



UNIVERSIDADE FEDERAL DO MARANHÃO  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS  
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

ANDRÉ FERNANDES ROCHA SERRA

DESREGULAÇÃO FINANCEIRA E VULNERABILIDADE EXTERNA:  
uma análise da experiência brasileira pós-crise de 2008.

São Luís  
2017

**ANDRÉ FERNANDES ROCHA SERRA**

**DESREGULAÇÃO FINANCEIRA E VULNERABILIDADE EXTERNA: uma  
análise da experiência brasileira pós-crise de 2008.**

Monografia apresentada para obtenção do Grau de  
Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade  
Federal do Maranhão

Orientadora: Profa. Dra. Danielle de Queiroz Soares

São Luís

2017

Serra, André Fernandes Rocha.

DESREGULAÇÃO FINANCEIRA E VULNERABILIDADE EXTERNA : uma análise da experiência brasileira pós-crise de 2008 / André Fernandes Rocha Serra. - 2017.

81 f.

Orientador(a): Danielle de Queiroz Soares.

Monografia (Graduação) - Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Maranhão, São Luís, 2017.

1. Economia Brasileira. 2. Economia Internacional. 3. Finanças. I. Soares, Danielle de Queiroz. II. Título.

**ANDRÉ FERNANDES ROCHA SERRA**

**DESREGULAÇÃO FINANCEIRA E VULNERABILIDADE EXTERNA:  
uma análise da experiência brasileira pós-crise de 2008.**

Monografia apresentada para obtenção do Grau de  
Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade  
Federal do Maranhão

Aprovada em: \_\_\_\_/\_\_\_\_/\_\_\_\_

BANCA EXAMINADORA

---

**Profa. Dra. Danielle de Queiroz Soares (Orientadora)**

Universidade Federal do Maranhão

---

**1º Examinador**

Universidade Federal do Maranhão

---

**2º Examinador**

Universidade Federal do Maranhão

## **AGRADECIMENTOS**

À família e amigos por apoiarem a persistência nesse caminho, sem se isentarem de companheirismo e lealdade.

Aos docentes do Departamento de Economia da Universidade Federal do Maranhão, pelos ensinamentos. Especialmente à orientadora deste trabalho, a Professora Danielle de Queiroz, Soares por desempenhar papel fundamental, não só neste trabalho, mas em toda a minha formação acadêmica.

*Em memória de Maria Emília, mãe, companheira e grande professora. A inspiração pessoal para que este trabalho seja um dos primeiros passos para a docência vem de suas excelentes aulas, sua sabedoria incomum e amor incondicional.*

## **RESUMO**

Este texto tem como objetivo analisar, no período que sucede a crise de 2008, os fluxos de investimento em carteira de não residentes, a volatilidade destes e sua importância para a vulnerabilidade externa da economia brasileira. Para isso, deverá contextualizar o leitor no momento do neoliberalismo e da finança mundializada e, especialmente, discorrer sobre o contexto da crise contemporânea. O impacto desta, como pode se esperar é sensível à economia brasileira, por isso, os resultados observados sob o prisma dos investimentos em carteira apontam para uma crescente volatilidade destes investimentos, traçando paralelos com a vulnerabilidade da economia brasileira.

Palavras-chave: Economia Internacional, Economia Brasileira, Finanças.

## **ABSTRACT**

The purpose of this text is to analyze, during the period of the 2008 crisis, the flows of investment in non-residents' portfolio, their volatility and their importance for the external vulnerability of the Brazilian economy. In order to do this, it should contextualize the reader in the context of neoliberalism and globalized finance, and especially, to discuss the context of the contemporary crisis. Its impact, as can be expected, is sensitive to the Brazilian economy, so the results observed from the perspective of portfolio investments point to a growing volatility of these investments, drawing parallels with the vulnerability of the Brazilian economy

Keywords: International Economy, Brazilian Economy, Finance.

## LISTA DE EQUAÇÕES, TABELAS E GRÁFICOS

<b>Equação 1:</b> Índice de Abertura Financeira.....	50
<b>Tabela 1:</b> Quatro imagens da Globalização.....	23
<b>Tabela 2:</b> Mercados emergentes: captação de recursos externos, 2000-2002.....	62
<b>Gráfico 1:</b> Fluxo de Capitais e o IAF.....	51
<b>Gráfico 2:</b> Saldo da Conta Financeira e do Investimento em Carteira (1995-2007).....	52
<b>Gráfico 3:</b> Investidor estrangeiro - Carteira (Portfólio): 2001 – 2016 (jun.).....	54
<b>Gráfico 4:</b> Investimentos em carteira – passivos (Trimestral - 2008).....	55
<b>Gráfico 5:</b> Investimentos estrangeiros em carteira (triênio 2008-2010).....	56
<b>Gráfico 6:</b> Investimento estrangeiro em carteira: receitas e despesas (2008-2010).....	57
<b>Gráfico 7:</b> Investimento estrangeiro em carteira: receitas e despesas (2011-2013).....	58
<b>Gráfico 8:</b> Investimento estrangeiro em carteira: receitas e despesas (2014-2016).....	59

## **LISTA DE SIGLAS**

**BACEN** Banco Central do Brasil

**BPM5** Quinta Edição do Manual do Balanço de Pagamentos

**BPM6** Sexta Edição do Manual do Balanço de Pagamentos

**CMN** Conselho Monetário Nacional

**CVM** Comissão de Valores Mobiliários

**DES** Direito Especial de Saque

**FED** Federal Reserve System

**FMI** Fundo Monetário Internacional

**SFI** Sistema Financeiro Internacional

**IAF** Índice de Abertura Financeira

**IEC** Investimento Estrangeiro em Carteira

**IED** Investimento Estrangeiro Direto

**IPEA** Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

**S&P** Standard&Poor's

<b>LISTA DE EQUAÇÕES, TABELAS E GRÁFICOS</b>	<b>9</b>
<b>LISTA DE SIGLAS</b>	<b>10</b>
<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>11</b>
<b>1. A HISTÓRIA ECONÔMICA EM PROCESSO E A CONFIGURAÇÃO NEOLIBERAL</b>	<b>16</b>
1.1. A ruína dos anos gloriosos e o triunfo do neoliberalismo	17
1.2. Hegemonia do capital financeiro e a finança mundializada	23
1.2.1. Determinantes do investimento e preferência pela liquidez	26
1.2.2. O anárquico fluxo internacional de capitais	27
1.3. O Brasil no contexto neoliberal	29
<b>2. CRISE DOS <i>SUBPRIMES</i> EM 2008 E REFLEXOS NA ECONOMIA BRASILEIRA</b>	<b>36</b>
2.1. Crises sistêmicas do capital	36
2.1.1. Peculiaridades da crise de 2008	38
2.2. O Brasil na rota da crise contemporânea	44
2.2.1. Impactos da crise no fluxo de capitais para o Brasil	47
2.2.1.1. Breve panorama do movimento de capitais pré-crise	48
2.2.1.2. Investimentos estrangeiros em carteira pós-2008	52
<b>3. VOLATILIDADE FINANCEIRA E A VULNERABILIDADE EXTERNA DA ECONOMIA BRASILEIRA</b>	<b>60</b>
3.1. Volatilidade de capitais como condição à vulnerabilidade externa	61
3.2. Vulnerabilidade externa estrutural	65
3.2.1. O caso brasileiro	65
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	<b>69</b>
<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>72</b>

## INTRODUÇÃO

O tema escolhido para este trabalho emerge de uma intenção preliminar em compreender (e fazer compreender) a importância da manutenção da soberania dos Estados-Nação em consonância com o rigor necessário para o controle do capital. Nessa monografia será feito o estudo do caso específico do Brasil, verificando os fluxos de capitais estrangeiros. Reconhecendo a importância em compreender toda a lógica de deslocamento de capitais, o foco desta monografia reside no capital financeiro.

