

Dolarização e Crise no Equador a partir da Hierarquia Monetária Minskyana¹

Dollarization and Crisis in Ecuador from a Minskyian Monetary Hierarchy Perspective

ERNANI TORRES | ernanit@hotmail.com

Professor do Programa de Pós-Graduação em Economia Política Internacional (PEPI) e Pesquisador do Grupo do Setor Elétrico da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ).

Recebimento do artigo Agosto de 2019 | **Aceite** Novembro de 2019

Resumo O Equador adotou desde 2000 um sistema monetário rígido em que sua moeda nacional foi substituída pelo dólar americano. Esse mecanismo conseguiu estabilizar a economia e permitiu um rápido crescimento, acompanhado da incorporação ao mercado de camadas sociais mais pobres. Esse modelo vem atravessando uma crise que se agravou entre 2017 e 2019. No início desse último ano, o governo do Equador firmou um acordo com o Fundo Monetário Internacional e vem realizando ajustes para reduzir o elevado déficit fiscal. Entretanto, em outubro, o forte aumento nos preços dos combustíveis, gerou uma revolta social que levou o governo a recuar. Esse texto tem por objetivo analisar a crise do Equador desde um ponto de vista da hierarquia da moeda de Minsky. O resultado mostra que o problema equatoriano é grave, que o país se encontra em uma situação de grande fragilidade financeira – Ponzi, na classificação minskyana – e que o atual sistema monetário dolarizado pode vir a ser comprometido pela crise. **Palavras-Chave** Equador, Minsky, Hierarquia de Moedas e Sistema Monetário Dolarizado.

Abstract Ecuador has adopted a rigid monetary system since 2000 when the US dollar replaced its national currency. This mechanism was able to stabilize the economy and allowed a rapid growth and the incorporation by the market of some of the poorer social groups, previously excluded. This model is undergoing a crisis that worsened between 2017 and 2019. Earlier this year, the government of Ecuador signed an agreement with the International Monetary Fund, which requires important fiscal adjustments to reduce the large deficit. However, in October, the sharp rise in fuel prices generated a social upheaval that led the government to retreat. This text aims to analyze the Ecuadorian crisis from a Minskyian point of view, based on this author's hierarchy of money. The result shows that the Ecuadorian problem is serious, that the country is in a situation of great financial fragility - it is a Ponzi according to the Minskyian classification - and that the dollarized monetary system may be compromised by the crisis. **Keywords** Ecuador, Minsky, Hierarchy of Money and Dollarized Monetary System.

¹ Uma primeira versão desse texto foi apresentada no Seminário Internacional de Geopolítica e Economia Política Internacional, realizado pelo Instituto de Altos Estudos Nacionais do Equador em 11 de setembro de 2018 na cidade de Quito.

1. Introdução

No dia 2 de outubro de 2019, o presidente do Equador firmou um decreto eliminando os subsídios aos combustíveis no país. Essa medida provocou um aumento de 123% no preço da gasolina. A forte reação popular levou o governo a revogar a medida doze dias depois, em uma tentativa de acalmar os protestos, que chegaram a levar o governo a transferir a capital do país, de Quito para Guayaquil. Era mais uma medida frustrada de ajuste fiscal com o objetivo de conseguir uma sobrevida ao seu sistema monetário dolarizado.

Esse mecanismo foi instalado no início de 2000, quando o Equador adotou o dólar americano como sua única moeda de curso legal. O antigo numerário nacional – o sucre – foi abolido poucos meses depois. Foi uma opção radical de dolarização. Na América Latina, somente o Panamá e El Salvador, economias de menor porte, possuem um regime monetário semelhante.

Na maioria dos outros países da região que também seguem algum tipo de dolarização, a moeda americana coexiste lado a lado com uma unidade nacional, dividindo algumas ou até mesmo todas as suas funções. Essa convivência pode ser administrada tanto por meio de um regime de taxas de câmbio fixas (Antilhas Holandesas e Argentina, até 2001) quanto flutuantes (Peru e Bolívia).

A manutenção de duas moedas convivendo em uma mesma economia – uma estrangeira e outra nacional – exacerba a importância da taxa de câmbio para a estabilidade macroeconômica do país. Frente à existência de plena liberdade de escolha pelos entes privados entre duas unidades de conta qualitativamente distintas, o aumento da incerteza ou a perspectiva de uma crise leva empresas e famílias a optarem por se livrar da “moeda ruim” em troca da “boa”, ou seja, por substituir a moeda nacional pela estrangeira. Trata-se de um dilema conhecido há muito tempo na teoria econômica como Lei de Gresham (GIFEN, 1891).

A adoção do dinheiro estrangeiro, como único de curso legal em um país, elimina a possibilidade de se verificar uma tensão cambial, uma vez que, a taxa de câmbio não existe mais e, portanto, não pode mais ser desvalorizada. Entretanto, mesmo em uma situação de dolarização radical, como a equatoriana, continua existindo uma forma de moeda nacional, só que na forma de depósitos à vista de bancos equatorianos e de contas reservas no banco central, apesar de denominados na unidade de conta americana. Por esse motivo, em um momento de crise, os detentores de ativos financeiros no Equador também continuam sujeitos à Lei de Gresham, que se manifestará de forma diferente. Será através de uma maior demanda por papel moeda americano e por depósitos no exterior em substituição aos ativos financeiros e depósitos à vista emitidos no Equador. Numa situação como essa, o sistema bancário local poderá entrar em colapso a menos que o governo reative controles de câmbio, que de alguma forma suspendam a paridade ou, até mesmo, recrie uma nova moeda local.

A escala de uma fuga desse tipo pode colocar em risco a capacidade de os bancos locais – mesmo com apoio do banco central e do Tesouro Nacional – conseguirem sustentar a conversão ao par – taxa de 1 para 1 – de seus depósitos à vista em moeda americana, levando o sistema de bancos e de pagamentos doméstico ao colapso. Problema semelhante surgiu na Grécia e em Chipre, frente à escassez de euros nos mercados locais, com a crise de 2012 e 2013. A resposta desses países foi a reintrodução por algum tempo de controles de capital (DARVAS et alii, 2015). A alternativa evitada foi a de instituir uma nova moeda nacional e converter forçadamente todos os depósitos e obrigações financeiras constituídos no país para a nova unidade.

A plena dolarização no Equador não foi uma decisão tomada intempestivamente. Pelo contrário, foi o resultado de um longo período de instabilidade macroeconômica e de alta inflação, que desaguou em uma grave crise bancária. O início desse processo disruptivo coincidiu com mudança no sistema monetário internacional, que deixou de se basear em taxas fixas de câmbio, que vigorou entre 1945 e 1971, para operar, desde então, com taxas flutuantes.

