolher em qual forma mantê-los.⁵ Há muito pouca informação disponível sobre como os ativos externos são mantidos. As únicas estatísticas disponíveis dizem respeito aos depósitos bancários por depositantes não-bancários. A tabela 2 mostra esses dados para alguns países.

Tabela 2
Depósitos bancários no exterior

Nação de origem	1981 (US\$ bilhões)	1987	1987 – depósitos <i>per capita</i> (dólares <i>per capita</i>)
Argentina	6,4	8,6	277
Brasil	3,5	11,8	85
México	9,4	18,0	225
Peru	0,6	1,8	89
Venezuela	15,6	12,9	745
Filipinas	0,5	1,3	24
Egito	1,6	3,2	65
Coréia			

Fonte: FMI. International Financial Statistics.

⁵Veja Walter (1985) e Henry (1986) sobre para onde vai a moeda estrangeira.

É interessante notar que o Brasil não tinha tradição de apresentar fuga de capital até 1987, o que contrasta fortemente com a Venezuela, o México e a Argentina, onde os experimentos monetários dos anos 80 levaram a uma maciça fuga de capital.

É importante lembrar que a tabela 2 mostra somente depósitos bancários. Assim sendo, exclui ativos financeiros (letras do Tesouro, certificados de depósitos bancários e ações), investimentos diretos por empresas totalmente independentes (a Rede Globo de televisão comprando estações de televisão norte-americanas) e aquisição de bens imóveis. Os valores relativos aos depósitos são, portanto, somente parte do estoque total de ativos externos.

2.3 Medidas da fuga de capital⁶

Não há um acordo quanto à definição operacional da fuga de capital,⁷ especificamente se a fuga de capital deve ser definida em termos de sua motivação ou de suas conseqüências.

Cumby e Levich (1987) argumentam que o que distingue a fuga de capital de outros fluxos de capital é que ela é uma fonte de desutilidade nacional, e argumenta, ainda, que a fuga de capital poderia, portanto, ser definida como uma saída de capital que é vista como desvantajosa para as autoridades nacionais. Levando esse argumento ao extremo, em termos lógicos, toda saída de capital privado dos países em desenvolvimento, seja ela investimento em títulos ou em ações de curto ou de longo prazo, pode ser denominada fuga de capital. Isto porque os países em desenvolvimento são, geralmente, pobres em capital, e saídas de capital reduzem os recursos disponíveis para tais países, para o processo de desenvolvimento. Como essa saída representa uma perda de crescimento potencial, podem ser denominadas fuga de capital do ponto de vista das conseqüências.

Tal conceito dá origem a uma medida ampla de fuga de capital, definida como aquisições identificadas de ativos externos, exceto reservas oficiais, mais erros e omissões registrados no balanço de pagamentos. Erros e omissões são vistos, portanto, implicitamente, e no seu todo, como transações de capital, que podem, por sua vez, ser vistas como fuga de capital. Esta definição corresponde àquelas usadas pelo Banco Mundial (1985), Erbe (1985) e Rodriguez (1986), por exemplo. A fuga de capital é medida como um resíduo: do ingresso bruto de capital, subtrai-se o déficit em conta corrente e a aquisição oficial de reservas.⁸

⁶Esta seção recorre a Cardoso e a Dornbusch (1988).

⁷A dicotomia entre transações legais e ilegais vem imediatamente à mente. Porém, mesmo se os dados sobre transações ilegais estivessem disponíveis, a dicotomia não forneceria uma linha divisória, porque as transações ilegais não precisam ser motivadas pelo desejo de evitar os mercados domésticos de capitais. Gulati (1987) e Dornbusch (1987a) fornecem alguma evidência de países envolvidos em superfaturação de importações e subfaturação de exportações, talvez com o intuito de efetuar fuga de capitais.

⁸A definição de fuga de capital adotada pelo *Morgan Guaranty* (1986) também mede a fuga de capital como um resíduo. Além do déficit em conta corrente e do aumento nas reservas oficiais, a definição de Morgan subtrai o aumento nos ativos externos de curto prazo do sistema bancário do total de ingresso de capital.

Estimativas da fuga de capital baseadas nessa definição são apresentadas na tabela 3, sob o título "medida ampla".

Vários autores, entre eles Dooley (1986), Lessard e Williamson (1987), e Deppler e Williamson (1987), argumentam que a fuga de capital deve ser distinguida por suas motivações, e não por suas conseqüências sobre o bem-estar nacional. Sem dúvida, uma definição baseada nos motivos dos investidores para adquirir direitos sobre não-residentes envolve uma boa parcela de julgamento, de modo a distinguir entre capital que está em fuga e fluxos de capital que ocorrem durante diversificações em carteiras de títulos. Entretanto, esses autores sustentam que embora todos os fluxos de capital sejam motivados por empenhos em maximizar o retorno de capital, a motivação específica para a fuga de capital é o receio de perdas de capital em função de riscos de expropriações, não-reconhecimento de dívidas ou da introdução de novas distorções no mercado, tais como controles de capital, impostos e repressão financeira. Para ser classificada como fuga, a saída de capital deve ser uma resposta a perdas e riscos que são perceptivelmente amplos com relação ao capital em movimento. Não é fácil fazer uso operacional desse conceito.

Dooley (1986) e Khan e Ul Haque (1987) propõem medir a fuga de capital como aquela parte do estoque de ativos externos de um país que não produz créditos registrados decorrentes da entrada de rendimentos de investimentos. A suposição é que somente a retenção de renda no exterior é indicativa da fuga de capital. A fuga de capital é computada como a diferença entre o total de ativos externos e o estoque de capital não em fuga. Tal método, inicialmente, estima a saída bruta de capitais ao subtrair o déficit em conta corrente, menos a parte financiada por fluxos que não criam dívidas (fluxos de investimentos diretos, mudanças nas reservas internacionais mantidas pelo Banco Central e mudanças nos ativos externos líquidos dos bancos comerciais), de mudanças na dívida externa. A saída bruta de capital resultante reflete o estoque total de direitos do país no exterior durante um período de tempo. Na segunda etapa, o capital não em fuga é estimado como o valor capitalizado dos créditos registrados dos rendimentos de investimentos, usando uma taxa de juros apropriada. A diferença entre este valor do capital não em fuga e o do estoque total de direitos no exte-

Tabela 3
Fuga de capital dos países em desenvolvimento
Importadores de capital* 1975-85
(US\$ bilhões)

	1975-78	1979-82	1983-85	Aumento de estoques do final de 1974 ao final de 1975
	(médias anuais)			
Medida ampla	15,3	30,0	17,9	235
Medida derivada	5,6	26,4	12,5	165

Fonte: Deppler & Williamson (1987), tabela 1.

*Classificação dos países segundo o FMI, *World Economic Outlook*.

rior estimado é considerada como a fuga de capital. Na tabela 3, esta medida é chamada de “medida derivada”.

Duas outras medidas que são usadas comumente são a medida dos direitos privados (Conesa, 1986) e a medida do “capital especulativo” (Cuddington, 1986). Cuddington (1986) adiciona as saídas líquidas de capital de curto prazo do setor privado não-bancário aos erros e omissões registrados, para obter uma medida que vê a fuga de capital como semelhante aos fluxos de “capital especulativo”, isto é, fluxos que respondem rapidamente a mudanças nos retornos esperados ou a mudanças nos riscos.

As diferenças conceituais entre as quatro medidas conduzirão, naturalmente, a diferentes estimativas da fuga de capital. Embora algumas medidas sejam conceitualmente mais amplas que outras, problemas com relação aos dados podem ser amplos o suficiente para compensar diferenças em extensão e produzir ordenações inesperadas das estimativas.⁹

No Anexo, apresentamos estimativas detalhadas (atualizando Cumby e Levich, 1987) para vários países da América Latina, usando definições alternativas. Na tabela 4 apresentamos somente a medida do Banco Mundial.

Tabela 4
Estimativas da fuga de capital
(acumulada, US\$ bilhões)

	Argentina	Brasil	México	Peru	Venezuela
1979-82	22,4	5,8	25,3	n.d.	20,7
1983-86	0,4	12,8	26,8	1,1	15,3

Fonte: Cumby, R. & Levich, R. (1987) e atualização pelo autor.

Como essa exposição torna claro, a mensuração do estoque de capital em fuga é excepcionalmente difícil, mesmo ao nível conceitual. A situação é exacerbada pelos dados reais. Os fluxos são incertos por causa de questões tais como subfaturamento no comércio, importações militares não reveladas e classificação das transações de ativos externos por bancos e empresas estatais. A posição dos estoques é incerta porque não há estatísticas detalhadas (exceto, até certo ponto, para depósitos bancários) sobre a posse de ativos externos pelos residentes de um país devedor. Mudanças desses estoques no tempo dependem em parte dos fluxos, dos ganhos de capital e de recebimentos de juros. Tanto quanto a fuga de capital ocorrida ao fim da década de 70, os juros acumulados nos últimos 10 anos, supondo uma taxa de retorno em dólares de 10%, fariam cada dólar aplicado ao final da década de 70 equivaler a 2,5 dólares ao final da década de 80.