A motivação necessária a esse trabalho reside na ambição de seguir uma trajetória profissional pertinente às análises do mercado financeiro e das finanças públicas, sem deixar as impressões críticas em segundo plano. É coerente pensar que esse trabalho seja o primeiro passo para alçar horizontes maiores em uma trajetória de continuidade na pesquisa acadêmica. Trajetória marcada – a nível de graduação – por submissão de artigo científico, sob o título *Política Fiscal e a Crise do Capitalismo no Século XXI: uma abordagem keynesiana*. A aprovação do mesmo para apresentação no XLI Encontro Nacional dos Estudantes de Ciências Econômicas (São Paulo, 2016) permitiu a convicção de seguir na seara da macroeconomia e no estudo das crises econômicas.

Será válido, este trabalho, à medida que estiver alicerçado em consistente método científico, trazendo a historicidade necessária para a compreensão do período neoliberal. A inserção de abordagens pouco ortodoxas será fundamental em partes, pois considerar-se-á virtuosa a política econômica capaz de elevar a nação para um patamar diferente ao atual, de mero território apropriado pelo “rentismo”. O debate teórico sobre o tema recai, portanto, sobre leituras que andam na contramão do que postulam alguns analistas econômicos preferidos pela mídia.

Esse estudo pretende imprimir uma leitura contrária ao *status quo* do mundo globalizado e da abertura econômica “imposta” ao Brasil por organismos multilaterais. Algumas categorias essenciais para esse trabalho são comuns à maioria dos estudantes em nível de graduação. Categorias que são abordadas de forma sistemática nas disciplinas dedicadas ao estudo da macroeconomia e da economia internacional.

Dito isto, a escrita dessa monografia justifica-se por motivações pessoais e por enxergar as mazelas enfrentadas por um país que, simultânea e contraditoriamente, apresenta um enorme passivo social e certa exuberância financeira. Deverá ser esse um trabalho comprometido com a verdade, demonstrada pelos números exigidos a sua confirmação.

Justificadas as motivações que dão origem a esse trabalho, resta apresentar a questão-problema que o torna útil.

A partir do período neoliberal e da ascensão da finança mundializada (CHESNAIS, 2005), assiste-se a instabilidades típicas – e aprofundadas – do modo de produção capitalista. No neoliberalismo, o Estado aparenta certa “neutralidade” em relação ao capital financeiro, tornando-o viável e, em muitas vezes, preferível em relação ao capital produtivo, ou seja, a inércia do Estado ante o capital financeiro traz consigo novas possibilidades de acumulação. Nada disso se explicaria sem introduzir no trabalho a compreensão do que é a era neoliberal.

Segundo se sustenta, a globalização financeira é o traço mais marcante – mas não o único – para diferenciar o neoliberalismo de outras configurações capitalistas. A globalização financeira diz respeito à integração dos mercados financeiros, através de métodos mais sofisticados, onde há maior margem para a especulação, fazendo valer alcunha de capitalismo de casino. (NUNES, 2012)

Faz-se necessário ressaltar que o neoliberalismo é delimitado, neste trabalho como a alternativa histórica ao *welfare state* (ou Estado de bem-estar social). Este foi sustentado pelo *mainstream* em algumas potências mundiais até meados dos anos 1970.

A importância de conhecer o momento histórico da ruptura de um modelo (de uma configuração) está ligada, justamente, à maior facilidade em compreender as premissas do modelo emergente. No caso, a ruptura do modelo keynesiano para um modelo neoliberal significa a legitimação de novas pautas na agenda política. As motivações desse movimento estão ligadas aos problemas enfrentados pelo próprio modelo intervencionista. Os problemas denunciados em maior profusão são o desencadeamento da inflação e do endividamento público, e como receituário, algumas reformas seriam necessárias. Dentre elas, o foco deste trabalho: a abertura econômico-financeira. (LOPREATO, 2006).

As finanças se agigantam e ocupam papel notório na imposição desse momento histórico marcado pela reivindicação por “menos Estado”. Na interpretação mais apurada desse clamor por menor intervenção estatal, pode se ver na verdade, a “reivindicação” por um Estado garantidor da financeirização.

Em sua obra *Chutando a escada* (2004), Ha-Joon Chang demonstra as estratégias em econômicas adotadas pelos países hoje em dia desenvolvidos. No decorrer do livro, o autor tece críticas às políticas liberalizantes impostas aos países emergentes. Além disso, contextualiza a emergência de um modelo substituto do “Estado keynesiano”, com o enfoque já denunciado por Lopreato (2006).

No processo de integração dos mercados, a soberania nacional fica cada vez mais enfraquecida. Nesse sentido, a “financeirização” da economia mundial é ainda mais perniciosa do que o que se via no imediato pós-guerra (da década de 1950 até meados da década de 1970). Carvalho et. al. (2007, p. 98) enfatizam que “em nenhum outro setor da atividade econômica o processo de globalização avançou tanto quanto no financeiro”.

A inserção do Brasil no período neoliberal, a partir da década de 1990, para Lacerda et. al. (2010, p. 279) está associada com “o crescente aumento da vulnerabilidade externa. Primeiro pelo aumento sucessivo do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos; segundo, pelo passivo externo acumulado”. A vulnerabilidade externa, conforme pretende-se mostrar no decorrer da monografia, é um conceito que reflete certa incapacidade de uma economia nacional suportar choques externos (GONÇALVES, 1997).

Paulo Nogueira Batista Júnior elenca outro elemento importante para explicar a vulnerabilidade externa da economia brasileira. Para ele, a vulnerabilidade da posição externa desta decorre basicamente de três fatores: “o elevado déficit em conta corrente, a excessiva abertura da conta de capitais e a insuficiência das reservas internacionais do país”. (BATISTA JR., 2002, p. 175). É importante ressaltar que a distinção entre conta de capitais e conta financeira será detalhada na unidade 2 dessa monografia, mas antecipa-se que a distinção é meramente contábil (LAAN, 2006).

Após a quinta edição do Manual do Balanço de Pagamentos (BPM5) do Fundo Monetário Internacional (FMI) é que o Banco Central do Brasil (Bacen), em 2001, distinguiu Conta Capital e Conta Financeira, que antes eram somente “Movimento de Capitais”. Já se utiliza uma nova metodologia, ou seja, a sexta edição do balanço (BPM6) cuja aplicação válida neste trabalho.

A crise financeira do início do século XXI expõe as contradições próprias do capitalismo e a vulnerabilidade externa da economia brasileira. Com os mercados integrados, seria de se esperar que o novo ciclo da crise capitalista gerasse efeito não só na economia estadunidense. A falência do *Lehman Brothers* – gigante do setor bancário, com mais de um século e meio de história – abalou todo o Sistema Financeiro Internacional (SFI). Essa falência representou o ápice da crise dos *subprimes*<sup>1</sup>.

A questão central deste trabalho, então, é: diante da crise dos mercados financeiros de 2008, em que medida o fluxo de investimento em carteira impactou no balanço de pagamentos

---

<sup>1</sup> *Subprimes*, como ficará sublinhado no decorrer deste trabalho é uma categoria de tomadores de crédito. Essa alcunha recebe um certo peso pejorativo.

do Brasil? Em grande parte, a resposta a tal questionamento será extraída da conta financeira do balanço de pagamentos.

Para contextualizar o leitor, será necessário fazer um retrocesso a um ponto anterior ao estouro da crise, em 2008. Devido a singularidade de uma era de prosperidade antes da referida crise, faz-se necessário essa análise retroativa. Mas o ponto de partida é ainda mais distante, ou seja, nos anos 1990, dado o início do aprofundamento do Brasil no modelo neoliberal.