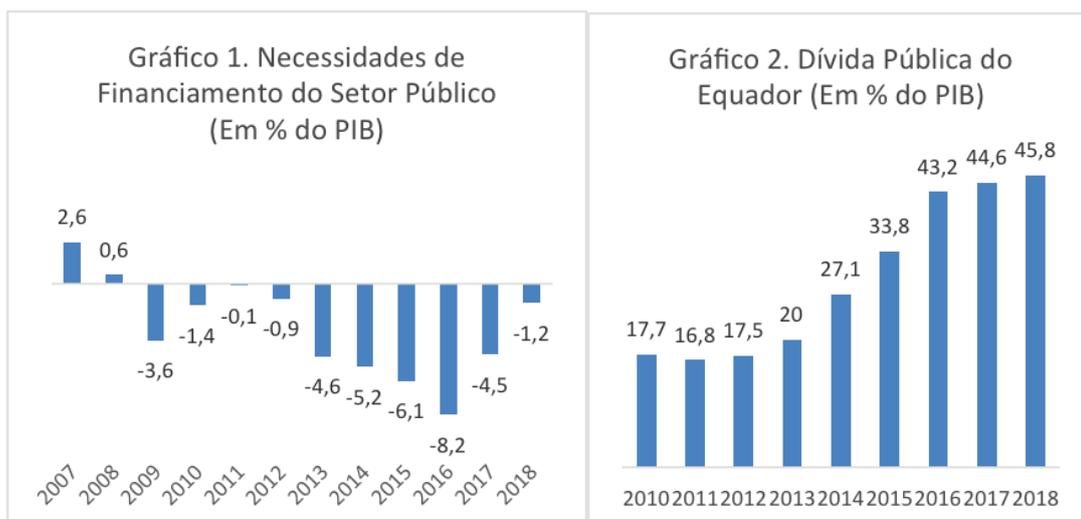
Durante o sistema de Bretton Woods (1945-71), a inflação no Equador apresentou taxas relativamente baixas, principalmente se comparadas aos níveis verificados em outros países latino-americanos, como o Brasil e a Argentina. No entanto, a partir do início da década de 1970, a escalada de preços equatoriana atingiu percentuais cada vez mais elevados que quase ultrapassaram a barreira dos três dígitos ano final dos anos 1990 (PAREDES, 2017). Trata-se de uma longa e dolorosa trajetória de integração do Equador à nova ordem financeira internacional, agora baseada em taxas de câmbio flexíveis e na liberalização das contas de capital. Esse fenômeno não foi, no entanto, algo que se circunscreveu à economia local. Pelo contrário se estendeu a outros países da América Latina, Ásia e Europa, tanto emergentes quanto centrais² (TORRES, 2014).

O caminho da dolarização do Equador deu seu primeiro passo no início da década de 1990 com a autorização para os bancos locais emitirem depósitos em moeda estrangeira. Com isso, houve um rápido crescimento por depósitos dolarizados. Em 1996, quase 24% dos depósitos eram denominados na moeda americana. Quando o anúncio da dolarização foi feito em janeiro de 2000, esse percentual superava 58%. Em dezembro do mesmo ano, os depósitos em dólares atingiram mais de 97% do total.

A dolarização plena do Equador persiste há quase duas décadas. Nesse período, a taxa de inflação se manteve em um nível baixo, apesar de ter superado a inflação americana em mais de 40 pontos percentuais (FMI, 2018). O crescimento econômico foi elevado, da ordem de 4% ao ano em média. O déficit comercial entre 2009 e 2017 não chegou a preocupar. Situou-se em 1,8 % do Produto Interno Bruto em média, mas foi acompanhado por um relativo equilíbrio da conta corrente (BANCO MUNDIAL, 2018).

Entretanto, desde 2008, o desequilíbrio das contas fiscais tem se mantido em níveis elevados para um país que adotou um sistema monetário tão rígido. Como se pode ver no Gráfico 1, as necessidades de financiamento do setor público aumentaram de um nível próximo de zero em 2008 para um déficit de 8,2% do PIB em 2016. Isto levou a uma rápida expansão da dívida pública em um curto espaço de tempo, que atingiu 45% do PIB em 2017, contra 20% em 2013 (Gráfico 2). O governo que tomou posse em 2017 vem reduzindo o déficit, mas não conseguiu sustentar o nível crescente de endividamento no mercado doméstico e internacional. As taxas de juros subiram alcançando, em janeiro de 2019, 10,75% ao ano, para títulos públicos de 10 anos, 3 pontos percentuais a mais que um ano antes.

2 Ver a experiência da França entre 1981 e 1983, do Japão em 1989- 1994 e Reino Unido em 1992.



Fonte: FMI

Esse processo de deterioração fiscal também comprometeu a capacidade de atuação do banco central de dois modos diferentes. Reduziu o volume de ativos em moeda estrangeira da instituição, que foi obrigada a expandir seus depósitos com base em títulos públicos, e reduziu perigosamente o nível de reservas internacionais, o que forçou o governo do Equador a fazer um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) no início de 2019. No início de 2019, não fosse pelos recursos desembolsados pelo FMI, as reservas internacionais equatorianas seriam negativas em US\$ 1,7 bilhão (FMI, 2019).

Diante desse cenário, esse artigo tem como objetivo principal analisar a experiência da dolarização do Equador a partir de uma perspectiva minskyana. Para isso, inicialmente apresentaremos as linhas gerais da teoria de Hyman Minsky da fragilidade financeira, para posteriormente desenvolvermos sua visão sobre a moeda e sobre a hierarquia dos sistemas monetários. Na quarta seção, aplicaremos esse referencial ao atual sistema monetário equatoriano. Por fim, seguem-se as conclusões.

2. Minsky e a Hipótese da Instabilidade Financeira

Segundo Hyman Minsky³, em uma economia de mercado em que existe um sistema financeiro razoavelmente desenvolvido, há uma tendência a que empresas e bancos especulem com seus fluxos de caixa esperados. Assim, são concedidos empréstimos no presente com base em uma expectativa de receitas correntes cada vez mais inseguras para atender ao pagamento de juros e de amortizações no futuro. Desse modo, muitos financiamentos passam

3 Hyman Minsky, economista americano da escola pós-keynesiana, ficou mundialmente conhecido por suas contribuições ao conhecimento das crises financeiras do sistema capitalista. Seu objetivo era explicar porque economias capitalistas avançadas tendem endogenamente à instabilidade financeira e por que, uma situação financeira adversa pode se converter em uma crise de proporções macroeconômicas (Minsky, 1986 e 1992). Essa perspectiva é teoricamente contrária à visão dominante no pensamento econômico tradicional de que os mercados tendem inexoravelmente ao equilíbrio, a menos que sejam impedidos por um choque externo ou por um erro de política econômica.

a ser efetivados mesmo quando a previsão de receitas operacionais líquidas do credor se mostra insuficiente para garantir o pagamento da dívida.