3. A experiência dos países com fuga de capital

Há dois tipos de evidência que se relacionam com os determinantes da fuga de capital: a análise de regressão e o estudo de casos. Inicialmente, analisaremos as

⁹ Deppler e Williamson (1987) oferecem uma discussão detalhada dos problemas com dados.

evidências econométricas e, então, consideraremos alguns episódios de fugas de capital no México e na Argentina.

3.1 Evidência econométrica

Cuddington (1986) e Dooley (1986) realizaram um trabalho econométrico sobre a fuga de capital, explicando-a pelas variáveis das taxas de retorno. Um resultado típico é o apresentado por Dooley, sobre um estudo para sete países. Ele conclui que diferenciais de inflação, diferenças nos juros já ajustados pela depreciação e o prêmio de risco no país explicam bem a extensão da fuga de capital. Especificamente, quanto maior a inflação do país com relação à dos EUA, e quanto menor sua taxa de juros ajustada com relação à depreciação, maior é a fuga de capital. Os coeficientes são altamente significativos, como se vê na equação de Dooley apresentada a seguir:

$$K = \underset{(4,22)}{20,5} INF + \underset{(3,27)}{13,1} DIFF - \underset{(-2,56)}{1,23} RP; \quad R^2 = 0,77$$

onde:

K é a fuga de capital

INF é o diferencial de inflação

$DIFF$ é o diferencial nos juros já com ajuste para a depreciação, e

RP é o prêmio de risco externo do país.

O modelo de Dooley considera a fuga de capital como uma resposta ao *diferencial* de risco entre residentes e não-residentes. Os residentes não estão protegidos contra taxaço ou erosões inflacionárias dos seus ativos de um modo que os não-residentes que emprestam para o país (possivelmente com dívidas expressas em dólar) estão. Desse modo, a fuga de capital é parte de uma intermediação, via mercado internacional de capital, que fornece ativos mais seguros aos residentes. Essa intermediação requer que haja pouco risco envolvido em manter ativos externos de um país, de modo que os não-residentes estejam desejando emprestar quando os residentes não estão. Dessa maneira, se o prêmio de risco externo (isto é, o risco de inadimplência) aumenta, a assimetria entre residentes e não-residentes diminui, e, como resultado, há menos escopo para a fuga de capital. Isto explica o coeficiente negativo significativo da medida do risco de prêmio externo na equação de Dooley.

Analisaremos, em seguida, dois estudos de casos de fuga de capital. Os casos de Argentina e México mostram muito bem como amplas diferenças nos retornos esperados entre os ativos domésticos e externos causam fugas de capital maciças.

3.2 Argentina 1978-81

Em 1978-81, o governo argentino, com o Ministro das Finanças Martinez de Hoz, implementou um programa de estabilização da inflação baseado na taxa de

câmbio. Esse mecanismo da “tablita”, que consistia na desvalorização preanunciada e decrescente da taxa de câmbio, levou a uma sobrevalorização substancial da taxa real de câmbio, e, como consequência, a enormes fugas de capital. Nos estágios iniciais, a situação se complicou devido à reforma financeira que abriu o mercado doméstico de capital aos fluxos internacionais de capital. Olharemos agora para certos detalhes desse processo.

A tabela 5 mostra as estatísticas do balanço de pagamentos. Devido às elevadas taxas médias de juros internas e à reforma financeira, as firmas preferiram tomar empréstimos no exterior a fazê-lo no mercado doméstico. Nesse período, o aumento da dívida externa bruta teve uma contrapartida na importação de capital pelas firmas e nos ganhos de reserva pelo Banco Central. Esse arranjo torna-se claro, particularmente, em 1979. A reforma financeira não foi a única razão para o ingresso de capital, e a tablita gerou, certamente, parte do interesse pelos ingressos de capital.

Tabela 5
Argentina: Balanço de pagamentos e dívida externa bruta
(US\$ bilhões)

	1977	1978	1979	1980	1981	1982
<i>Conta corrente</i>	1,3	1,8	-0,5	-4,7	-4,7	-2,4
Exclui juros	1,8	2,6	0,6	-2,6	-0,9	2,6
<i>Ingresso de capitais</i>	1,3	1,3	4,7	2,6	1,5	-2,3
Firmas	1,1	0,7	4,2	2,0	-1,1	-3,1
Bancos	0,2	0,1	-0,0	-0,4	0,0	1,1
Governos	-0,0	0,5	0,5	0,9	2,5	-0,4
<i>Balanço de pagamentos</i>	2,5	3,2	4,4	-2,5	-3,4	-5,1
<i>Dívida externa bruta</i>	9,7	12,5	19,0	27,2	35,7	43,6

Fonte: indicadores de *Conyuntura*, vários números.

3.2.1 A tablita

O decepcionante processo de desinflação levou o governo a anunciar, em dezembro de 1978, uma estratégia de desinflação baseada em taxas de desvalorização cambial preanunciadas e cadentes. A teoria por trás dessa política de desinflação se apoiava na lei do preço único, popularizada na Escola de Chicago por Harry Johnson e Robert Mundell, e que sustentava estarem os preços em qualquer país fortemente ligados ao nível de preços mundial. Em razão desse elo, uma política de desvalorização inevitavelmente significava inflação, desse modo exigindo nova desvalorização, a qual iria, por sua vez, conduzir a mais inflação.

Para quebrar esse círculo vicioso de inflação e desvalorização, os planejadores optaram por determinar uma trajetória de desvalorizações cambiais decrescentes, esperando que isto fosse resultar em inflação reduzida. Ao mesmo tempo, foram estabelecidas metas para os salários e preços para o setor público, como

também para a expansão do crédito interno. O *Plano de 20 de dezembro* apresentava as seguintes declarações específicas:¹⁰

- Os salários e preços do setor público deveriam subir à taxa mensal de 4% nos oito meses subseqüentes.
- O crédito doméstico deveria crescer a 4% ao mês durante o primeiro semestre de 1979.
- A depreciação cambial deveria ser de 5,4% em janeiro de 1979, declinando em 0,2% ao mês a partir desse valor inicial, até o mês de agosto de 1981.

Esperava-se que houvesse três ligações entre desvalorização e inflação: primeiro, as expectativas de desvalorização eram introduzidas nos preços automaticamente. A redução da taxa de desvalorização levaria as firmas a reduzir suas previsões de inflação e, portanto, a reduzir seus aumentos de preços. Em segundo lugar, a taxa de aumento dos preços das importações seria automaticamente amortecida pela menor desvalorização. Em terceiro lugar, as firmas competitivas de importação seriam forçadas a ter disciplina nos seus preços. Portanto, supunha-se que a redução da desvalorização pudesse reduzir a inflação através de vários canais.

Ênfase especial foi dada ao canal das expectativas. Para reforçar esse efeito, a trajetória futura da taxa de câmbio foi preanunciada. Assim, em dezembro de 1978 as autoridades anunciaram taxas de desvalorização decrescendo de 5,2 para 4% ao mês nos oito meses seguintes. Esse processo foi seguido até o início de 1981, quando o sistema sucumbiu em decorrência da sobrevalorização progressiva, mostrada na figura 1.

Esperava-se também que a lei do preço único se aplicasse à taxa de juros. Desse modo, imaginava-se que a prefixação da taxa de desvalorização reduziria rapidamente as taxas de juros domésticas para o nível daquelas prevalentes no exterior, ajustada, naturalmente, para a taxa de desvalorização. Com uma taxa de juros (incluindo *spread*) em Nova Iorque de 0,15% ao mês, por exemplo, e com uma taxa de depreciação de 4% ao mês, a taxa de juros na Argentina deveria ser 4,16%.

A tabela 6 mostra as taxas de desvalorização trimestrais, a taxa de inflação medida pelo IPC, a taxa nominal de juros e a taxa real de câmbio. Há duas margens a serem consideradas: uma é entre a taxa nominal de juros e a taxa de desvalorização. Se as declarações gozam de crédito, essa margem direciona a escolha entre a tomada de empréstimos na Argentina e no exterior. Quando a taxa de juros na Argentina excede à taxa de desvalorização anunciada, deve haver tomada de empréstimos no mercado internacional. A relação entre a taxa nominal de juros e a taxa de inflação nos indica a rentabilidade da tomada de empréstimos ou a acumulação de dívidas reais.