A trajetória do capitalismo é cíclica. Oscila entre a abundância e escassez, quando analisada a nível macroeconômico. Vez por outra a economia mundial parece recuperar o fôlego, mas as projeções são menos otimistas quanto a que se tinha no ciclo de prosperidade pós-guerra. Na realidade, economias emergentes ainda usufruem consideráveis taxas de crescimento. No caso do Brasil, contraditoriamente, as taxas de crescimento no histórico recente, estão próximas de zero. É pertinente ponderar ainda

[...] que os efeitos deste novo capítulo da crise, deflagrado pelo estouro da bolha imobiliária não desacelera apenas a economia norte-americana. Será preciso acompanhar a extensão e a profundidade dessa desaceleração sobre o mercado global para uma avaliação mais exata dos seus desdobramentos históricos sobre para a economia capitalista. O certo, porém, é que o lubrificante da desregulação parece ter esgotado a capacidade de azeitar a engrenagem do sistema. (BELLUZZO, 2009, p. 289)

Diante desse cenário, os capitais estrangeiros migram para Brasil sem grandes restrições quanto ao seu prazo de retorno<sup>2</sup>? Estes permanecem vinculados aos investimentos em capitais voláteis? Seguindo a hipótese desse trabalho, para ambas as questões, a resposta é afirmativa, com ressalvas para o fato de que o vínculo volátil que se deseja observar é o dos investimentos estrangeiros em carteira.

A necessidade de novos espaços de valorização conduz o capital a um comportamento assentado sob a égide da finança mundializada, que é um fenômeno de destaque neste trabalho. A finança mundializada é vista como um sistema (ou uma política) onde predomina a finança, que paira soberana sobre a esfera produtiva. Essa política só se sustenta pelo aparato das influentes instituições financeiras e do país hegemônico (CHESNAIS, 2005). Esse é um caráter típico do contexto neoliberal.

A presente monografia terá êxito à medida que conseguir analisar os fluxos de capital financeiro investido por não-residentes, registrados através da rubrica “Investimento em

---

<sup>2</sup> Em tese, os capitais de curto prazo servem para que seja garantida a liquidez necessária para as despesas correntes. Já os de longo prazo, seriam funcionais para financiar o desenvolvimento de empreendimentos e às expectativas dos agentes.

Carteira”, do Balanço de Pagamentos<sup>3</sup>. A partir do arcabouço teórico previamente discutido, esse trabalho de conclusão de curso deverá fazer com que se reconheça uma orientação da economia brasileira às imposições de uma governança supranacional, o que torna a economia vulnerável.

Em linhas gerais, o trabalho deve elucidar historicamente que posição ocupa o Brasil na mundialização do capital. Através, principalmente, dos Relatórios Anuais do Tesouro Nacional e do Balanço de Pagamentos divulgado pelo Bacen, será analisada a participação do capital estrangeiro em investimentos em carteira, ou seja, os capitais que correspondem às “transações e posições transacionais, envolvendo títulos de dívida ou participação de capital próprio, que não os incluídos no investimento direto ou ativos de reserva” (FMI, 2009, p. 117, tradução nossa).

Faz-se necessário perseguir a máxima clareza possível para que o texto não seja um discurso burocrático, repleto de jargões e enfeites, inacessível aos leigos no assunto – em geral, as massas –, especialmente prejudicados pelo sequestro do Estado. Finalmente, a estrutura desse trabalho monográfico estará comprometida em contextualizar o leitor na era do neoliberalismo, da finança mundializada e fazê-lo enxergar – sem proselitismo teórico – o Brasil sob essa ótica.

Na primeira unidade desse trabalho, se versará sobre os fundamentos do neoliberalismo e serão traçadas diferenças, em geral, entre esse estágio e a antecedente configuração do período dos “30 Anos Gloriosos do Capitalismo”, demonstrando a emergência da finança mundializada. Por fim, o capítulo fará um adendo ao papel que ocupa o Brasil nesse contexto.

A segunda unidade demonstrará os impactos sentidos no Brasil no que concerne à crise de 2008. A estrutura básica do Balanço de Pagamentos proposta pelo FMI (em conformidade com a nova metodologia) deverá ser pincelada, esmiuçando o pressuposto da abertura das contas de capitais e financeiras, apresentando dados anuais para o período 2008 a 2016, acompanhado de uma narrativa que possa inserir o que diz a teoria econômica acerca dos dados apresentados. Especificamente, serão demonstrados os movimentos de entrada de investimentos em carteira de não residentes aplicados no Brasil.

No terceiro e último capítulo, serão apresentados termos comuns à economia internacional, como volatilidade e vulnerabilidade externa. Tendo em mente tais conceitos, por fim, será verificado se os dados demonstrados corroboram a hipótese desse trabalho.

---

<sup>3</sup> Para isso, serão analisados dados constantes no Balanço de Pagamentos sob a nova metodologia proposta pelo FMI cuja adesão pelo Banco Central do Brasil ocorre em abril de 2015.

## 1. A HISTÓRIA ECONÔMICA EM PROCESSO E A CONFIGURAÇÃO NEOLIBERAL

A história do capitalismo, *grosso modo*, poderia ser definida por transições mais ou menos delineadas no tempo-espaço. Isso quer dizer que, em diferentes épocas e em diferentes locais, verificam-se “estágios”<sup>4</sup> específicos de capitalismo. Não obstante, os modos de produção que antecedem o modo capitalista também são demarcados, por vezes, com uma certa rigidez. É senso comum, por exemplo, temporizar o sistema feudal num intervalo quase rígido que finda no século XV. Outro modo grosseiro de tornar todo processo histórico da formação e do desenvolvimento capitalista, em uma transformação súbita, é situá-lo em determinado espaço. É aquele modo que, por exemplo, confere ao epíteto de “berço do capitalismo” as primeiras incursões mercantis do Mediterrâneo. De certo modo, no entanto, eventos relevantes podem revelar indícios da transição para uma nova configuração do capitalismo.

Fruto, em primeiro lugar, dos cercamentos dos campos, dos enfileiramentos do proletariado nas áreas urbanas, das reivindicações operárias contra o rebaixamento dos salários na indústria<sup>5</sup>; e, posteriormente do imperialismo<sup>6</sup>, a atual sociedade capitalista agora reside sob a influência do capital financeiro sob a hegemonia norte-americana.

Já no início do século XX, os Estados Unidos assumem a dianteira do capitalismo mundial, que entre os anos de 1949 e 1978 experimenta seus “30 Anos Gloriosos”. A reorientação da hegemonia global no entre guerras é decisiva para a imposição a ordem neoliberal. Dobb (2009) e Beaud (1989) dão alguns insumos para a compreensão da dianteira imperialista. O arrefecimento do capitalismo na Grã-Bretanha colocava os Estados Unidos e a Alemanha na disputa pela hegemonia global, tendo desfecho favorável aos ianques já em meados da I Guerra Mundial que, segundo Lênin (2012, p 26), “foi, de ambos os lados, uma guerra imperialista [...], uma guerra pela partilha do mundo, pela divisão e nova partilha das colônias, das ‘esferas de influência’ do capital financeiro etc.”.

A hegemonia norte-americana no capitalismo significa, no século XX, a emergência de uma nova ordem mundial, cuja rigidez e profundidade de sua influência não permite pensar – pelo menos até o início do século atual – no abalo de sua posição política e econômica,

---

<sup>4</sup> A concepção de estágio do capitalismo está estreitamente ligada à que Lênin utilizou em seu *Imperialismo, estágio superior do capitalismo* (Expressão Popular, 2012). Ela poderá eventualmente ser substituída por fase, ou etapa, ou tipo, ou configuração (de capitalismo), sem distinção.

<sup>5</sup> Elementos da chamada acumulação primitiva (MARX, 1996).

<sup>6</sup> Lênin, op. cit.

construída sobre o alicerce do militarismo, do acúmulo de capital e de sua classe financeira (TEIXEIRA, 1999).