Nesse tipo de operação de crédito já se prevê, portanto, a necessidade de um refinanciamento da dívida antes do prazo final do serviço de dívida. Quando isso acontece, as empresas e seus bancos ficam sujeitos ao risco relacionado às mudanças nas condições de preço e de prazo, que serão oferecidas pelo mercado no momento em que essa renegociação se der no futuro. Quanto mais o quadro de estabilidade financeira de uma economia se prolonga, menor tende a ser a robustez dos balanços das empresas, das famílias e do governo e, conseqüentemente, maiores as chances de que flutuações no nível de atividade se transformem em crises financeiras de porte. Ao mesmo tempo, quanto mais longo o prazo envolvido nessas renegociações, menores são as condições de se estimar os termos dos empréstimos que serão oferecidos.

Do ponto de vista microeconômico, essa degradação nos balanços dos agentes econômicos provoca uma mudança para pior na qualidade do risco financeiro da economia. Para explicar esse fenômeno, Minsky faz uso de uma taxonomia em que esses agentes são divididos em três classes, conforme o nível de risco que apresentam. O primeiro grupo é formado pelas unidades do tipo *hedge*⁴ ou robustas. São aquelas que se espera que paguem integralmente o serviço de sua dívida (juros e principal) ao longo de todo o período de pagamento do empréstimo apenas com os fundos provenientes de suas receitas correntes (vendas, salários, aluguéis etc.). Assim, os credores não precisam se preocupar com as flutuações que venham a ocorrer nas condições praticadas pelo sistema financeiro.

O segundo grupo inclui os agentes que estão em uma posição especulativa ou expostos a risco. Essas unidades se encontram em uma posição mais frágil por que suas receitas correntes permitem o pagamento dos juros, mas uma parte das amortizações terão que ser refinanciadas com novos créditos ou com a venda de ativos.

Existem, no entanto, situações em que o descompasso entre as receitas correntes e os pagamentos de dívida são tão elevados que o agente econômico é obrigado a tomar mais empréstimos apenas para manter em dia o pagamento de seus débitos. Isto significa que nem os juros serão integralmente pagos com as receitas correntes e precisarão ser refinanciados junto com as amortizações. Essa unidade passa então a integrar um terceiro grupo de risco, formado pelas Ponzi ou muito fragilizadas. Em condições adversas de mercado, são grandes as possibilidades de agentes do tipo Ponzi não conseguirem sobreviver a uma renegociação.

Para Minsky (1986: 209), “o principal determinante de instabilidade em uma economia é a mistura entre o financiamento *hedge*, especulativo e Ponzi. A existência de uma grande componente de posições financiadas dessas duas (últimas) formas é (condição) necessária para a instabilidade financeira”. Assim, o sistema econômico como um todo se torna mais frágil na medida em que mutuários fragilizados tomam o lugar de devedores menos arriscados. Este processo pode chegar a uma crise financeira. O governo é então forçado a entrar em cena. Bancos e empresas terão que ser resgatados e a arquitetura regulatória será substituída por uma nova, construída, em princípio, a evitar a eclosão de uma nova crise financeira nos moldes da anterior.

4 O termo *hedge* não possui uma tradução adequada na língua portuguesa, mas o jargão utilizado no mercado financeiro é “casado”, o que significa que os fluxos de pagamento e indexadores da dívida encontram contrapartida adequada no ativo do empreendimento.

3. O Papel da Moeda nas economias modernas desde uma perspectiva minskyana

A moeda é tratada pela literatura econômica de formas diferentes. No pensamento clássico, sua origem está associada à divisão do trabalho e ao escambo. Nesse contexto, a moeda é tão somente um tipo de mercadoria que se destaca das demais na operação das trocas. Apresentaria vantagens pelas características intrínsecas que possui, tais como durabilidade e transferibilidade. Isto as torna naturalmente mais atrativas para desempenhar o papel de meio de troca, ou seja, lhes conferiria a condição de liquidez. Isto, por exemplo, explicaria a preferência pelos metais.

Essa versão, formulada por Adam Smith (1776, pp. 28, 39), encontra forte questionamento por parte de antropólogos e historiadores, simplesmente por não serem encontradas evidências históricas de sociedades primitivas, que tenham se organizado com base no escambo (GRAEBER, 2011; FELIX, 2014).

Em oposição à concepção clássica, existe a perspectiva cartalista que vê a moeda como uma criatura do Estado e não do mercado. No Tratado da Moeda, publicado em 1930, Keynes afirma que:

The State, therefore, comes in first of all as the authority of law which enforces the payment of the thing which corresponds to the name or description in the contracts. But it comes in doubly when, in addition, it claims the right to determine and declare what thing corresponds to the name, and to vary its declaration from time to time - when, that is to say, it claims the right to re-edit the dictionary. This right is claimed by all modern states and has been so claimed for some four thousand years at least. (KEYNES, 2013:4)

O termo cartalismo foi cunhado por Friedrich Knapp (1924), mas a origem desse tipo de visão é mais antiga e pode ser encontrada até mesmo em Adam Smith⁵. De acordo com Knapp, o dinheiro utilizado em um determinado país é fruto da decisão do Estado de aceitar um tipo específico de ativo como meio de pagamento do público para suas obrigações fiscais. Essa especificidade garante a esse ativo uma vantagem de liquidez sobre seus eventuais concorrentes e não deve ser confundida com o curso forçado da moeda estabelecido em lei. Esse mecanismo reforça, mas não determina, o uso da moeda cartalista. O dinheiro não está, assim, limitado a nenhuma das formas concretas em que tem sido representado: mercadoria (metais), fidúcia (papel moeda inconvertível) e depósitos à vista (bancário). Todas podem ser utilizadas, se forem igualmente aceitas pelo Estado como meios de pagamento de tributos.