O ano de 1979 é típico da combinação de políticas para atrair capitais. As taxas de juros são altas com relação à taxa de desvalorização. A rentabilidade de empréstimos tomados em Nova Iorque e aplicados em Buenos Aires em dezembro de 1979, por exemplo, excede 50% ao ano! Além disso, devido ao nível ele-

¹⁰Veja Dornbusch (1985), Fernandez (1985) e Rodriguez (1982)

Tabela 6
O período da tablita
(Taxas percentuais trimestrais, exceto quando alterado)

	Desvalorizações	Inflação	Taxa de juros		Taxa de	Câmbio real
			Passivo	Ativo	Morgan	P_D / P_M
1978						
I	21,4	28,1	27,7	37,8	82	71
II	11,5	26,3	22,3	26,9	87	80
III	8,3	19,4	20,7	25,0	93	89
IV	15,5	27,8	21,5	24,6	100	100
1979						
I	15,5	31,5	20,7	23,3	110	109
II	14,2	27,0	20,9	23,0	120	109
III	12,2	27,3	23,2	25,7	130	117
IV	10,2	11,0	20,6	23,5	133	115
1980						
I	8,3	14,2	16,6	19,4	134	110
II	6,5	15,5	15,0	18,1	137	114
III	4,5	9,7	16,2	19,9	141	116
IV	3,1	14,2	15,1	18,8	156	114
1981						
I	17,6	14,0	21,7	26,7	157	107

Fonte: Fernandez (1985) e Morgan Guaranty.

Obs.: a taxa de inflação se refere aos preços por atacado dos setores não-agrícolas. A taxa real de câmbio é um índice com base em 1978: IV = 100. A medida do Morgan Guaranty compara preços por atacado de produtos não-alimentícios na Argentina a uma média ponderada de preços de produtos comerciáveis no exterior. A segunda medida da taxa real de câmbio se refere à relação de preços por atacado dos bens domésticos e dos bens importados, P_D/P_M

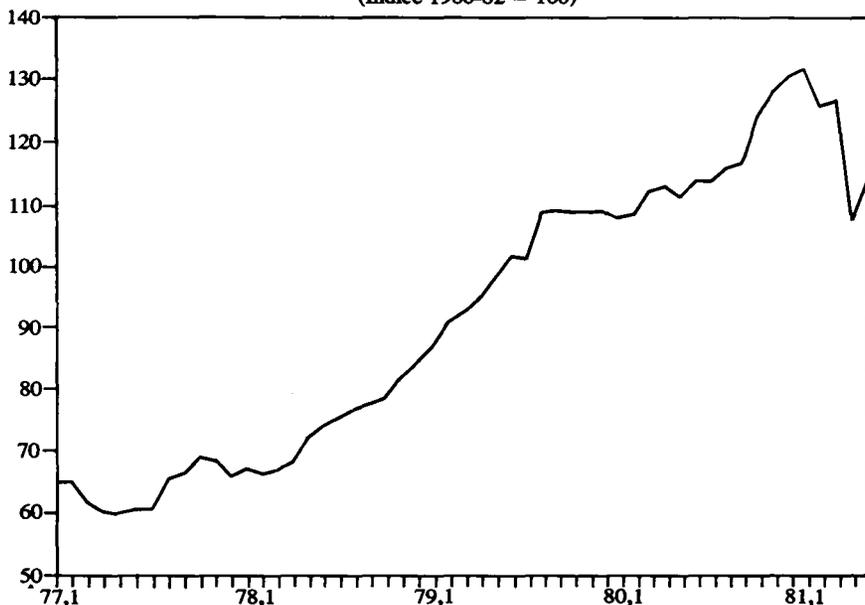
vado (e em crescimento) das reservas, a política tem credibilidade. O moderado déficit em contas correntes sustenta a idéia de que a política cambial é sustentável. Resulta que os ingressos de capital são excepcionalmente elevados no decorrer do ano. O aumento na dívida externa excede o fluxo de capital, mas não por uma larga margem. Em 1980, as taxas reais de juros se tornaram fortemente positivas, o que sugere que a integração do mercado financeiro é tão imperfeita como a integração do mercado de bens, já que o governo poderia implementar uma estratégia de forte restrição monetária mesmo sob um regime cambial de prefixação.

3.2.2 O colapso

A ampla divergência entre desvalorização e inflação resultou na valorização gradual da taxa de câmbio real. Entre março de 1976 e dezembro de 1978, a taxa

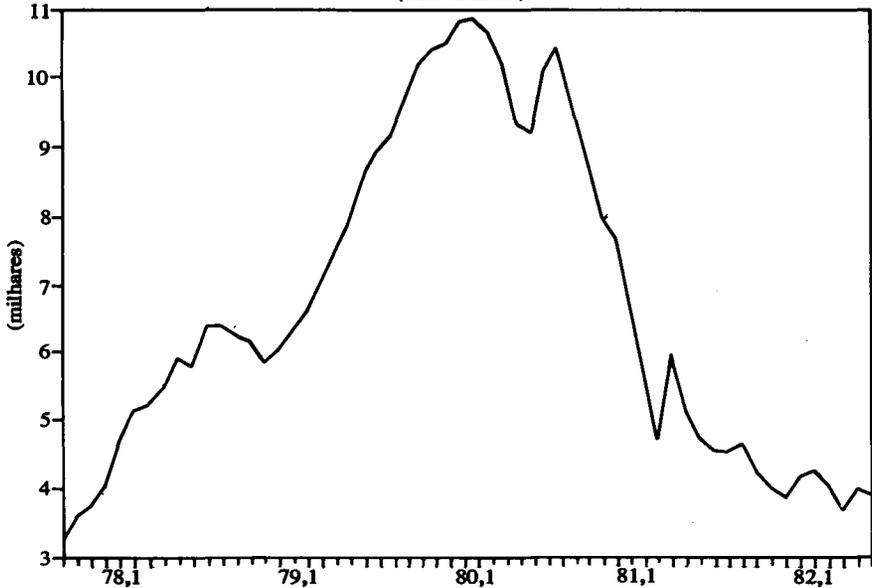
de câmbio real (como mostrado na figura 1) já se tinha valorizado em 20%. Durante o primeiro ano da tablita, a valorização real alcançou 33% e acumulou 17% adicionais em 1980. Somente em 1980 tornou-se amplamente evidente que a estratégia de desinflação poderia falhar. A inflação tinha caído, mas não o suficiente para justificar a crença de que a desinflação baseada na taxa de câmbio possa ser mantida tempo suficiente para reduzir a inflação a níveis toleráveis.

Figura 1
Taxa real de câmbio
(Índice 1980-82 = 100)



A evidente sobrevalorização crescente não foi a única razão para inquietação. A insolvência de grandes bancos, resultante de fraudes gerenciais, criou incertezas a nível financeiro e forçou o governo a encampar essas instituições. Devido às taxas reais de juros muito elevadas, que perduraram por um longo período, o governo começou a acumular dívidas internas. Essa combinação de fatores ocasionou uma onda de saídas de capital. O Banco Central começou a sofrer perdas de reservas a partir do início do segundo trimestre de 1980. No ano, a perda de reservas esteve próxima de 3 bilhões de dólares (como mostrado na figura 2). No primeiro trimestre de 1981, as perdas de reservas foram de 3 bilhões de dólares.

Figura 2
Reservas internacionais
(US\$ milhões)



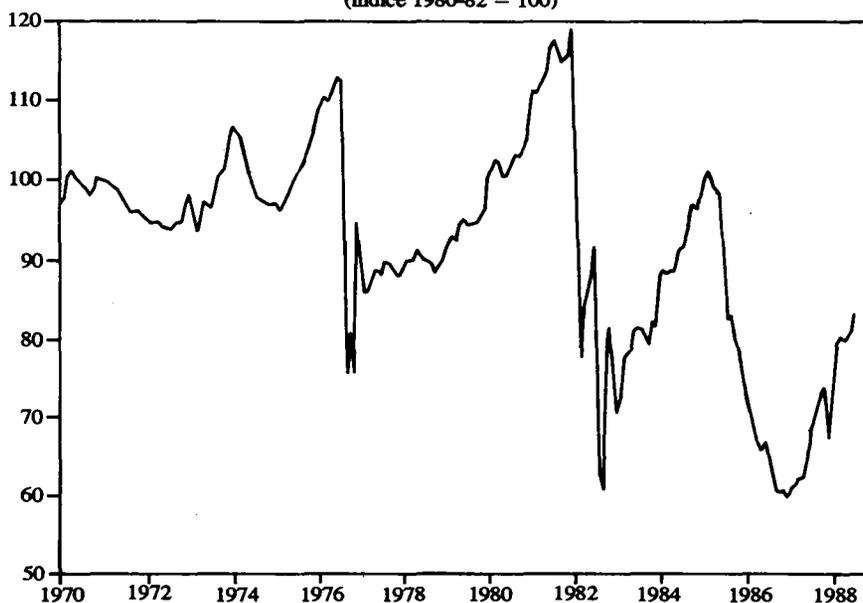
A conta corrente sofreu sérias deteriorações no início de 1980. A principal razão para essa piora foi um forte aumento nas importações. A imensa valorização real, junto a uma relativa liberalização comercial, levaram a um aumento nas importações de quase 4 bilhões de dólares. O pagamento de juros aumentou, porém o aumento das exportações mais do que compensou esse aumento. Caminhando para 1981, temos que o aumento nas taxas de juros internacionais começou a aparecer acentuadamente nas contas correntes.