No Acordo de Breton Woods, em 1944, tinha-se como propósito recuperar as economias devastadas pela guerra. O FMI, em especial – que só viria a existir oficialmente em 1945, e faria as primeiras operações de crédito em 1947 –, estabeleceria a ordem monetária internacional (ROTHBERG, 2005).

Alguns autores, dentre eles o próprio Rothberg (2005), enxergam esse momento inicial de formação e alinhamento das principais diretrizes até o fim dos anos 1950 (com o fortalecimento das euromoedas), a primeira fase de atuação do FMI. Na segunda fase (1959 a 1971), prevaleceu a instabilidade, onde o dólar estava na mira de capitais especulativos. Europeus e japoneses e estadunidenses “[...] viveram uma queda de braço, uns imputando a outros a responsabilidade por meio de medidas saneadoras[...]”. (ROTHBERG, 2005, p.25). A terceira fase é iniciada no episódio de suspensão da conversibilidade ouro-dólar, durante o governo Nixon (em 1971), a que se referiu anteriormente. Mas a operação do novo sistema (padrão dólar) se inicia apenas em 1976. A partir de então, “as taxas cambiais flutuantes foram legalizadas, o papel de reserva do ouro foi reduzido, a determinação da paridade de uma moeda tornava-se responsabilidade de cada país”. (SANCHEZ, 1999, p. 38)

Desse modo, fica claro que “o novo papel exercido pelo FMI após 1971 [...] é multifacetado e deve ser compreendido ao lado das causas e das consequências da globalização financeira”. (ROTHBERG, 2005, p. 32)

Os anos de glória são transitórios para os “30 anos Neoliberais” (BRESSER-PEREIRA, 2011, p.10). Essa classificação, entretanto, pode ser impertinente em partes, pois à medida que o ano de 1979 marca o triunfo do neoliberalismo, o ano 2008 não mostra evidências do fim da configuração atual do capitalismo.

### **1.1. A ruína dos anos gloriosos e o triunfo do neoliberalismo**

Duménil e Lévy (2005) reforçam a inquietação ao historiador econômico em traçar com precisão uma data ou evento para a transição de um novo momento, uma nova configuração da sociedade capitalista. No entanto, convencionou-se o período de transição entre 1970 e 1980, o período de evocação do neoliberalismo como modelo adequado para corrigir as falhas deixadas pelo modelo anterior.

Mas seguindo o Novíssimo Dicionário de Economia (FMI, 1999), o nascimento do neoliberalismo é ainda mais remoto. A referida obra classifica o neoliberalismo como uma

“doutrina político-econômica representa uma tentativa de adaptar os princípios do liberalismo econômico às condições do capitalismo moderno. Estruturou-se no final da década de 30 por meio das obras [de] Walter Lippmann [dentre outros]”. (FMI, 1999, p. 421, grifos nossos)

Adiante, no mesmo Novíssimo Dicionário de Economia, afirma-se que o liberalismo clássico se assemelha ao neoliberalismo, visto que é regido por uma ordem natural, cujo mecanismo de funcionamento seria o preço. (FMI, 1999)

Desse modo é mister refutar algumas imprecisões na definição do FMI (1999). Não que haja uma regra que estigmatize qualquer que seja a definição dada às configurações do capitalismo. Acerca disso os historiadores são, via de regra, enfáticos. Analisando atentamente à definição do Fundo Monetário Internacional, é vista uma referência a Walter Lippmann cuja *magnum opus*, a celebrada *Good Society*, traz alguns elementos característicos da doutrina neoliberal. A discussão acerca do “nascimento” do período neoliberal é importante para não se deter, equivocadamente, em elementos históricos desnecessários. Sobre esse ponto, Moraes (1997, p. 10) esclarece que

[...]se a plataforma de lançamento do liberalismo clássico pode ser vista no Smith da Riqueza das Nações, o neoliberalismo tem seu manifesto fundador publicado em 1944: O Caminho da Servidão, de Friedrich von Hayek. Tem ainda sua festa de inauguração – a conferência que dá origem à Sociedade Mont Pèlerin, na Suíça, em 1947.

Em contraposição à definição constante no dicionário proposto do FMI, o próprio Moraes (1997), afirma que é equivocado atribuir a Lippmann, por exemplo, a persona do neoliberalismo. As ideias constantes em seus escritos (datados da década de 1930) constroem à ortodoxia por ter maiores similaridades ao dirigismo estatal de Keynes.

Assim, o conceito que o FMI traz acerca do momento vigente (ou da doutrina) neoliberal está posta à prova. A compreensão mais pertinente é a de que o liberalismo clássico e o neoliberalismo são, em boa medida, distintos. No entanto, a definição do FMI (1999) não é inteiramente incorreta, mas imprecisa, pois é justo que se faça comparações com o período que antecede à “Grande Depressão”. Para corroborar essa visão Duménil e Lévy (2007) dizem que o neoliberalismo pode ser visto como

[...] uma configuração de poder particular dentro do capitalismo, na qual o poder e a renda da classe capitalista foram restabelecidos depois de um período de retrocesso. Considerando o crescimento da renda financeira e o novo progresso das instituições financeiras, esse período pode ser descrito como uma nova hegemonia financeira, que faz lembrar as primeiras décadas do século XX nos EUA. (DUMÉNIL e LÉVY, 2007, p. 2)

Dito isso, convencionou-se a consolidação da ideia que norteará esse trabalho: que a doutrina neoliberal tem somente alguns esboços no início do século XX, porém sua propagação efetiva – no cenário internacional – se dá no período pós-guerra, sob a hegemonia norte-americana, e aprofunda-se após os trinta anos gloriosos do capitalismo. Nessa nova configuração, o modo de produção capitalista se estende a novos espaços, ganha uma nova concepção, expressa, inclusive, em termos culturais. Aos Estados-Nação cuja soberania põe-se à prova, estendem-se as mudanças impostas por esse estágio do capitalismo.

O termo neoliberalismo pode tornar-se inadequado, pois, à primeira vista, salta à vista como referência a um período onde o Estado perde sua funcionalidade. Na verdade, o neoliberalismo só triunfa com atuação estatal. Para compreender as nuances desse *modus operandi*, “é preciso [...] estender esta análise para o plano internacional e ter presente o papel *paraestatal* que as instituições financeiras, o FMI em primeiro lugar, desempenham na extensão da ordem neoliberal”. (DUMÉNIL e LÉVY, 2005, p. 87, grifos nossos).

Apesar de situação aparentemente inabalável do capitalismo sob a égide dos Estados Unidos nos anos 1960 do século XX são verificados alguns problemas no motor da dinâmica capitalista. Com o receituário keynesiano, adequado para reconstruir o capitalismo pós-guerra, o sistema entraria mais tarde em colapso. Sobre isso, Lopreato (2006) explica que

[...]a aceleração inflacionária e a expansão do déficit público impulsionaram a crítica aos modelos de inspiração keynesiana e abriram campo ao domínio das expectativas racionais e, em particular, da escola novo clássica. No plano internacional, a liberalização financeira deu novos contornos analíticos à política fiscal. As aplicações financeiras ao redor do mundo e as constantes reavaliações de portfólios redefiniram os espaços de valorização do capital e acentuaram o seu caráter especulativo. (LOPREATO, 2006, p.2)

Os eventos que marcam meados da década de 1960 e 1980 são o prenúncio de uma reviravolta na história do capitalismo. Um claro divisor de águas na história do capitalismo foi a ascensão de Richard Nixon à presidência dos Estados Unidos em 1969. A postura inicial do governo de Nixon foi a da austeridade, titubeando, por vezes, em lançar mão de um keynesianismo cambaleante.