Keynes ampliou o conceito de Knapp ao apontar que a maior liquidez da moeda está não só relacionada à capacidade de liquidar os impostos, mas também à de pagar dívidas, ou seja, ser a unidade de conta e o meio de pagamento dos contratos. Esses instrumentos de natureza privada criam obrigações de pagamento na moeda do Estado, uma vez que cabe ao Poder Judiciário forçar

5 "A prince, who should enact that a certain proportion of his taxes should be paid in a paper money of a certain kind, might thereby give a certain value to this paper money". (SMITH, 1776:556)

um devedor inadimplente a saldar seus débitos. É por esse motivo que Keynes, no trecho transcrito anteriormente, fala não só do poder do Estado de fazer cumprir o “dicionário” (leis de curso forçado), mas também de reescrevê-lo, ou seja, de redefinir compulsoriamente aquilo que é aceito como moeda e, conseqüentemente, mudar unilateralmente a unidade de conta dos contratos.

Do ponto de vista da teoria macroeconômica, há também visões antagônicas sobre o papel da moeda nas economias. Para os quantitativistas clássicos, o dinheiro é neutro, ou seja, é incapaz de afetar variáveis reais, tais como o nível de atividade e o de emprego. O aumento da sua quantidade é a causa única da inflação, que, por sua vez, é sua única consequência. A versão quantitativista friedmaniana aceita que pode haver, no curto prazo, algum efeito passageiro sobre o nível de renda. Entretanto, no longo prazo, a moeda continuaria a ser neutra. Todo o impacto gerado pela variação na quantidade de dinheiro se dissiparia integralmente em variações nos preços (FRIEDMAN, 1973).

Os keynesianos, diferentemente, afirmam que a moeda tem um papel ativo no sistema econômico. Em uma economia moderna, deter saldos monetários ociosos ou inativos⁶

(...) constitui um instrumento de defesa de cada agente econômico frente à incerteza quanto ao comportamento dos demais no futuro [e] deixa, assim, de ser um ativo estéril, como propugnava a teoria quantitativa. Mesmo não rendendo juros, apresenta um prêmio - sua liquidez - que, em um contexto de incerteza, pode ser mais atraente do que um retorno financeiro” (TORRES, 1991:28).

Assim, a moeda, não seria neutra, a menos em situações particulares⁷.

Minsky, apesar de ser um keynesiano, desenvolveu uma linha de análise para o papel da moeda com um foco diferente do perseguido por Keynes. Sua preocupação principal não era, como a de seu mestre, com a determinação do nível de atividade, mas com os determinantes endógenos das crises financeiras que periodicamente abalam as economias.

Para ele, “capitalism is essentially a financial system and the peculiar behavioral attributes of a capitalist economy center around the impact of finance upon system behavior” (MINSKY, 1967:33). Por esse motivo, o foco de sua análise se voltou para o impacto que as entradas e as saídas de recursos monetários (fluxo de caixa) têm sobre o comportamento dos agentes econômicos e “to analyze how financial commitments affect the economy it is necessary to look at economic units in terms of their cash flows” (MINSKY, 1986: 221).

A visão do fluxo de caixa revela que todos os agentes econômicos precisam obedecer a uma norma básica: suas receitas em dinheiro têm, a todo momento que ser iguais ou superiores a suas despesas. A consequência do descumprimento dessa norma para o transgressor é sofrer, por meio de um processo judicial, uma intervenção por parte de seus credores ou simplesmente

6 Saldos inativos são os depósitos à vista (ou aplicações muito líquidas) mantidos pelas empresas e pelas famílias que não estão destinados a despesas previstas em seus fluxos de caixa.

7 Essa exceção seria o caso de uma armadilha da liquidez (*liquidity trap*) em que a taxa de juros chegou a um nível tão baixo que os agentes econômicos acreditam em sua grande maioria que ela deverá subir em breve. Diante disso, eles preferem reter qualquer aumento na oferta de moeda realizado pelo banco central esperando a oportunidade para usar esses fundos no futuro na compra de ativos que venham a render mais. Essa percepção torna a taxa de juros insensível à baixa, neutralizando qualquer efeito que a política expansionista do banco central possa ter sobre as variáveis reais.

ser dissolvido (falência). Trata-se de uma regra que Minsky chamou de *survival constraint* ou “restrição de sobrevivência” (MINSKY, 1954:127)⁸.

Desse ponto de vista, o sistema monetário deve, antes de tudo, ser visto como um mecanismo social que gera um regime disciplinar essencial ao funcionamento de uma economia de mercado. A restrição de sobrevivência (RS) é assim um mecanismo social que coordena a atuação de agentes privados autônomos, que estão sujeitos a erros e à ação da incerteza e, portanto, a ônus (prejuízos) e bônus (lucros).

Por ser uma construção social, a restrição de sobrevivência opera na economia real de várias formas, segundo a posição de cada ator ocupa na hierarquia de um sistema monetário nacional (SMN). A Figura 1 descreve um SMN típico em que existe uma moeda nacional que: desempenha com exclusividade as funções de meio de troca, unidade de conta e reserva de valor; goza de curso forçado; e é emitida por um banco central estatal – a moeda pública – e pelos bancos comerciais – depósitos à vista.

Nesse sistema há quatro níveis de hierarquia. O piso inferior (N1) engloba os Agentes Não-Monetários (ANM), ou seja, as famílias, empresas, entidades públicas e instituições financeiras, à exceção dos bancos comerciais. Esses atores têm em comum o fato de não serem capazes de emitir moeda. O segundo nível (N2) é composto pelos bancos comerciais, ou seja, pelas instituições que emitem depósitos à vista para as ANM. Esses bancos estão sujeitos a uma forma particular de restrição de sobrevivência, operada a partir de um tipo de uma moeda que não emitem, os depósitos à vista no banco central, mas que são obrigados a manter. O papel dos bancos comerciais é assim o de administrar a expansão da oferta de moeda para os agentes de N1 sem comprometer a sua restrição de sobrevivência em N2, que lhes é imposta em reservas pela autoridade monetária. Essa ação flexibilizadora dos bancos afeta a curva de juros do mercado.

Figura 1: Esquema da Visão Monetária Minskyana para uma Economia Típica



Fonte: Elaboração do autor

8 Keynes, apesar de não ter se debruçado sobre a moeda como mecanismo de disciplina econômica, identificou a relevância desse tema em diferentes momentos de sua obra. Em seu livro “Tratado sobre a Moeda” de 1930, quando tratou do sistema monetário internacional, apontou que: “[Gold] limits the discretion and fetters the independent action of the government or central bank of any country” (KEYNES, 2013:267). O padrão ouro estabelecia um *survival constraint* para todos os países, inclusive para o emissor da moeda internacional principal, na época, a libra esterlina. Esse mesmo ponto aparece na “Teoria Geral” em 1936, tratou do motivo precaucional de demanda de moeda, que compreende o comando sobre uma quantidade de dinheiro para equilibrar flutuações imprevistas de fluxo de caixa e, com isso, evitar o limite do *survival constraint*.