Essas perdas reais de reservas, e também as perdas esperadas, reforçaram a crença de que a política cambial não podia ser mantida e, por conseguinte, levaram a novas fugas de capital. Outro fator importante foi a mudança de presidente. Em outubro de 1980, foi anunciada a presidência de Viola e, daí em diante, Martinez de Hoz tornou-se um ministro (da economia) sem apoio. O novo presidente não desejava envolver-se antecipadamente com políticas ao estilo de Martinez de Hoz. Como resultado, houve uma patente ambigüidade com relação à continuidade das políticas econômicas. O público tirou as conclusões óbvias, e mudou para os ativos externos. A ampla fuga de capitais, só parcialmente compensada pela tomada de empréstimos no mercado internacional pelo setor público, implicou perdas de reserva insustentáveis. Ao final de 1980, o preanúncio das taxas de câmbio caiu em descrédito; e em fevereiro de 1981, Martinez de Hoz foi forçado a violar as metas cambiais preestabelecidas, através da desvalorização adicional de 10% em cima dos 2% de desvalorização anunciados.

3.3 México

A figura 3 mostra a taxa real de câmbio do México, como apresentada pelo Morgan Guaranty. Tal medida é obtida a partir do índice de preços em atacado dos bens manufaturados não-alimentícios em relação aos preços em uma moeda comum aos parceiros comerciais. Em dois períodos, 1976 e 1981/82, houve fugas maciças de capital. O veredicto para 1988 ainda está em aberto, embora outras crises possam ser iminentes.

Figura 3
A taxa real de câmbio mexicana
(índice 1980-82 = 100)



3.3.1 México 1982

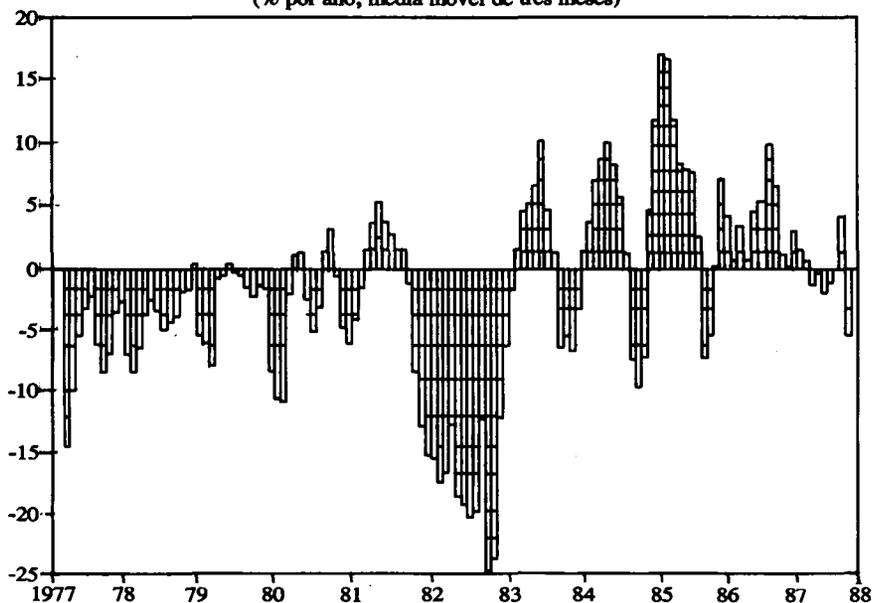
Em agosto de 1982, o México declarou moratória com relação ao pagamento da dívida. As fontes da crise da dívida mexicana de 1982 foram apresentadas em vários estudos.¹¹ Quais eram os principais fatores responsáveis pela crise?

- 1982 foi o último ano do *sexênio*. . . tempo de eleição é tradicionalmente uma ocasião de negligência a nível macroeconômico, exatamente como ocorreu em 1976.

¹¹Para maiores referências, veja Dornbusch (1988a).

- Uma política fiscal vastamente expansionista. Em somente três anos, o déficit orçamentário básico aumentou de 3 para 8% do PIB. Essa deterioração ocorreu a despeito do elevado aumento no preço real do petróleo, que beneficiou diretamente o orçamento pelo lado das receitas. Como Zedillo (1985, p. 310) observa, “para alívio dos banqueiros internacionais, o México tornou-se o campeão da absorção, não somente de suas próprias receitas a partir do petróleo, mas também das de outros”.
- Uma taxa real de câmbio substancialmente sobrevalorizada. Entre 1979 e 1981, a taxa real de câmbio se valorizou quase 25%.
- Taxa real de juros persistentemente negativa. Em 1982, a taxa real de juros foi em média de 20% sobre depósitos de um mês, como mostrado na figura 4. Ajustando-se à desvalorização cambial, as perdas em ativos domésticos foram ainda maiores.

Figura 4
México: rendimentos reais dos depósitos
(% por ano, média móvel de três meses)



A taxa de juros negativa sobre depósitos domésticos e a sobrevalorização combinadas criaram um forte incentivo à dolarização e à fuga de capital para o exterior.¹² O fenômeno geral da fuga do peso deu origem a uma literatura completa sobre “os problemas do peso” e sobre “ataques especulativos” em regimes cambiais insustentáveis.¹³ A fuga de capital alcançou pelo menos 17 bilhões de dólares em 1981/82.

Solis e Zedillo (1985) apresentaram uma decomposição do aumento da dívida no período 1979-81. Eles concluíram que a maior parte do aumento resultou de choques de políticas domésticas; a fuga de capital é evidentemente o fator mais significativo. Seus resultados estão resumidos na tabela 7.

Tabela 7
Fontes de aumento da dívida externa: 1979-81
(Percentual do aumento total da dívida)

	1979	1980	1981
Choques externos	33,1	28,7	16,2
Taxa de juros	25,9	27,2	17,8
Choques internos	66,9	71,3	83,8
Fuga de capital	49,7	44,3	55,7

Fonte: Solis e Zedillo (1985, tabela 10-6).

A atribuição do aumento da dívida, em dois terços ou mais, aos choques externos não deixa dúvida que a crise de 1982 foi “gerada” no México. Em contraste, grande parte de dificuldades de ajustamento no período resultou de um ambiente externo muito desfavorável e da intensa vulnerabilidade imposta pela elevada dívida externa.

México em 1988

A questão da fuga de capital surge, uma vez mais, em 1988. Em um programa de estabilização inflacionária, o governo obteve acordos com os sindicatos e com algumas firmas de modo a parar com os aumentos de preços e salários. Como contrapartida, houve um congelamento dos preços públicos e, distintamente, da

¹² A dolarização refere-se à posse de depósitos expressos em dólar nos bancos mexicanos, os chamados *mexdólares*. De modo mais amplo, o termo denota a fuga de moeda local para dólares a serem mantidos ou na forma de moeda corrente americana ou em depósitos nos bancos americanos. O volume dos depósitos mexicanos nos Estados Unidos é demonstrado pelo fato de que mais de 20% dos depósitos nos bancos de El Paso (Texas) pertencerem a mexicanos. Sobre dolarização, veja especialmente Ortiz (1983), Ramirez-Rojas (1985) e Reynoso (1988b).

¹³ Veja Lizondo, Krugman (1979), Flood & Garber (1984) e Blanco & Garber (1986).

taxa cambial. O programa entrou em vigor no começo de 1988. Mas, como alguns preços privados estavam fora do acordo e não pararam de subir, esse programa levou à valorização gradual, em termos reais, do peso, como mostrado na figura 3.

A valorização não provocou objeções, de início, já que havia um grande espaço em termos de competitividade. Porém uma valorização real de 1 a 2% ao mês certamente vai provocar questionamentos ao fim de algum tempo. A questão é, então, como mudar de uma situação de congelamento para uma outra na qual a taxa de câmbio real seja estável. Se a taxa de câmbio permanece fixa por muito tempo, como na Argentina, cria-se uma expectativa de maxidesvalorização corretiva. O que resulta, então, é uma fuga de capital, a qual, por sua vez, força a maxidesvalorização. Desse modo, há um caráter auto-realizável nesse processo.