Esse impasse entre o expansionismo e a austeridade justificam-se, em partes, pelos resultados adversos na economia real, sobretudo, o desemprego. Por outro lado, os resultados das contas públicas (déficits crônicos, provocados em boa medida, pela Guerra do Vietnã) e a desvalorização do dólar (dada a preferência de alguns países europeus em converter em ouro suas reservas em dólar norte-americano, a exemplo da França de Charles de Gaulle) fizeram com que a história do capitalismo fosse marcada por um episódio denominado “Choque Nixon”,

ou seja, a ruptura arbitrária do padrão proposto em Bretton Woods. Titubeante também era a reputação deste presidente, tanto é que acabou renunciando antes de sofrer *impeachment*, devido ao escândalo de Watergate.

Além da crise fiscal norte-americana e da instituição de um novo padrão monetário, a conjuntura internacional é marcada por diversos fatores que, guardados às devidas proporções, estabelecem o conflito dentro do próprio capitalismo. Dois desses fatores característicos do período da derrocada keynesiana chamam atenção: o primeiro deles, a liquidez internacional se tornou um evidente cataclismo, à medida que fez recuar os níveis de investimentos; em segundo, os choques do petróleo (1973 e 1979) e, por conseguinte, da crise de boa parte da matriz energética global, com perspectiva de colapso dos preços.

Quanto à liquidez e o nível de investimentos, pouca coisa mudou de 1970 para cá. Nos anos 1970 se intensificam e se diversificam os fluxos financeiros, havendo crescente

[...]substituição do crédito bancário de longo prazo por fluxos de investimento de portfólio, financiamento bancário de médio e curto termo e fluxos de capitais ligados a fusões e aquisições. Isto resultou no aumento da participação de ativos de elevada liquidez na estrutura do passivo externo das economias. (RESENDE e AMADO, 2007, p.55)

O segundo vetor supracitado consiste nos choques do petróleo. O primeiro choque do petróleo da década de 70 foi mais reflexo de questões políticas, do que de mercado. A Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP) quadruplicou o preço do barril do petróleo, em resposta ao apoio norte-americano a Israel na Quarta guerra Árabe-Israelense, em 1973. O segundo choque (1979), por mais que os antecedentes fossem políticos (crise política no Irã, resultando em mortes), a causa final foi mercadológica (diminuição da produção), duplicando o preço do barril do petróleo e fazendo estremecer as expectativas inflacionistas. Esse último episódio ocorreu sob a presidência de Jimmy Carter nos EUA e sob o comando do FED nas mãos de Paul Volcker, o elogiado<sup>7</sup> antecessor de Greenspan. Volcker, chamado para contornar a inflação, na realidade inflou o ataque às medidas *keynesianas*.

Já no início dos anos 80, a atividade da economia americana é retomada com vigor visto somente no imediato pós-guerra (TEIXEIRA, 1999). Isso só foi possível, devido ao governo norte-americano, comandado por Carter, que “reagiu em 1979 [...], elevando a taxa de juros e atraindo a riqueza do resto do mundo para os ativos denominados em dólar”. (TEIXEIRA; MARINGONI; e GENTIL, 2010, p. 27, grifos nossos)

---

<sup>7</sup> Krugman (2009) revela enorme admiração por Paul Volcker, ao admitir que este, em vez de Greenspan, foi o responsável pela prosperidade recente da economia estadunidense.

A esse episódio Duménil e Lévy (2005, p. 85) denominam “o golpe de 1979, pois trata-se de uma violência política”, se considerados que os efeitos desta medida foi a garantia da soberania norte-americana, abdicando tanto da liberdade de mercado quanto do gozo das virtudes das políticas keynesianas. A respeito disso conclui-se que

[...]não era apenas Carter que estava a ser julgado, mas também John Maynard Keynes. Trinta e quatro anos depois da morte do grande homem, e mais de 40 anos após a publicação da sua Teoria Geral, parecia que o keynesianismo tinha chegado ao fim. Tal como o uso exagerado de um remédio maravilhoso, os seus prescritores pareciam ter aplicado demasiado elixir demasiadas vezes. Era altura para a reavaliação radical da teoria económica que Hayek e os seus aliados desde há muito buscavam. (WAPSHOT, 2011, p.197)

No bojo da doutrina neoliberal, portanto, não existiam elementos que sugerissem um combate à crise enfrentada pelo capitalismo *per si*, mas apenas o reforço da hegemonia norte-americana. Essa postura é prevalente diante da expansão da área de influência norte-americana durante todo o século XX.

Na ofensiva contrária ao governo Carter estava Ronald Reagan. Eis, portanto, a porta de entrada para a influência dos pensamentos de Friedrich Hayek, ferrenho defensor do neoliberalismo cujas ideias, no seio da política econômica, são difundidas na Inglaterra e nos Estados Unidos. Hayek personifica a contraposição epistêmica às políticas keynesianas. Nas palavras de Nunes (2012, p.20, grifos do autor), “foi o reino do *deus-mercado*, foi a vitória do *capitalismo de casino*, foi a assunção (sem disfarce) do capitalismo como *civilização das desigualdades*”.

O neoliberalismo consolida-se, politicamente, no panorama internacional, no período do comando de Ronald Reagan, nos Estados Unidos da América, de Margareth Thatcher, na Inglaterra e, mais timidamente, na América Latina, com Augusto Pinochet, no Chile. É a hegemonia das classes dominantes: o setor financeiro, que ganha destaque nesse momento de globalização, uma categoria que

[...]nos parece pura retórica se for utilizado como expressão da força dos mercados [...]. Os territórios nos quais se assentam esses mecanismos mudam, com toda evidência, de natureza de escala, redefinindo-se assim as áreas e os atributos da soberania do poder público, apesar de o Estado-Nação dividi-la hoje com poderes privados e com instâncias supranacionais, cujo julgamento de suas políticas econômicas se torna determinante da possibilidade de alcançarem suas metas. (PEREIRA e CACCIAMALI in: CATANI, 2000, p. 258-9, grifos nossos)

Destacam-se algumas dessas instâncias supranacionais como funcionais à resistência do capital financeiro mesmo após colapsos sistêmicos do capital. A exemplo disso, o FMI, que

[...]desde a própria constituição [...] até as particulares modalidades que o seu desenvolvimento adotou, o peso dos Estados Unidos tem sido permanente [e] principalmente após 1982, a restauração dos Estados Unidos como polo hegemônico na economia mundial tornou a concentrar nesse país uma dose maior de decisões de alcance global. (LICHETSZEJN e BAER, 1987, p. 68)

Outro grande trunfo do neoliberalismo aconteceria anos depois da chegada de Reagan ao poder: o comando do FED (Sistema de Reserva Federal dos EUA) nas mãos de Alan Greenspan, a partir de 1987. A gestão Greenspan perdurou até 2006, situando-se no período que vai do triunfo do neoliberalismo aos prenúncios de sua crise. O colapso era esperado havia algum tempo. O G7, inclusive, em fevereiro de 2007, se reuniu para discutir o temor de uma crise financeira mundial. (NUNES, 2012)

Krugman (2009) afirma que no período em que esteve à frente do FED (1987-2006), Greenspan trouxe entusiasmo em dois sentidos: por um lado, devido aos resultados favoráveis ao controle de preços, à manutenção da atividade econômica e dos níveis de emprego; por outro lado, “para os investidores financeiros, os anos Greenspan foram celestiais: o Dow Jones disparou para mais de 10.000 e os preços das ações subiram em média a taxa superior a 10% ao ano”. (KRUGMAN, 2009, p. 146). Essa volúpia dos investimentos em ações, portanto, funcionariam como a engrenagem das bolhas verificada no período.