O terceiro nível (N3) inclui uma única instituição, o banco central emissor da moeda nacional. Esse banco não possui limitação para emitir a moeda do país. Tem uma capacidade quase infinita para flexibilizar a RS das instituições que compõem o N2 – os bancos comerciais – e utiliza essa faculdade para determinar a taxa de juros básica do mercado. Entretanto, os bancos centrais também estão sujeitos a um tipo de RS, só que na moeda estrangeira. Por esse motivo, é o administrador das reservas internacionais da nação. É um ator importante na operação diária do mercado de câmbio, onde tem um papel de intervenção para evitar oscilações indesejadas que possam comprometer o funcionamento dos mercados domésticos, que usam a moeda de sua emissão.

O último nível (N4) da hierarquia do SMN é o da moeda internacional. O fluxo de caixa em dólares de uma nação é formado por operações rotineiras, pulverizadas entre os diferentes agentes econômicos nacionais. Existem as transações comerciais que são fechadas diretamente entre as ANM locais e estrangeiras. Há também as operações financeiras entre, de um lado, as ANMs e os bancos comerciais nacionais e, de outro lado, os financiadores no exterior. Normalmente, esses fluxos não se equilibram. Por esse motivo, os bancos centrais atuam rotineiramente nos mercados de câmbio oferecendo ou adquirindo moeda estrangeira tendo em vista a manutenção de taxas de câmbio fixas ou de bandas no caso de essas taxas serem flutuantes.

Para entender a operação entre os diversos níveis do SMN é preciso, inicialmente, ter presente que os sistemas monetários modernos oferecem dois tipos de instrumentos para que cada agente possa administrar sua respectiva RS. Existem os mecanismos de precaução (MP) e os de flexibilização (MF). Os mecanismos de precaução permitem a circulação entre os agentes de um mesmo nível hierárquico das somas de dinheiro já disponíveis. Essas operações, portanto, não afetam a quantidade de moeda já existente para esses mesmos atores. Incluem-se entre os principais MP: os depósitos à vista mantidos acima das necessidades de seus gastos correntes, a tomada de empréstimos ou a venda de ativos a agentes econômicos do mesmo nível.

Os mecanismos de flexibilização reúnem as operações entre os agentes de um nível da hierarquia e as instituições que estão posicionadas acima. Assim, quando uma ANM recorre a um empréstimo bancário, a quantidade de moeda em N1 aumenta e vice-versa. Do mesmo modo, quando um banco toma um empréstimo junto ao banco central, a quantidade de reservas aumenta e, quando quita, dá-se o inverso. Adicionalmente, se um banco vender um ativo para o banco central – por exemplo, um título de dívida pública em uma operação compromissada – a quantidade de reservas aumenta e vice-versa. Se essa venda ao banco central for feita por uma ANM, o impacto da expansão se dará simultaneamente no Nível 1 e no Nível 2, já que os bancos comerciais sempre servem como intermediários dos depósitos realizados pelo banco central. Todos os MP e MF devem ser considerados como de instrumentos de seguro contra os possíveis danos ocasionados pela efetivação de uma restrição de sobrevivência, tanto no nível individual quanto no coletivo.

Na prática, a ordem de prioridade de mobilização de recursos dos agentes no caso das ANM são as receitas correntes e os empréstimos junto a bancos ou outras instituições. Os demais instrumentos precaucionais são mobilizados apenas em situações emergenciais. O mecanismo de flexibilidade é, assim, acionado rotineiramente, expandindo ou contraindo automaticamente a oferta de moeda, conforme a demanda global dos agentes não monetários.

A capacidade expansiva do sistema de bancos comerciais está, por sua vez, sujeita a sua própria RS. Assim, na medida em que os bancos flexibilizam a restrição de sobrevivência de seus clientes, comprometem seu próprio fluxo de caixa junto ao banco central. Além disso, essas ins-

tuições são obrigadas a garantir a seus depositantes, a qualquer momento, a conversibilidade em papel moeda dos depósitos à vista que emitem. Essa troca precisa sempre ser feita ao par, ou seja, a uma proporção fixa de uma unidade de depósito à vista por uma unidade de papel moeda.

A restrição de sobrevivência dos bancos comerciais permite que o banco central, que é o emissor tanto das reservas bancárias quanto do papel moeda, exerça um grande poder sobre essas instituições. Normalmente, essa atuação se dá através da fixação da taxa de juros básicas do mercado. Entretanto, caso uma instituição bancária, isoladamente, rompa a sua RS – deixando de honrar obrigações na compensação entre bancos em contas de reservas – o banco central se verá diante de um dilema. Poderá preservar a disciplina de mercado e promover a liquidação da instituição inadimplente⁹. Alternativamente, poderá aumentar o volume de reservas e de papel moeda à disposição dos bancos, relaxando assim a pressão sobre o limite de sobrevivência dessas instituições.

Finalmente, as economias nacionais e seus bancos centrais não são, no mundo globalizado atual, entidades autárquicas. Pelo contrário, estão fortemente interligados entre si a partir de uma mesma moeda internacional, emitida pelo sistema monetário nacional dominante, o norte-americano. Desse ponto de vista, todos os países – com exceção dos Estados Unidos¹⁰ – estão sujeitos a uma restrição de sobrevivência na moeda estrangeira.

Os bancos centrais nacionais, a exemplo do que acontece nos níveis hierarquicamente inferiores de um SMN típico, contam com seus próprios mecanismos precaucionais, como suas reservas internacionais e a venda de seus ativos internacionais. Esses mecanismos de liquidez externa serão utilizados sempre que o Banco Central e o Tesouro Nacional não consigam mais recorrer a empréstimos em moeda estrangeira junto a agentes econômicos internacionais – privados, de governos de outros países ou multilaterais. Nesse caso, o governo local estará, do ponto de vista minskyano, em uma posição financeira fragilizada.

Na prática, a flexibilidade na moeda internacional opera por meio de diferentes agentes e mecanismos localizados nos três primeiros níveis de um sistema monetário nacional. Esse serviço de liquidez, por sua vez, está sujeito a um preço, formado pela taxa de câmbio e pela taxa de juros do país na moeda internacional. Esse último componente é composto por uma taxa básica, que corresponde ao risco do país (ou risco do soberano), acrescida, no caso dos demais tomadores que não o Tesouro Nacional, de um custo adicional referente a seu risco específico de crédito.

O sistema monetário internacional atual é formado basicamente por nações que operam com contas de capital abertas utilizando o dólar americano. Assim, todos os agentes domésticos (N1 e N2) podem acessar diretamente financiamentos externos. Cada país, individualmente, funciona como se fosse uma unidade especial do tipo N1 do sistema monetário americano, composta por diferentes agentes que apresentam em comum algumas especificidades de risco, em particular o cambial.