A maneira de evitar um colapso de estabilização é mudar suavemente do congelamento para um regime de minidesvalorizações, sem uma maxidesvalorização, o que pressupõe que a transição seja concluída a tempo, de modo que a taxa real de câmbio seja sustentável assim que a mudança para o regime de minidesvalorizações seja feita.

4. Os custos da fuga de capital

Os custos da fuga de capital são divididos em três tipos principais. Primeiro, a fuga de capital desestabiliza o controle macroeconômico, fato muito familiar, quando se considera a discussão do período entre guerras. Nurkse (1946) argumentou que a fuga de capitais da França desestabilizou a taxa cambial e, portanto, o controle orçamentário e macroeconômico. Oponentes dessa visão sustentam que políticas inadequadas, e não a especulação, é que foram a causa da instabilidade. Este último ponto de vista é, com relativa frequência, o correto, havendo no entanto, uma restrição importante: as políticas não são, na realidade, exógenas. Um governo que não está sujeito à ameaça de fuga de capital pode ser capaz de perseguir certas políticas que se tornam impossíveis em caso de fuga de capital.

Por conseguinte, se há múltiplos equilíbrios, é bem possível que a fuga de capital possa ser uma fonte ativa de dificuldades macroeconômicas. Quando há possibilidade de fugas de capital, as taxas reais de câmbio têm que estar, invariavelmente, na posição defensiva, e as taxas de juros precisam estar suficientemente altas para compensar os portadores de títulos pelo “risco” de manter ativos domésticos. A consequência política é que as classes média e alta estão tendo seus ativos protegidos à custa dos assalariados. Naturalmente, tal argumento foge da dificuldade relacionada à questão sobre qual é o experimento contratual. Se as políticas tivessem “credibilidade”, ou se um controle efetivo dos fluxos de capital pudesse ser implementado, então tal sistema seria preferível àquele, onde taxas reais de juros elevadas e salários reais baixos fossem necessários para gerar a confiança necessária, de modo a evitar que os portadores de ativos mudassem de títulos domésticos para externos.

A fuga de capital também implica que os residentes do país tenderão a manter menos moeda doméstica e mais moedas e ativos estrangeiros. Na medida em que a senhoriagem é usada como um meio de financiar déficits orçamentá-

rios, sua redução implica inflação mais elevada, impostos mais elevados ou redução de gastos.

O segundo custo da fuga de capital é que ele solapa a moralidade tributária, o que ocorre de várias maneiras. Sobre e subfaturamento no comércio são, freqüentemente, um subproduto de mudança para ativos estrangeiros. Porém o subfaturamento das exportações, invariavelmente, está infiltrado nos impostos sobre as transações das firmas exportadoras e é, também, refletido em menores pagamentos de impostos. Uma vez que os ativos estão no exterior, o pagamento de impostos sobre os ganhos torna-se extremamente incomum. Portanto, também a este nível a receita de impostos é reduzida. Finalmente, uma vez que os ativos externos tenham-se tornado parte da cultura, eles se tornam veículos convenientes para o pagamento de subornos e para negócios fraudulentos.

O terceiro custo pode ser estabelecido em termos de crescimento. Quando uma certa percentagem do PIB é transferida para o exterior, ano após ano, menos recursos ficam disponíveis para o investimento doméstico. A posse de ativos externos é importante num contexto de desenvolvimento, porque ela representa poupança não disponível para a formação de capital doméstico. Porém a fuga de capital também é importante no contexto da crise da dívida.

Ao invés de financiar, por exemplo, a importação de bens de capital, as receitas de exportações (via subfaturamento) financiam a formação de posições em ativos externos. A redução na formação de capital implica crescimentos mais lentos e, portanto, em menores taxas de crescimento do padrão de vida do fator imóvel. O mesmo ocorre quando a fuga de capital é financiada à taxa de câmbio oficial.

Qualquer que seja o canal pelo qual o capital vá para o exterior, há somente duas maneiras de os recursos que financiam a fuga de capital tornarem-se disponíveis: um superávit em conta corrente ou a tomada de recursos no exterior. Em ambos os casos, menos recursos ficam, no final, disponíveis para a formação de capital e, desse modo, o nível de bem-estar da mão-de-obra é reduzido. Quando ocorrem episódios importantes de fuga de capital, como no estilo do México e da Argentina, não só o investimento cai, mas também o padrão de vida dos trabalhadores é dramaticamente reduzido de modo a financiar a fuga.

5. Opções políticas e problemas

Há dois métodos possíveis de abordagem para resolver o problema da fuga de capital. O melhor é evitar as condições que geram fuga de capital: inflação elevada, taxa de câmbio sobrevalorizada e instabilidade financeira. Isto é um tanto óbvio, da mesma maneira que é melhor ser rico e saudável do que pobre e doente. Na prática, a prescrição envolve duas considerações:

- Primeiro, o governo deve evitar diferenciais de rendimentos amplos e persistentes. Isto implica que déficits fiscais elevados não podem ser financiados por imposto inflacionário sem o risco de acelerar a inflação e acelerar a fuga de capitais. Quanto maior a taxa de inflação e o conseqüente imposto sobre os ativos domésticos, maior é o incentivo para adotar ativos externos.

O declínio resultante na base do imposto inflacionário eleva a taxa de inflação necessária para financiar um dado déficit, que, por sua vez, leva a fugas de capital ainda mais elevadas e a mais inflação. Saber até onde o processo vai é algo que depende do nível de dolarização que a economia pode suportar. Em princípio, a hiperinflação é uma possibilidade, particularmente se o governo permite completa dolarização do meio de troca. A primeira conclusão é reconhecer que a fuga de capital impõe um limite ao financiamento do déficit, no sentido de que ela aumenta, substancialmente, os custos do financiamento do déficit e envolve, potencialmente, inflação em aceleração.

- Em segundo lugar, o governo deve evitar oportunidades de especulação isoladas, tais como sobrevalorizações cambiais elevadas. Uma forte sobrevalorização é, inevitavelmente, seguida por uma desvalorização corretiva. Quanto maior a sobrevalorização, maior é a parcela da população que reconhece o ganho de capital a ser obtido pela posse de ativos externos e, portanto, maior a fuga de capital. Se a fuga de capital não é completamente revertida após uma desvalorização, o custo social permanente do desalinhamento inicial é ainda maior. A única maneira de evitar esses colapsos individuais é adotar uma consistente política cambial de minidesvalorizações, já que isso evita o surgimento de fortes sobrevalorizações e, portanto, mantém uma restrição às oportunidades de especulação.

Com frequência, o controle econômico não é prudente o suficiente para evitar a instabilidade. Suponhamos, então, que haja déficits e desalinhamentos cambiais: haverá, então, poucas opções políticas que seriam tanto eficazes, com relação a impedir a fuga de capitais, quanto politicamente aceitáveis. A maneira mais óbvia é ter altas taxas reais de juros e taxas de câmbio subvalorizadas. Entretanto, taxas reais de juros elevadas irão inibir investimentos, e a taxa de câmbio subvalorizada, além do impacto inflacionário da desvalorização, implica baixo padrão de vida para os assalariados. Os planejadores procuram, portanto, um meio de parar a fuga de capital, não a nível de fundamentos, mas sim via tentativas de segmentação de mercados.

Uma possibilidade é o controle de capitais. A outra é tentar controlar a fuga de capitais por dolarização doméstica. Os controles de capitais têm sido eficazmente aplicados na Coreia (e, durante algum tempo, no Brasil): mas eles têm sido considerados como quase que totalmente ineficazes na Argentina e no México. Uma grande parte da dificuldade reside nas condições geográficas dos países. O México, por exemplo, tem 3.000 milhas de fronteira com os EUA, e 1 milhão de mexicanos passam por essa fronteira a cada dia. Tais condições tornam extremamente difícil fazer controles de qualquer espécie. Porém o que decide, em parte, a eficácia do controle de capitais é a determinação do governo em estancar a fuga de capitais, via ações legais efetivas. Certamente se aceita, hoje, que os controles de capital não constituem uma solução para muitos países.

O Brasil é um exemplo desse caso. Até o início da década de 1980, a fuga de capital não era uma questão importante no Brasil por duas razões: primeiro, não havia, há muitos anos, problemas de sobrevalorização cambial, devido à opção do governo pelo regime cambial de minidesvalorizações. Essa política cambial foi complementada, no mercado interno de capitais, por um sistema de indexação que impedia a existência de amplos retornos esperados negativos.

Como consequência, situações de amplos retornos negativos sobre ativos domésticos nunca ocorreram, e a fuga de capitais nunca foi um problema. Desde 1983, porém, que este não é mais o caso. O governo gerou instabilidade nos mercados financeiros e de câmbio, e a percepção de uma deterioração a nível político levou à fuga de capitais em uma escala significativa, de acordo com os padrões históricos.