As principais características do neoliberalismo podem ser esboçadas nos seguintes pilares: favorecimento de credores (investidores) em detrimento da produção de riqueza na esfera produtiva, gerando maior concentração de renda, tanto entre os indivíduos, quanto ao nível das nações; abertura econômica para deslocamento de mercadorias, empresas e fluxos financeiros; a concentração norte-americana do poder decisório em termo de gestão macroeconômica impostas a todo o mundo (GOWAN, 2003); a automação industrial e a nanotecnologia, junto às novas técnicas gerenciais (SCHAFF, 1995); a reorganização da produção e flexibilização (CORIAT, 1994) e o afastamento dos trabalhadores das instituições de representatividade da classe trabalhista (SANTANA e RAMALHO, 2003).

Reforçando que o enfoque desta monografia deve ser dado ao fluxo de capitais, é importante dizer que “a integração do mercado financeiro internacional reforçou a dependência das economias satélites [o que] compromete o papel do mercado interno como centro dinâmico da economia”. (SAMPAIO JR., 1999, p. 25).

Observa-se nos estudos das relações internacionais, olhares distintos daqueles dados pela maior parte dos economistas, mas, no que concerne à análise da globalização, o fator

econômico é preponderante. No quadro a seguir, os diferentes modos de globalização são apresentados por Castro (2012). Todas as formas de globalização enxergadas sob essa ótica impactam a estabilidade estatal:

**Tabela 1: Quatro imagens da Globalização: ilustração da economia política internacional.**

<b>Globalização Assimétrica</b>	<b>Globalização Especulativa Financeira</b>
<i>Articulação política decisória e instituições integradas nos foros multilaterais e no relacionamento bilateral com aumento de exclusão participativa e <b>volatilidade</b><sup>8</sup> para o Estado.</i>	<i>Elevada interação desterritorializada financeira predatória, resultando em baixa controlabilidade com aumento de <b>volatilidade</b> para o Estado</i>
<b>Globalização Solidária</b>	<b>Globalização Produtiva</b>
<i>Centralidade sociocultural e humanitária com redução da <b>volatilidade</b> para o Estado.</i>	<i>Ênfase no eixo econômico-comercial e de investimentos diretos estrangeiros de médio/longo prazos com redução de <b>volatilidade</b> para o Estado.</i>

Fonte: CASTRO, 2012, p. 369.

Pode se admitir que a contemporaneidade, reflete uma “terceira onda de globalização” (desde meados de 1970), convergindo com a “segunda onda” – aquela do *Imperialismo* (LÊNIN, 2012). Dentre elas, a revolução dos conhecimentos; a enorme mobilidade de capitais (especial e especificamente, o financeiro, sobrepondo-se ao produtivo) aliado ao poder de organismos multilaterais; e, por último, a predominância dos países capitalistas como maiores – em larga vantagem – exportadores de capital financeiro, chegando a US\$850 bilhões<sup>9</sup> no início dos anos 2000. (NUNES, 2002)

Os elementos mais característicos do caso brasileiro estão alinhados aos dois modos de globalização ilustrados nos quadrantes superiores (CASTRO, 2012): uma globalização assimétrica (pois há uma hierarquia dentro do sistema financeiro ao qual o Brasil é sujeito passivo) e especulativa financeira (dada a profusão da preferência pelo investimento em carteira). O capital financeiro é, portanto, o *élan vital* do neoliberalismo.

## **1.2. Hegemonia do capital financeiro e a finança mundializada**

A origem dos bancos – enquanto mero intermediadores da atividade econômica – é remota e, em pequena medida, esclarecedora para a compreensão do que se denomina hoje por

<sup>8</sup> O termo volatilidade *a priori* é utilizado em conformidade com o enfoque das relações internacionais. No último capítulo desta monografia será retomado esse termo, acrescentando a distinção que se faz na volatilidade dos fluxos de capitais.

<sup>9</sup> NUNES, A. **A crise atual do capitalismo** – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012, 181.

capital financeiro. É certo que o estágio neoliberal tem como traço marcante a preponderância do capital financeiro, que não é uma categoria inaugurada na contemporaneidade, mas que se intensifica nela. A complexidade atual do sistema financeiro, requer abstração da história dos bancos, das moedas e, por assim dizer, das finanças. Por isso, cabe explicar brevemente “a origem das finanças”, se há correção em nomear desse modo.

A modalidade de acumulação de capital financeiro contemporânea ganha contornos em meados do século XIX, através das reformas bancárias da Inglaterra e do surgimento da “ciência monetária” (SCHUMPETER, 1964). Esta interpretação, contudo,

[...]afasta o trabalho francês e italiano no século XVIII, mas, não obstante, fica mais perto da verdade [pois os profissionais da análise dos casos francês e italiano eram os profissionais envolvidos com a esfera financeira, que] a elevaram à esfera das generalizações abstratas (SCHUMPETER, 1964, p. 384).

O circuito de produção e circulação de mercadorias era, no cerne do capitalismo, a única alternativa que o capital dispunha para se acumular. Hoje, predomina o capital financeiro, tornando-se a essência do capital e sugando a liquidez da esfera produtiva (onde a riqueza, de fato, é gerada).

Pode-se admitir que “neoliberalismo é a ditadura da burguesia, sem concessões. Mais especificamente: a ditadura do grande capital financeiro”. (NUNES, 2012, p. 184). Mas para conhecer o que se denomina por capital financeiro, faz-se necessário remontar a sua origem histórica.

De forma didática, “Marx, como Keynes, desvendou no capitalismo a possibilidade de o ‘amor ao dinheiro’ estimular o desvio da produção da riqueza abstrata desvincilhada dos incômodos materiais da produção de mercadorias”. (BELLUZZO 2009, p.204)

Admite-se, portanto, que eis o berço das finanças. As suas definições mais concisas, no entanto, ainda são abstratas. A partir da obra de Hilferding (1970), o capital financeiro unifica o capital (capitais industriais, comerciais e bancários são controlados pelo setor financeiro). Para Belluzzo (2009, p.417), “[...] Hilferding constrói o conceito de capital financeiro, realizando um duplo movimento”. Este duplo movimento é expresso da seguinte maneira: a) pela concentração de capitais, através de cartéis e trustes; b) pela associação dos bancos com grandes empresas. (BELLUZZO, 2009)

Lênin complementa Hilferding à medida que acrescenta a análise da “camada dos rentistas da produção [a quem se] imprime uma marca de parasitismo a todo país que vive da exploração do trabalho de alguns países e colônias do ultramar” (LÊNIN, 2012, p. 138).

Beaud faz menção aos escritos de Hobson, o que faz percebê-lo como autor inspirador à obra de Lênin na análise imperialismo. Percepção essa confirmada pelo próprio Lênin, no Prefácio do seu *Imperialismo*. Na análise do capital financeiro, o próprio Hobson o enxerga como categoria *sine qua non* para expansão comercial no novo imperialismo. (BEAUD, 1989).

Ao analisar, a origem da classe dos financistas, John Hobson (1996) traça o seu histórico desde os tempos mais remotos, mas admite que

[...] foi só depois que o desenvolvimento dos métodos industriais modernos exigiu um fluxo grande, livre e variado de capital, em muitos canais do emprego produtivo, que o financista deu sinais de assumir o posto de autoridade que hoje ocupa em nosso sistema econômico. (HOBSON, 1996, p. 236)

Tanto John Hobson, quanto Vladimir Lênin ou Rudolf Hilferding trazem esclarecimentos sobre o capital financeiro de formas complementares, e, em alguns aspectos, distintas. Sob vários outros aspectos, há diferenças substanciais no século XXI. Por isso, há de se mencionar aqui uma distinção fundamental entre método e modelo. Os escritos de Lênin não manifestam um modelo – ou seja um conjunto de elementos estáticos. O método torna-se preponderante para se seguir à análise da contemporaneidade, baseada nas premissas adotadas há um século atrás, considerando a história em processo.