Os bancos locais têm vantagens nessa captação externa sobre os agentes de N1. Normalmente conseguem obter empréstimos em melhores condições por apresentarem um risco menor por serem, a princípio, emissores de depósito à vista na moeda local e, portanto, estarem sujeitos a uma regulação mais estrita e, de modo muitas vezes implícito, a um resgate do governo nacional em uma situação de crise.

9 Nesse caso, poderá se surpreender com uma crise bancária grave tendo em vista a forte integração entre os fluxos de caixa dos bancos. Esse problema foi uma das causas da Crise Financeira Internacional de 2008.

10 Como o dólar cumpre atualmente esse papel, o banco central americano – o Fed – é a única instituição que goza do privilégio de plena imunidade frente à restrição de sobrevivência – e, conseqüentemente, os Estados Unidos.

O governo, através do Tesouro Nacional (incluído no N1 nacional) é normalmente outro ator diferenciado na tomada de recursos externos por seu porte elevado e pelo fato de ser, junto com o banco central (N3), o titular das reservas internacionais do país. Esses fundos são representativos, por causa do tamanho relativo que normalmente têm e são utilizados como mecanismos de estabilização do mercado cambial doméstico.

Na prática, as captações de recursos e os pagamentos no exterior são rotineiramente feitas através do mercado privado de dólares, em particular o Euromercado. Essa é a fonte primária de flexibilidade e de disciplina do sistema monetário internacional. Segundo Mehrling (2015:1):

In effect, deficit countries typically settle daily not with owned reserves but rather with borrowed reserves, reserves borrowed either directly or indirectly from surplus countries in the private international money market. In this way short term capital flows facilitate international commerce, both gross and net, on both capital and trade account.

O banco central e suas reservas não são importantes nessas transações ordinárias. Seu papel é garantir condições para que o sistema monetário nacional sofra o menor impacto possível de variações intensas e de curto prazo nos fluxos de seu mercado em moeda internacional. No caso do FED, o banco central americano, a situação é diferente. Na prática, não há grandes diferenças entre seu sistema monetário nacional e o internacional. Ambos operam na sua moeda – o dólar – e são muito integrados. Entretanto, como se viu na crise internacional de 2008, o banco central americano se viu obrigado a operar diretamente como banco central do sistema monetário internacional, uma vez que os mecanismos que integravam os bancos americanos aos demais deixaram de operar (TOOZE, 2018).

4. Uma visão minskyana do sistema dolarizado equatoriano

O Equador, por causa do tipo de dolarização que adotou, configura, na visão minskiana, um caso particular de sistema monetário nacional. Seu Nível 1 é idêntico ao que existe nos países que utilizam uma moeda própria, uma vez que também é composto pelos mesmo agentes não-monetários: famílias, empresas, entidades governamentais e instituições financeiras não bancárias (Figura 2).

Figura 2. O Atual Sistema Monetário do Equador

Fonte: Elaboração do autor

Seu Nível 2, no entanto, apresenta uma grande diferença frente ao exemplo que é ilustrado na Figura 1. Os bancos comerciais continuam presentes, oferecendo depósitos à vista e crédito, flexibilizando o limite da sobrevivência das instituições incluídas no “andar” de baixo (N1). Do mesmo modo, essas instituições estão sujeitas a um *survival constraint* administrado pela autoridade monetária equatoriana, com base nas reservas que detêm junto a ela.

O banco central equatoriano deve também ser visto como uma instituição de Nível 2, com características especiais. É, na prática, um banco público atacadista de grande porte, que atende ao governo e aos bancos comerciais, e que disponibiliza um sistema próprio de liquidação. O sistema monetário nacional do Equador é assim, por causa da dolarização, composto por apenas dois níveis, o N1 e o N2. O Nível 3 é ocupado diretamente pelo sistema financeiro internacional.

Os depósitos à vista dos bancos equatorianos e as contas de reservas que detêm junto ao banco central são moedas bancárias nacionais, denominadas na unidade de conta americana. Não são legalmente dólares americanos, a exemplo dos depósitos criados em outros mercados dolarizados fora dos Estados Unidos, como o Euromercado. Isso limita, mas não elimina de todo a capacidade de o Banco Central do Equador flexibilizar o limite de sobrevivência dos bancos sob sua responsabilidade. A autoridade monetária equatoriana continua podendo criar reservas, sem lastro em moeda estrangeira, simplesmente realizando operações de recompra com títulos públicos do Banco Central ou do Tesouro Nacional, independentemente das operações diretamente envolvendo moeda americana *stricto sensu*.

Entretanto, sua capacidade de flexibilizar está limitada pela obrigação que o regime cambial lhe impõe de converter ao par seu passivo monetário (reservas) em papel moeda dos Estados Unidos ou em depósitos no exterior. Assim, pelo fato de não emitir moeda própria, não detém mais o poder para estender ilimitadamente o *survival constraint* das instituições bancárias em sua jurisdição.

Para reforçar seu caixa em moeda americana *stricto sensu*, o Banco Central dispõe, além de suas reservas internacionais, dos saldos compulsórios e voluntários dos bancos estabelecidos no país e dos recursos do fluxo de caixa e dos saldos do Tesouro Nacional. Adicionalmente, essas instituições podem lançar mão de linhas de liquidez em moeda conversível, passíveis de ser mobilizadas sob demanda. Existem linhas de crédito desse tipo oferecidas por instituições privadas, pelo Fundo Monetário Internacional e por alguns países. Um exemplo recente desses

instrumentos bilaterais entre países são os contratos de empréstimo de liquidez oferecidos pelos bancos chineses a vários governos e grandes empresas latino-americanas.

Assim, o sistema monetário equatoriano, em uma situação de crise grave, tem que se ajustar automaticamente a seu limite de sobrevivência externo. Como não emite moeda própria e, conseqüentemente, não dispõe de uma taxa de câmbio, todo o ajuste ao *survival constraint* será feito sobre os agentes domésticos e, conseqüentemente, sobre o nível de atividade. Não há como amortecer um choque de grandes proporções por meio de uma política monetária doméstica expansiva compensatória e da desvalorização da taxa de câmbio, como no caso dos países que possuem moeda nacional.

O sistema de preços relacionados aos mecanismos de flexibilidade monetária no Equador opera de forma um pouco diferente do que acontece nos demais países. Como inexistente uma taxa de câmbio, toda a pressão, no caso de uma restrição externa, impacta diretamente os mecanismos de flexibilidade entre os Níveis 1 e 2. Em um primeiro momento, as taxas de juros internas deveriam subir para reduzir a pressão da demanda de crédito e de moeda domésticos e aumentar a atratividade dos financiadores estrangeiros.