A alternativa ao controle é a política de dolarização interna.

5.1 Dolarização doméstica

México, Peru, Uruguai e outros países ofereceram a alternativa de depósitos domésticos expressos em dólar, como um meio de evitar a perda real de divisas associada à fuga de capital. Isto pode parecer uma política perfeita, já que oferece ao público o retorno que eles obteriam no mercado internacional e ainda faz com que o país não incorra em perda real de divisas.¹⁴

O problema da fuga de capitais reduz-se à tentativa do governo em usar taxas de juros e taxas de câmbio como dispositivos para afetar a distribuição de renda ou de riqueza. Este é o caso quando a taxa de câmbio é sobrevalorizada como meio de elevar o padrão de vida (taxando implicitamente os exportadores), ou quando os retornos dos depósitos são mantidos em baixo nível de modo a extrair recursos dos portadores de moeda para o financiamento de investimentos ou de déficits orçamentários. O sucesso dessas medidas depende criticamente da habilidade de segmentar mercados.

A dolarização doméstica tenta segmentar os mercados, mas, ao fazer isso, ela se torna contraproducente. Ao dar aos portadores de ativos domésticos a opção de manter ativos em dólar, a dolarização cria, na verdade, um veículo para a fuga *doméstica* do imposto inflacionário. Ela aumenta, portanto, a taxa de inflação necessária para o financiamento de um dado déficit. Além disso, ela pode elevar a taxa de inflação mais do que seria o caso sem depósitos em dólar! Para entender essas questões, vamos analisar o exemplo do Peru.

5.1.1 Dolarização no Peru

As figuras 5 e 6 mostram a parcela dos depósitos em dólar no total de depósitos de quase-moedas e o diferencial de retorno entre depósitos em dólar e depósitos em moeda doméstica. Nota-se que no período de inflação crescente, onde esta cresceu de menos de 30%, em 1976, para mais de 100%, em 1985, a parcela de depósitos em dólar aumentou rapidamente.

O processo real de dolarização tem dois elementos: um é o determinante de longo prazo: quanto maior o diferencial de rendimento entre os depósitos em dólar e os em moeda doméstica, maior é a parcela dos depósitos em dólar. O outro é o processo de aprendizado: em seguida à introdução do depósito em dólar, a adoção dessa nova "tecnologia financeira" segue um processo que tem a forma de uma curva logística. . . gradual no início, em seguida uma parte muito

¹⁴Veja Fischer (1982) sobre a economia da dolarização. Ortiz (1983), Ramirez-Rojas (1985), El-Erian (1988) e German Alarco et alii (1985) oferecem estudos de casos.

Figura 5
Dolarização no Peru
(% do total de quase-moedas)

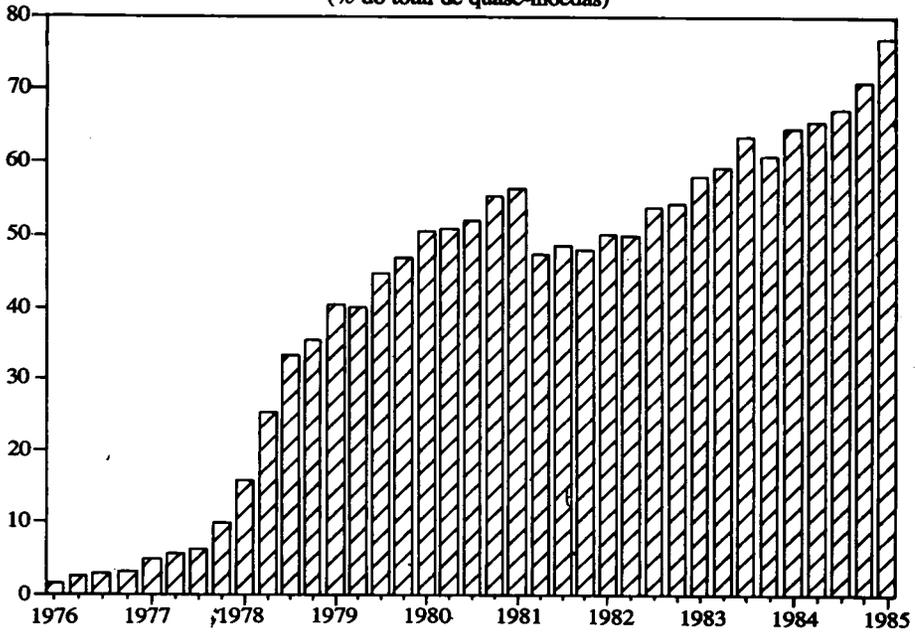
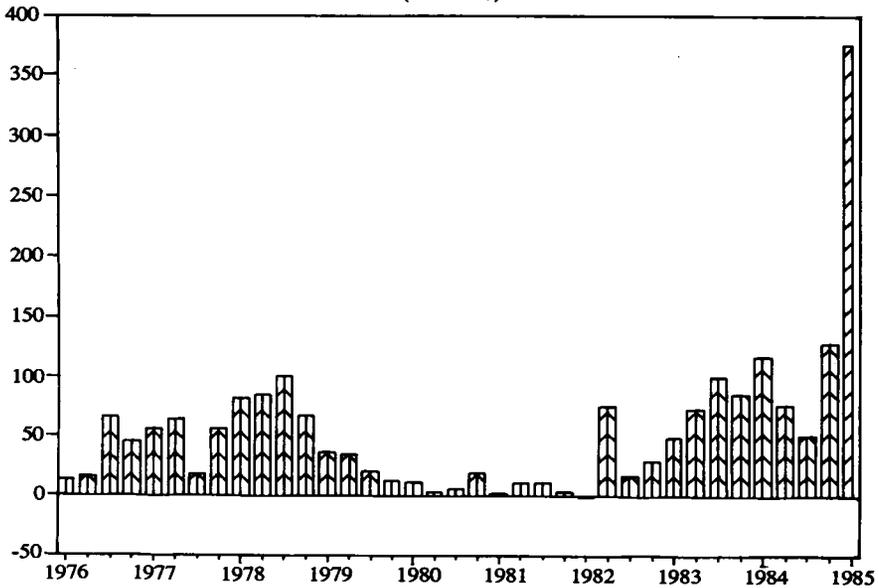


Figura 6
Diferencial de retorno no Peru
(% ao ano)



inclinada, quando quase todos mudam de posição, e, então, uma redução gradual. Uma estimativa econométrica, usando dados trimestrais para 1976-1985: 1, sustenta plenamente essa teoria.¹⁵

$$DRAT = 132,2 - 2,4 RAT + .34 DIFF \quad R^2 = 0,42, DW = 1,91$$

$$(6,3) \quad (-5,2) \quad (2,1)$$

onde:

DRAT é a taxa de crescimento da parcela de depósitos em dólar,

RAT é a parcela dos depósitos em dólar, e

DIFF é o diferencial de rendimento entre depósitos em dólar e depósitos em moeda nacional.

A equação mostra o padrão da curva logística para a escolha de depósitos em dólar. Ao mesmo tempo, apóia a idéia de que a velocidade de ajustamento e a extensão, a longo prazo, da dolarização dependem do diferencial de rendimentos entre depósitos em dólar e em moeda nacional.

Considere agora essa eficiência em um contexto de dois objetivos nacionais: economia de divisas (ao evitar perdas de divisas induzidas pela fuga de capital) e minimização da taxa de inflação associada a um dado déficit financiado por imposto inflacionário. A dolarização doméstica atende, claramente, ao objetivo de evitar saídas de capital. Há uma certa necessidade de manter reservas em dólar como contrapartida dos depósitos, mas esta é, certamente, muito menor que a perda um-para-um resultante da fuga de capital.

No entanto, provavelmente deve haver uma compensação nesse ganho, na forma de inflação mais elevada. A dolarização doméstica facilita a fuga dos ativos expressos em moeda nacional. De fato, ela coloca os depósitos em dólar ao alcance fácil de *qualquer um*. Ao passo que a fuga de capital requer um nível mínimo de sofisticação e de saldo (exceto na fuga para o dólar papel-moeda), os depósitos em dólar a nível doméstico podem ser obtidos por uma simples instrução bancária. Como resultado, esperaríamos que houvesse um forte declínio na demanda por moeda doméstica no caso da dolarização interna do sistema bancário, comparada à situação na qual os dólares só pudessem ser mantidos no exterior.

Em Dornbusch e de Pablo (1988), mostramos que em um modelo de financiamento da dívida, a taxa de inflação de equilíbrio depende dos parâmetros da equação de velocidade.¹⁶

$$\pi = \alpha g / (1 - \beta g), \quad (7)$$

onde:

¹⁵ Os dados sobre diferencial de rendimentos vêm de German Alarco et alii (1985, p. 21), e os dados sobre depósitos vêm do Banco Central do Peru.