Com isso, quer se chegar ao seguinte raciocínio: no começo do século passado não havia a mesma complexidade e volúpia que se verifica atualmente no que concerne ao capital financeiro. Parcialmente, devido à “revolução da informática e das comunicações que permitiu o deslocamento de grandes somas de capital eletronicamente, em poucos segundos, e possibilitou o surgimento das inovações que multiplicaram os ganhos das instituições financeiras” (SOARES, 2015, p. 44).

Oportunamente, será adotado o conceito desenvolvido por Hilferding em mente, mas à medida que surgirem outras referências mais cristalinas do que significa o capital financeiro nos dias atuais, será conveniente incluí-las. Já está claro, a essa altura, que o poder hegemônico global reestruturou o capitalismo ao seu feitio. Dentro da configuração dada pelo poder hegemônico, interessa aqui reforçar a compreensão da finança mundializada. François Chesnais (2005, p. 26) enxerga esse fenômeno como “um sistema de relações econômicas e sociais internas e internacionais cujo centro é a finança e que está apoiado nas instituições financeiras e políticas do país hegemônico em escala mundial”.

Até o presente momento, pôde se concluir alguns objetivos específicos que competem a esse trabalho monográfico: o primeiro deles, contextualizar o período neoliberal, o domínio

das finanças, pontuando a sua importância para o capitalismo contemporâneo; e o segundo, explicar no que consiste o fenômeno da “finança mundializada”, que só existe num capitalismo onde há poucas restrições aos capitais internacionais.

### **1.2.1. Determinantes do investimento e preferência pela liquidez**

Nas ciências econômicas há conflituosas visões no que tange a interação de categorias como renda, poupança e investimento. Reconhecida unanimemente como remuneração dos processos produtivos, as rendas podem ser divididas em salários, lucros, juros, aluguel etc. Os agentes que recebem tais rendimentos podem postergar o consumo, gerando as poupanças dos assalariados, das firmas, dos bancos e proprietários de terra. Os créditos gerados pelas poupanças privadas são canalizados pelos intermediários financeiros aos investimentos produtivos, que são os investimentos de fato (ASSAF NETO, 2014).

Investimento é criação de riqueza, no conceito econômico, enquanto o contrato de compra e venda de ações em mercados secundários “não pode ser interpretado como investimento, [envolvendo] simples transferência de posse dos valores, sem agregar riqueza à economia” (ASSAF NETO, 2014, p. 6). Nesse caso, a compra de ações remete à transferência do controle sobre as instituições emissoras dos títulos.

Os fatores que determinam o investimento, como quaisquer outras categorias, promovem controvérsias nas ciências econômicas. Os ativos e passivos que compõem uma “cesta” (ou portfólio) de investimentos de um agente econômico possuem classificações distintas. Notadamente essas classificações se referem à liquidez (referente à conversibilidade em moeda em diferentes períodos de maturação – curto e longo prazo); ao risco e ao retorno. Dentre outros teóricos, Keynes, Minsky e Kalecki ganham destaque nesse aspecto. Antes destes, Marx já havia enxergado, sob esse prisma, a importância do capital financeiro, analisado em maiores detalhes na unidade anterior.

Os adeptos da corrente keynesiana reconhecem o papel do investimento produtivo como propulsor da atividade econômica. Este só será realizado diante de expectativas de rentabilidade maior que às taxas de juros praticadas no mercado. A propensão ao consumo, segundo se sustenta nesta corrente, define a alocação de excedentes de rendas em investimentos produtivos, empréstimos e entesouramento. Optando pelas duas primeiras opções, os agentes esperam obtenção de ganhos futuros, “enquanto que a decisão de entesourar dinheiro [...] se mostra uma forma estéril de acumulação de riqueza”. (CAMARGO NETO, 1994, p. 8)

De forma complementar a Keynes, Minsky enxerga na irregularidade nos fluxos de investimentos a causa da flutuação da atividade econômica. O fator risco ganha destaque, pois esse conduzirá à composição do portfólio do investidor, que diante de incertezas poderá optar por ativos mais líquidos, investindo em carteira. (CAMARGO NETO, 1994).

Kalecki, por outro lado, destaca os determinantes dos investimentos no âmbito da firma. O prévio acúmulo de capital, variações na rentabilidade e estoque de capital são os seus determinantes. Para a definição da alocação de investimento improdutivo (investimento em carteira), as formulações kaleckianas parecem pouco importantes, mas corroboram parte das formulações de Keynes, cuja análise nos orienta a crer que

[...] para que haja incentivo ao investimento produtivo, faz-se necessário que [...] a eficiência marginal do capital seja superior ou igual à taxa de juros. Caso isto não ocorra, poderá ser mais lucrativo para o agente detentor de riqueza adquirir direitos sobre bens de capital já em uso (quotas ou ações) ou títulos de crédito (CAMARGO NETO, 1994, p. 16)

Desse modo, o prêmio de liquidez se impõe, propiciando à economia um momento de espiral recessiva. Sicsú (1994, p.70) afirma que “o prêmio pela liquidez de um ativo é necessariamente uma variável expectacional”. Há expectativa presente de que aquisição de ativo líquido ofereça, no futuro, retornos superiores ao valor de sua aquisição.

Nesse aspecto registra-se familiaridades às premissas keynesianas, além daquelas que preconizam que a liquidez é uma variável que se modifica temporalmente. Não há uma classificação rígida para os ativos segundo o grau de liquidez. “A própria moeda pode perder a capacidade de reter valor. É o que acontece quando vivemos sob o regime de alta inflação”. (SICSÚ, 1994, p.75)

### **1.2.2. O anárquico fluxo internacional de capitais**

Por indisponibilidade ou ineficácia da aplicação recursos do setor públicos e de investidores privados domésticos, muitas nações podem necessitar da “ajuda estrangeira” (HIRSCHMAN, 1961). Na perspectiva do desenvolvimento econômico, Hirschman (1961) dá ênfase ao fluxo de capitais estrangeiros. Mesmo que o enfoque seja diferente – trata-se de desenvolvimento através da inversão estrangeira produtiva – nesta monografia, não poderia ser deixado de lado o embasamento dado por este autor. Outras análises, mais recentes, concorrem *pari passu* com a de Hirschman (1961) – de acordo com seu tempo.

Mais recente, Peter Gowan (2003) traz à luz o que convencionou-se denominar “mercado global de capitais”. Para o autor, a nomenclatura torna-se inadequada, uma vez que “a maior parte do que acontece nos chamados ‘mercados globais de capital’ deveria ser encarado mais como uma mudança em relação ao sistema produtivo do que como uma fonte de recursos para nova produção”. (GOWAN, 2003, p. 30)

Empresas e governos captam recursos do mercado financeiro internacional para implementarem seus projetos. Estas captações ocorrem de diversas maneiras. Os tradicionais empréstimos e as negociações de títulos são as modalidades possíveis dentro uma “quase-infinitude”, dentro dessa arquitetura financeira internacional cujo cerne de funcionamento são as agências regulamentadoras, os bancos comerciais e centrais, as bolsas etc.

Apesar da existência desse arranjo institucional, ou seja, do Sistema Financeiro Internacional, não há garantias da natureza e aspirações de um investimento. Capitais produtivos ou especulativos, nesse aspecto, são analisados a seguir pelas teorias mais rigorosas sobre os determinantes do investimento.

Conforme visto anteriormente, a mundialização das finanças é um fenômeno permitido a partir da derrocada dos governos orientados por modelos de *bem-estar social* e ascensão de governos mais “liberais”. Nesse momento, o capital financeiro estabelece sua soberania sobre o capital produtivo, possibilitada pelo sustentáculo das instituições políticas e financeiras do país hegemônico (CHESNAIS, 2005).