Entretanto, se esse instrumento se mostrar insuficiente, o resultado será uma desconfiança do mercado com relação à capacidade de os bancos locais e de o Banco Central conseguirem sustentar o regime de dolarização vigente. Essa dúvida se transformará em uma maior demanda por ativos em dólar, que estejam fora da jurisdição equatoriana. Em termos de moeda, haverá uma maior demanda pela conversão de depósitos à vista em papel moeda americano ou em depósitos no exterior. O resultado será uma redução forçada na disponibilidade de moeda doméstica e, por conseqüente, uma eventual tendência de a economia equatoriana ser objeto de um processo de deflação nos preços dos bens, serviços e ativos. No limite, pode haver a necessidade de impor controles de capital, como ocorreu na Grécia e em Chipre em 2013.

A resposta da economia a um ajuste deflacionário dependerá, do ponto de vista minskyano, da composição entre unidades robustas, expostas e frágeis. Nesse grupo se incluem não só as ANMs, mas também aquelas que integram o Nível 2. Se houver uma concentração de agentes *hedge* na economia naquele momento, o impacto deflacionário sobre o nível de atividade e de emprego tende a ser de menor intensidade. Entretanto, no caso de um banco importante ou de uma instituição relevante sistemicamente – uma *Systemically Important Financial Institution (SIFI)* – ser muito afetado, a situação pode levar a uma crise financeira de maiores proporções.

O desencadeador de uma crise financeira pode ser de origem interna ou externa ao sistema monetário equatoriano. Em ambos os casos, o impacto sistêmico do choque irá depender do grau de robustez dos atores domésticos. A presença relevante de agentes em situação muito especulativa ou mesmo Ponzi pode exponenciar o impacto de um problema que anteriormente era visto como algo localizado. Bancos e SIFIS locais são, desse ponto de vista, focos potenciais relevantes de origem ou de propagação de uma crise financeira.

Entretanto, dentre todos os atores domésticos, o agente mais importante financeiramente é o conjunto formado pelo Banco Central do Equador e pelo Tesouro Nacional. Essas instituições têm grande importância macroeconômica por causa de sua elevada participação na renda interna (PIB), no estoque de ativos financeiros nacionais e na liquidez dos mercados. A robustez financeira dessas instituições é uma âncora essencial do ponto de vista da estabilidade financeira.

Assim, o regime monetário equatoriano, pelas limitações que impõe aos mecanismos do-

mésticos de flexibilização, recomenda que o monitoramento financeiro das instituições públicas e das principais instituições privadas seja feito com base em parâmetros mais restritivos do que os mínimos que são adotados internacionalmente.

5. Conclusões

O exemplo recente do Equador mostra que a inserção dos países emergentes ao sistema financeiro globalizado ainda é um problema a ser solucionado. A natureza procíclica dos mercados financeiros facilitou muito a retomada do crescimento nessas regiões do globo, depois da década perdida nos anos 1990. Essa recuperação teve início nos anos 2000, quando o ciclo altista dos preços internacionais foi muito favorável aos países exportadores de matérias-primas. Esse cenário permitiu que, por diferentes modelos de sistemas monetários e financeiros, várias dessas nações conseguissem prolongar trajetórias relevantes de crescimento a taxas relativamente elevadas, muitas vezes acompanhadas pela incorporação ao mercado de camadas da população anteriormente excluídas.

O Equador é um exemplo desse processo. Ao adotar um sistema monetário extremamente rígido, por que plenamente dolarizado, o país conseguiu sustentar por mais de uma década altas taxas de crescimento com inclusão social. Entretanto, tanto os atores políticos quanto os investidores internacionais esqueceram que o sistema monetário internacional continua baseado em uma moeda hegemônica, perante a qual todos os demais países têm que observar uma restrição de sobrevivência.

A introdução, destruição e recriação de sistemas monetários não é uma tarefa simples. Normalmente requer um ajustamento doloroso das economias e dos sistemas financeiros locais às novas regras. As crises que se sucederam ao redor do mundo a partir dos anos 1980 podem ser vistas como momentos de reestruturação e ajustamento nacionais ao novo sistema baseado no dólar flexível. A experiência de dolarização equatoriana configura um caso particular dentro desse processo.

Do ponto de vista minskyano, a característica principal do modelo de dolarização equatoriano é ter abolido sua moeda nacional. A consequência dessa medida é a imposição de uma forte limitação a seus mecanismos endógenos de flexibilidade, tradicionalmente operados na moeda nacional pelos bancos centrais conjuntamente com seus os bancos comerciais.

Outra consequência desse tipo de opção é a inexistência de uma taxa de câmbio, o que transmite uma sensação de segurança para os agentes econômicos – particularmente às camadas sociais mais ricas e às empresas internacionais – em suas transações locais. Essa inflexibilidade, no entanto, torna mais difícil, em situações de crise financeira, ajustar a economia doméstica, sem recorrer a um processo deflacionário, normalmente custoso em termos econômicos, sociais e políticos.

A ausência de uma moeda nacional e, por conseguinte, de uma taxa de câmbio, faz com que as pressões de mercado sejam transmitidas diretamente para o mecanismo de flexibilidade monetária existente entre os bancos comerciais e seus clientes – famílias, empresas e órgãos de governo. Nesse meio de campo, o único anteparo nacional existente é o uso do poder fiscal e do

monetário remanescente (banco central) para absorver essas pressões. Caso isso não detenha o processo de deterioração, o aumento da desconfiança testará diretamente a capacidade de o sistema monetário doméstico sustentar a conversão ao par entre a moeda nacional – os depósitos à vista dos bancos locais e as contas reservas junto ao banco central – e a internacional, o papel moeda norte-americano e os depósitos no exterior. As tentativas recentes de ajustamento fiscal no Equador são ações que buscam proteger o sistema monetário e a riqueza a ele associada desse tipo de disrupção.

Entretanto, conforme apontado por Minsky, em um ambiente de fragilidade financeira como é o que o Equador atravessa, a disparada de uma crise financeira também pode advir da quebra – ou da perspectiva de quebra – de um banco ou uma instituição financeira locais sistemicamente importantes. A existência de atores em posições muito especulativas ou mesmo Ponzi podem acionar o gatinho da derrocada do sistema monetário e financeiro equatoriano. Basta, que para isso, um pânico se instale entre investidores que, dentro de um efeito manada, busquem se proteger transferindo seus ativos para o exterior.