¹⁶ Supomos que uma fração *g* do PIB é financiada por criação de moeda e que a equação de velocidade é $V = \alpha + \beta \pi$. A taxa de inflação de equilíbrio em *steady state* é como apresentada no texto.

g é o déficit orçamentário como uma fração do PIB
 α e β são parâmetros da equação de velocidade
 π é a taxa de inflação.

Se a dolarização reduz a demanda real por moeda mais do que a fuga de capital o faz, então (7) implica que os valores de α e/ou β tenderão a ser mais elevados. A taxa de inflação de equilíbrio associada a um dado déficit tenderá, portanto, a ser mais elevada. Além disso, como a equação é bastante não-linear, esse efeito pode ser importante.

A questão da dolarização nos leva, então, diretamente à pergunta: um governo pode segmentar o mercado de ativos? A própria presença da fuga de capital sugere que há limites. A dolarização doméstica é uma resposta a uma certa limitação na capacidade de segmentação. Ela evita a perda de divisas na fuga de capital, mas o preço, provavelmente, será a inflação mais elevada. Em suma, não há um modo simples e eficaz de estancar a fuga de capital.

6. Conclusão: o retorno do capital em fuga

Um problema comum de pós-estabilização é a ausência de um ingresso estável de capital. Os investidores têm a opção de adiar o retorno do capital em fuga, e esperarão até que os retornos sejam suficientes para compensar o risco de renunciar à liquidez. Os investidores, portanto, freqüentemente aguardam, mesmo quando as taxas de juros são elevadas e compensadoras. Além disso, quando o capital retorna, ele assume uma forma altamente líquida, ficando, por assim dizer, parado no estacionamento com o motor funcionando. Há, definitivamente, pouco compromisso com uma rápida retomada dos investimentos reais. A razão para isso é a incerteza residual quanto ao fato de a estabilização poder ou não ser realmente mantida.

Esse assunto tem sido tratado de várias maneiras na literatura, principalmente em termos de decisões irreversíveis de investimento. Concentrar-nos-emos aqui em um exemplo muito simples, para dois períodos, de modo a se chegar ao ponto desejado. Suponhamos que os investidores possam escolher entre investir nos EUA ou no México. O retorno certo nos EUA é $R^* = (1 + r^*)$, em ambos os períodos. No México, o retorno no primeiro período é certo e igual a $R_M = R^* + m$. No segundo período, com probabilidade p , os resultados são bons, e o retorno é R^G , enquanto com probabilidade $1-p$ os resultados são ruins e o retorno é somente R^B . Por simplicidade, suporemos que o retorno esperado no segundo período é igual ao retorno nos EUA, isto é, $R^* = pR^G + (1-p)R^B$. Suporemos que os investidores possam escolher adiar a decisão de investir até que a incerteza tenha sido determinada. Eles não podem, entretanto, desinvestir no México após o primeiro período, se um resultado ruim se concretizar.

A tabela 8 mostra os retornos alternativos para a estratégia de investir agora e para a, de esperar e ver.

A questão agora é qual deve ser o prêmio necessário no primeiro período, para induzir os investidores a aceitar a incerteza e investir, imediatamente, para dois períodos.

Tabela 8
Retornos esperados dos investimentos

	Primeiro período	Segundo período
Investimento (irreversível) no México agora	$R^* + m$	$pR^G + (1-p)R^B$
Esperar e ver	R^*	$pR^G + (1-p)R^*$

A decisão é investir agora ou esperar. O critério relevante para o investimento imediato é:

$$(R^* + m) [pR^G + (1-p)R^B] > R^* [pR^G + (1-p)R^*], \quad (8)$$

o qual, já que $R^* = pR^G + (1-p)R^B$, reduz-se a

$$m \geq (1-p)(R^* - R^B). \quad (9)$$

Um investidor neutro ao risco requer, portanto, um prêmio para fazer um investimento que tenha o mesmo retorno esperado (R^*) no segundo período que o investimento alternativo. A razão é que, com a espera, um retorno ainda maior pode ser alcançado, uma vez que a incerteza tenha sido determinada (ou reduzida). O prêmio exigido para o investimento imediato é tanto maior quanto maior for a probabilidade de um resultado ruim, e quanto maior for a discrepância entre a taxa de retorno externa e aquela prevalecente no estado adverso.

Mas como os governos podem tranquilizar os investidores? A resposta do bom senso é efetuar uma estabilização crível, o que quer que isso possa significar. Na prática, isso equivale a taxas de juros elevadas e a uma taxa de câmbio tão competitiva que se tornem improváveis novas desvalorizações esperadas. Mas, taxas de juros elevadas são contraproduativas do ponto de vista do crescimento, e uma taxa real de câmbio baixa reduz o padrão de vida e, por conseguinte, reduz a demanda e a rentabilidade para todos os investimentos, exceto no setor de bens comerciáveis.

Se a desvalorização real não for suficiente, o governo ficará em uma posição muito embaraçosa: está sendo renda redistribuída do trabalho para o capital, mas como a desvalorização real não é suficiente (em termos de (9)), os lucros agora mais elevados são levados para fora, como fuga de capital. O setor trabalhista insistirá, obviamente, na reversão da política. Essa incerteza com relação à sustentabilidade é uma característica importante no entendimento das relações entre a taxa real de câmbio e a fuga de capital, e das dificuldades nos períodos pós-estabilização nos países em desenvolvimento.

Há um elo importante entre o modelo mostrado aqui e as idéias sobre a solução dos problemas da dívida da América Latina. Uma sugestão freqüente é permitir aos residentes dos países devedores o uso de trocas do tipo dívida por capital de risco ou de dívida por dívida, para repatriar seus ativos. No Chile isto

foi realizado com grande sucesso, visto que a taxa de juros no Chile não é muito mais elevada que a de Nova Iorque. Resulta que os residentes domésticos que têm confiança no governo podem refinarçar, com sucesso, a dívida externa chilena, comprando-a dos bancos que estão desejando liquidá-la (por causa da existência de efeitos de contágio dos empréstimos). Porém esse caso é a exceção. Para, virtualmente, todos os outros países, seria um erro tentar saldar o principal da dívida, quando eles não podem sequer pagar, exceto com grande dificuldade, os juros correntes.

Uma solução para países como México ou Brasil é reciclar o pagamento de juros: os credores seriam pagos, mas não poderiam levar para fora dos países devedores o que recebessem como pagamento dos juros.^{1 7} Eles teriam que efetivamente investir esse recebimento em ativos reais, empréstimos ou em títulos do governo, da maneira que escolhessem. Na medida em que a dívida tem seus serviços em dólares, haverá fuga de capital porque a necessidade de dólares para o serviço envolve contínuas crises cambiais que tornam rentável manter dólares. Se a conversibilidade para os credores é suspensa, o iminente colapso monetário (tanto no mercado de câmbio quanto no *front* inflacionário) é reduzido. Como resultado, o capital retornaria. O retorno do capital em fuga sustentaria o pagamento ordenado do serviço da dívida de longo prazo e, ao mesmo tempo, a reestruturação econômica dos países devedores.

Concluimos este ensaio com uma nota sobre os aspectos internacionais da questão da fuga de capital. Há uma urgente necessidade de ações eficazes por parte dos países industrializados no sentido de ajudar a estancar a fuga de capital ou, pelo menos, ajudar os países em desenvolvimento a arrecadar alguns impostos sobre os ativos expatriados. Por enquanto, os países em desenvolvimento têm caminhado em direção oposta, ao eliminar impostos sobre ativos no exterior, deste modo dando claros incentivos à fuga de capital.

Anexo 1

Este anexo atualiza as estimativas de fuga de capital apresentadas em Cumby e Levich (1987). As seguintes definições são usadas:

- A. Superávit em conta corrente
- B. Investimento externo direto líquido
- C. Entrada de capital privado de curto prazo
- D. Investimentos em títulos (títulos e ações)
- E. Ativos externos do sistema bancário (– significa aumento)
- F. Alteração nas reservas (– significa aumento)
- G. Erros e omissões
- H. Mudança na dívida (bruta).

Cumby e Levich apresentam várias medidas de fuga de capital, mas apresentamos aqui apenas uma atualização de três delas. As medidas de fuga de capital são as seguintes:

^{1 7} Esses pontos foram desenvolvidos mais extensamente em Dornbusch (1988a, 1988b).