Por esse motivo, uma economia plenamente dolarizada como a do Equador precisa ter uma forte preocupação com a fragilidade financeira de suas empresas, famílias, bancos e governo. Em um mundo globalizado, uma crise pode se instalar rapidamente por choques endógenos ou exógenos. Seu desencadeamento inclusive pode ser feito por meio de ataques devastadores, sob o comando de agentes especulativos, como os *hedge funds*, atraídos pelo potencial de ganho que esse tipo de operação lhes pode oferecer. Isso é evidenciado pelas experiências do Reino Unido em 1992 e da Ásia em 1997 (MALABY, 2010).

A forma de se proteger de crises financeira está diretamente ligada à robustez dos mecanismos de precaução que o país dispõe, em particular de suas disponibilidades de recursos em moeda internacional mobilizáveis no curto prazo. São também relevantes para tanto, a manutenção de níveis muito baixos de fragilidade financeira nos mais importantes agentes econômicos domésticos, particularmente os bancos comerciais, o banco central e o Tesouro Nacional. O monitoramento da fragilidade financeira macroeconômica, das principais empresas públicas e privadas deve ser um mecanismo precaucional importante para o Equador e a metodologia *minskyana* pode servir perfeitamente a esse propósito.

Os dados financeiros de 2019 mostram que a situação financeira do Estado equatoriano já se encontra em um estágio avançado de fragilidade. A capacidade de o Tesouro tomar recursos diretamente em mercado – principal mecanismo de flexibilização – está comprometida pelas taxas demasiadamente elevadas cobradas pelos investidores pelo elevado risco de suspensão de pagamentos. O banco central – no papel de banco atacadista – teve seu balanço precarizado nos últimos anos pela necessidade de dar liquidez aos títulos públicos domésticos. As reservas internacionais – mecanismo de precaução essencial – já não existem.

Essas condições revelam um quadro crítico de risco país do Equador, que em termos *minskyanos* seria classificado como Ponzi ou muito fragilizada. Na prática, o país já entrou em uma forma de reestruturação de dívidas, na medida em que tomou recursos do FMI para garantir a operação de sua economia, em troca da supervisão e condicionalidades impostas pelo Fundo. A reação popular no Equador às medidas de ajuste econômico mostra, no entanto, que o caminho do ajuste esbarra em fortes entraves dos limites políticos que um sistema nacional dolarizado necessita cobrar da população para continuar operando. Não há dúvidas que a lógica desse processo

indica que o custo para preservar o valor dolarizado da riqueza, que tem por base a economia equatoriana, tenderá a afetar mais intensamente as camadas sociais que foram recentemente integradas ao mercado. O problema distributivo implícito pode se tornar um impeditivo absoluto à estratégia de ajuste gradual em curso. Nesse caso, se fará necessário operar uma ruptura profunda no sistema monetário equatoriano por meio da criação de uma nova moeda nacional que promovesse também ajustes no valor da riqueza e, portanto, perdas para as camadas mais ricas da sociedade.

Referências

- DARVAS, Z., Hüttl, P.; MERLER, S.; THOMAS WALSH, T. (2015). Analysis of developments in EU capital flows in the global context. Final Study Bruegel, n. 2015.2574. Disponível em: <https://ec.europa.eu/info/system/files/study-bruegel-capital-flows-03112015_en.pdf> Acesso em: 07/07/2018
- FED (2018). *Central bank liquidity swaps*. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bst_liquidityswaps.htm> Acesso em: 10/01/2019
- FRIEDMAN, M. (1973). The Quantity Theory of Money. In: WALTERS, A. (ed.), *Money and Banking*, Penguin, 1973.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (2019). *Staff Report for the 2019 Article IV Consultation and Request for an Extended Arrangement under the Extended Fund Facility*. Disponível em: <<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/03/20/Ecuador-Staff-Report-for-the-2019-Article-IV-Consultation-and-Request-for-an-Extended-46682>> Acesso em: 16/08/2019.
- _____ (2018). *World Economic Outlook Database*. Abril. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/datamapper/datasets/WEO>> Acesso em: 16/08/2019.
- GIFFEN, Robert (1891). The Gresham Law. *Economic Journal I*, n. 2 pp. 304-6.
- GRAEBER, D. (2011). *Debt: The first 5,000 years*. Brooklyn, N.Y: Melville House.
- KNAPP, F. (1924). *State Theory of Money*. McMaster University Archive for the History of Economic Thought.
- KEYNES, J. M. (2013). *The Collected Writings of John Maynard Keynes Volume VI, A Treatise on Money, v. 2: 2 The Applied Theory Of Money*. London: Palgrave Macmillan.
- MALLABY, S. (2010). *More Money than God*. Penguin Books
- MARTIN, F. (2014). *Money: the unauthorised biography*. New York, Alfred A. Knopf.
- MEHRLING, P. (2013). *New Lombard Street: how the Fed became the dealer of last resort*. Princeton, Princeton University Press.
- MEHRLING, P. (2015) *Elasticity and Discipline in the Global Swap*, Barnard College and INET November
- MINSKY, H. (1954). *Induced investment and business cycles*, unpublished Ph.D. dissertation, Department of Economics, Harvard University.
- _____ (1967). Financial intermediation in the money and capital markets. In: Pontecorvo, G., Shay, R.P., e Hart, A.G., (Eds.), *Issues in Banking and Monetary Analysis*, Holt, Rinehart and Winston, New York, pp. 33-56

- _____ (1982). *Can 'It' Happen Again? Essays on Instability and Finance*, M.E. Sharpe
- _____ (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press.
- _____ (1992). *The financial instability hypothesis*. New York: The New Economics Institute, (Working Paper, 74). Disponível em: <<http://www.levy.org>> Acesso em: 03/05/2018.
- PAREDES, P. (2017) Dolarización: Más allá de la estabilidad monetaria. *Polémika* 11 Janeiro, pp. 81-103.
- SERRANO, F. (2002). *Do ouro imóvel ao dólar flexível*. Economia e Sociedade, Campinas, jul/dez.
- SMITH, A. (1776). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. Raleigh, N.C.: Alex Catalogue.
- TOOZE, A. (2018). *Crashed: How a Decade of Financial Crises Changed the World*. Kindle Edition.
- TORRES, E. (2014). *A Crise do Sistema Financeiro Globalizado Contemporâneo*, Revista de Economia Política, vol. 34, nº 3 (136), pp. 433-450, jul/set.
- _____ (1991). A Economia Monetária, a Poupança e o Financiamento, *Revista de Economia Política*, vol. 11, nº 2 (42), pp. 26-39, abr/jun.