1. Banco Mundial, Erbe: $H + B + A + F$;
2. Morgan Guaranty: $H + B + E + F$;
3. Cuddington: $- G - C$.

Tabela A-1
Medidas de fuga de capital: 1983-86
(US\$ bilhões)

	Banco Mundial	Morgan Guaranty	Cuddington
Argentina	0,4	0,1	0,2
Brasil	12,8	12,8	11,6
México	26,8	26,8	14,9
Peru	1,1	1,2	2,0
Venezuela	15,3	15,2	7,0

Abstract

Capital flight has become a major policy problem throughout Latin America, including now also in Brazil. The paper reviews methodological issues in estimating capital flight and presents an updated estimates through 1986. Beyond establishing the size of capital flight, the paper describes two historical episodes – Argentina in 1978-81 and Mexico in 1979-82 – where waves of capital flight occurred. The analytical part of the paper models the motive of capital flight and discusses options to reduce capital flight, specifically dual exchange rates and dollarization.

Referências bibliográficas

- Alexander, L. Debt conversions: economic issues for heavily indebted developing Countries, International finance discussion papers n. 315, Board of Governors of the Federal Reserve, 1987.
- Bernstein, M. *Foreign investment in Latin America*. New York, Alfred A. Knopf, 1966.
- Bhagwati, J. & Krueger, A. Capital flight from LDCs. A statistical analysis. In: Bhagwati, J., ed. *Illegal transactions in international trade*. Amsterdam, North-Holland, 1974.
- Blanco, E. & Garber, P. Recurrent devaluation and speculative attacks on the mexican peso. *Journal of political economy*, (1): 148-66, 1986.

- Brown, B. *The flight of international capital*. London, Croom Helm, 1987.
- Cardoso, E. & Dornbusch, R. Private capital for economic development. In: Chenery, H. & Srinivasan, T. N., ed. *Handbook of economic development*. Amsterdam, North-Holland, 1988.
- Conesa, E. *The causes of capital flight from Latin America*. Inter-American Development Bank, 1986. mimeogr.
- Connolly, M. The speculative attack on the peso and the real exchange rate: Argentina 1981. *Journal of international money and finance*, (5) 117-30, Mar. 1986.
- Cuddington, J. *Capital flight: estimates, issues and explanations*. Princeton studies in international finance 58, Princeton, Princeton University, 1986.
- Cumby, R. & Levich, R. On the definition and magnitude of recent capital flight. In: Lessard, D. & Williamson, John J., ed. *Capital flight: the problem and policy responses*. Washington, D.C., Institute for International Economics, 1987.
- Deppler, M. & Williamson, M. Capital flight: concepts, measurement, and issues. In: *Staff studies for the world economic outlook*. Washington, D. C., International Monetary Fund, Aug. 1987.
- Dooley, M. Country-specific risk premiums, capital flight and net investment income payments in selected developing countries. Unpublished, International Monetary Fund, Mar. 1986a.
- _____. *Capital flight: a response to differences in financial risk*. International Monetary Fund, 1986b. mimeogr.
- Dornbusch, R. External debt, budget deficits, and disequilibrium exchange rates. In: Smith, G. & Cuddington, J., ed. *International debt and the developing countries*. Washington, D.C., World Bank, 1985.
- _____. *Overinvoicing and capital flight*. Massachusetts Institute of Technology, 1987a. mimeogr.
- _____. *The world debt problem: anatomy and solutions*. New York, Twentieth Century Fund, Forthcoming, 1987b.
- _____. Mexico: stabilization and growth. *Economic Policy*, n. 2. 1988a.
- _____. *A positive theory of credibility in stabilization*. Massachusetts Institute of Technology, 1988b. mimeogr.
- Dornbusch, R. & Pablo, J. C. de. *Argentina: debt and macroeconomic problems*. Massachusetts Institute of Technology. (Foi publicada na versão em espanhol pela Sudamericana, Buenos Aires), 1988. mimeogr.
- Eaton, J. Public capital for economic development. In: Chenery, H. & Srinivasan, T. N. ed. *Handbook of economic development*. 1987a. v. 2.
- _____. Public debt guarantees and private capital flight. *World Bank Economic Review*, 1 (3): 377-95, 1987b.
- Edwards, S. Order of liberalization of the current and capital account of balance of payments. In: Choksi, A. & Papageorgiou, D., ed., *Economic liberalization in*

developing countries. Oxford, Basil Blackwell, 1986.

El-Erian, M. Currency substitution in Egypt and the Yemen Arab Republic. *IMF Staff Papers*, p. 85-103, Mar. 1988.

Erbe, S. The flight of capital from developing countries. *Intereconomics*, p. 268-75, Nov. 1985.

Fernandez, R. The expectations management approach to stabilization in Argentina: 1976-82. *World Development*, Aug. 1985.

Feuerlein, W. & Hannan, E. *Dollars in Latin America*. New York, Council on Foreign Relations, 1940.

Fischer, S. Seigniorage and the case for a national money. *Journal of Political Economy*, Apr. 1982.

Flood, R. & Garber, P. Collapsing exchange rate regimes. *Journal of International Economics*, (1/2): 1-13. 1984.

German Alarco, T. et alii. *La dolarización y su impacto en la economía peruana*. Lima, Fundación Friedrich Ebert, 1985.

Gordon, D. & Levine, R. The capital flight problem. *International Finance Discussion Papers*, n. 320, Board of Governors of the Federal Reserve, Apr. 1988.

Gulati, S. A note on trade misinvoicing. In: Lessard, D. & Williamson, J., ed. *Capital flight and third world debt*. Washington, D.C., Institute for International Economics, 1987.

Hale, D. D. *The economic case for encouraging greater foreign participation in third world equity markets*. Chicago, Kemper Financial Services, 1987. mimeogr.

Henry, J. Where the money went. *The New Republic*, 14 Apr. 1986.

Isze, A. & Ortiz, G. Fiscal rigidities, public debt and capital flight. *IMF Staff Papers*, 34(2): 311-32, June 1987.

Kahkonen, J. Liberalization policies and welfare in a financially repressed economy. *IMF Staff Papers*, p. 531-47, Sept. 1987.

Khan, M. & Haque, M. Ul. Foreign borrowing and capital flight: a formal analysis. *IMF Staff Papers*, 32: 606-28, Dec. 1985.

Krugman, P. A model of balance of payments crises. *Journal of Money Credit and Banking*, (3): 311-25, Aug. 1979.

Lessard, D. & Williamson, J. The problem and policy responses. In: Lessard, D. & Williamson, J., ed. *Capital flight and third world debt*, Washington, D.C., Institute for International Economics, 1987.

Lizondo, D. Foreign exchange future prices under fixed exchange rates. *Journal of International Economics*, 14(1/2): 69-84, 1983.

Maddala, G. S. *Econometrics*. New York, McGraw-Hill, 1977.

Marquez, J. Money demand in open economies: a currency substitution model of Venezuela. *Journal of International Money and Finance*, p. 167-78, 1987.

- Morgan Guaranty Trust Company. *World financial markets*. New York, Mar./Sept. 1986.
- Nurkse, R. *International currency experience in the interwar period*. Geneva, League of Nations, s.n.t.
- Ortiz, G. Dollarization in Mexico: causes and consequences. In: Aspe, P. et alii, ed. *Financial policies and the world capital market. The case of Latin America*. Chicago, University of Chicago Press, 1983.
- Poloz, S. Currency substitution and the precautionary demand for money. *Journal of International Money and Finance*, Mar. 1986.
- Ramirez-Rojas, C. Currency substitution in Argentina, Mexico and Uruguay. *IMF Staff Papers*, p. 629-67, Dec. 1985.
- Rodriguez, C. A. The Argentine stabilization plan of december 20th. *World Development*, n. 10, 1982.
- Rodriguez, M. A. Consequences of capital flight for Latin America. In: Lessard, D. & Williamson, J., ed. *Capital flight and third world debt*. Washington, D.C., Institute for International Economics, 1987.
- Reynoso, A. *When financial regulation becomes financial repression: the case of Mexico (1940-1982)*. Massachusetts Institute of Technology, 1988a. mimeogr.
- _____. *Capital flight and missing markets: Mexico in 1982*. Massachusetts Institute of Technology, 1988b. mimeogr.
- Solis, L. & Zedillo, L. The foreign debt of Mexico. In: Smith, G. & Cuddington, J., ed. *International debt and the developing countries*. Washington, D.C., World Bank.
- Tornell, A. *Irreversible real capital, reversible financial capital and welfare improving Tobin taxes*. Columbia University, 1988. mimeogr.
- United Nations. *International capital movements during the interwar period*. New York, 1949.
- _____. *The international flow of private capital 1946-52*. New York, 1954.
- _____. *External financing in Latin America*. New York, 1965.
- Wallich, H. The future of Latin American dollar bonds. *American Economic Review*, 43(2): 321-35, June 1943.
- Walter, I. *Secret money*. Lexington, Mass, Lexington Books, 1985.