A liberdade ao fluxo de capitais por todo o sistema, apesar das singularidades do momento atual, é fruto de debates intensos ao longo de todo o século XX. Esse debate ganha forma diferentes dependendo do estágio de desenvolvimento de determinado país. O já “decadente” acordo celebrado em Breton Woods, passa a ser “bombardeado” entre os anos 1960 e 1980. No Brasil, por exemplo, promulgou-se a Lei Nº 4.131, de 1962, que disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior e dá outras providências (BRASIL, 1962).

Em meados de 1990, o *mainstream* sustenta a política liberal como fórmula para o desenvolvimento. (LAAN, 2006). Nessa década, onde a liberalização das contas de capitais e financeira tornou-se uma máxima,

[...]os mercados foram criando formas de convivência com a nova realidade. Desataque-se a redução da importância relativa do sistema bancário tradicional no processo de intermediação financeira, à medida que novos agentes financeiros especializados no gerenciamento e administração das carteiras de seus clientes ganharam expressão, tais como as corretoras de valores, sociedades de crédito, companhias de seguros e capitalização, dentre outros.

As modernas instituições financeiras captam poupanças e buscam aplica-las onde proporcionem maior retorno a seus clientes. As fronteiras nacionais já não constituem barreiras e, em poucos segundos, pode-se mudar a composição do portfólio e deslocar ativos de um mercado para outro. (CARVALHO e SILVA, 2004, p. 261)

Nesse mesmo período, na América Latina, tem-se no Consenso de Washington, um marco significativo da abertura econômico-financeira. As economias latino-americanas, por insolvência e por necessidade de escalonar seus endividamentos, acabaram por aprimorar as estratégias (não deliberativas, apenas “recomendatórias”) liberalizantes propostas pelos organismos financeiros internacionais, as quais corroboradas à época, pela liquidez dos países centrais. (BATISTA, 1994). O Consenso de Washington foi uma reunião cuja pauta – proposta de organizações financeiras internacionais situadas na capital norte-americana, corroborando Chesnais (2005) – consistia em sugerir reformas estruturais para que os países latino-americanos pudessem se desenvolver. Composto, por dez regras (em especial, a disciplina fiscal; a adoção do câmbio flutuante; as privatizações; a flexibilização trabalhista; e a desregulação do fluxo de capitais), o consenso evocou ideário neoliberal, penetrando na agenda dos governos latino-americanos.

Ao fim e ao cabo, o Consenso de Washington representou dois movimentos complementares: “por um lado, a drástica redução do Estado e a corrosão do conceito de Nação; por outro, o máximo de abertura à importação de bens e serviços e à entrada de capitais de risco”. (BATISTA, 1994, p. 27). O princípio da regulação automática dos mercados internos e externos estava instituída, segundo Batista (1994).

### **1.3. O Brasil no contexto neoliberal**

A submissão das políticas econômicas aos interesses de uma economia globalizada é característica marcante do período neoliberal. Compreende-se que o neoliberalismo não é uma doutrina uniforme a todos os países, pois tratar-se-ia de uma abstração (DUMÉNIL e LÉVY, 2005). É possível perceber que, aos países emergentes (sobretudo o que mais interessa, o caso específico do Brasil), esse viés pode gerar efeitos negativos sob diversas ópticas. Dois elementos particulares e interdependentes foram escolhidos para essa monografia: a volatilidade financeira e a vulnerabilidade externa. Esse será o tema da última parte desta monografia.

No caso do Brasil, as raízes da “aceitação” ao modelo neoliberal são fruto de controvérsias teóricas. As forças que regem a política macroeconômica cedem de uma gestão

própria. Em seu *História do Pensamento Econômico*, Stanley Brue admite de forma definitiva que existe

[...]um certo consenso de que, até a década de 1930, o pensamento econômico dominante, entre os brasileiros, foi o liberalismo e que o advento das crises de 1929 e 1930 trouxe uma nova realidade, a da dualidade de pensamento entre o neoliberalismo e o desenvolvimentismo. Paralelamente e, a princípio, de forma discreta, para alguns estudiosos haveria uma terceira corrente, rotulada de socialista. (BRUE, 2006, p. 529)

Na obra *Desenvolvimento: o debate pioneiro de 1944-1945*, desenvolvida pelo Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), e escrita por Teixeira, Maringoni e Gentil (2010), traz-se à luz as pormenorizações do debate entre liberais e desenvolvimentistas. Roberto Simonsen advogou a causa desenvolvimentista, enquanto, Eugenio Gudín tornou-se expoente do neoliberalismo cujo conceito torna-se inapropriado a sua época devido à difusão deste somente na década de 1970.

O neoliberalismo no Brasil, porém, pode ser atrelado ao pensamento de Gudín cujas orientações econômicas experimentadas (entre 1954 e 1955, e após 1994) não conduziram o país ao desenvolvimento, nem sequer à estabilidade. O que deixa de legado à economia brasileira, foi tê-la tornado “mais vulnerável, chegando a quebrar três vezes entre 1994 e 2002”. (TEIXEIRA, MARINGONI E GENTIL, 2010, p. 98)

O desenvolvimentismo experimentado no Brasil durante meados desse mesmo século formaram certa resistência às políticas liberalizantes. Com a recessão, que marca meados dos anos 1970 e 1980, entretanto, o desenvolvimentismo deixa definitivamente de ser um paradigma para vários pesquisadores da economia brasileira. Desse modo, abrem-se as portas ao neoliberalismo, que “ascende por volta de 1987, após o estrondoso fracasso do Plano Cruzado [...]”. (BRUE, 2006, p. 535)

O enfoque nas reformas propostas aos países latino-americanos no Consenso de Washington é mais um fator que atinge a agenda política econômica brasileira. A mensagem “acabaria cabalmente absolvida por substancial parcela das elites políticas, empresariais e intelectuais da região, como sinônimo de modernidade [...]”. (BATISTA, 1994, p. 6). Salienta-se também o papel subserviente da Fiesp, favorável à “vocação primário-exportadora” da economia brasileira (BATISTA, 1994).

O governo Sarney, impopular pelo pífio legado socioecon mico, deixou o cenário político brasileiro, nas elei es de 1989, diante de duas alternativas distintas: de um lado, o PT, fortalecido pela conquista da maioria dos votos nas elei es municipais, em municípios importantes como São Paulo e Porto Alegre no ano anterior; do outro lado, Fernando Collor

de Melo, apoiado pelo empresariado, reconhecido pelo perfil “modernizador” e favorável à globalização.

O resultado eleitoral foi favorável a Collor, que tomou como prioridade o combate à inflação fortalecido por dois planos – Collor I e II –, que restringiam o acesso à moeda circulante, congelavam preços e salários além de lançar mão da prefixação de juros. Impopulares, estes planos já serviam para um ensaio à resistência social. Talvez se pudesse afirmar que Collor legitimou o neoliberalismo (ao feitiço do Consenso de Washington) em sua inteireza, não fosse o fato de ter findado seu governo renunciado antes mesmo da sentença do *impeachment*. O fluxo de capitais estrangeiros ganhou proporções inéditas com a abertura econômica promovida neste período cujo reflexo mais crítico é o comprometimento do controle das sociedades nacionais em detrimento das transnacionais. (SAMPAIO JR., 1999)

Os eventos dos anos 90 no Brasil estão no *hall* dos eventos mais notáveis para dimensionar a atuação recente do FMI. De acordo com Rothberg, os principais acontecimentos são a ocorrência “da crise asiática (segundo semestre de 1997), da moratória russa (agosto de 1998) e a desvalorização cambial brasileira (janeiro de 1999) [...]” (ROTHBERG, 2005, p.75). Para o primeiro destes três eventos – a crise asiática – o FMI não se absteve do receituário da “disciplina fiscal” e no caso da Rússia, houve reestruturação de suas obrigações externas e “hiperdesvalorização” da sua moeda, o rublo. (ROTHBERG, 2005).

Por fim, o caso da crise cambial brasileira foi contornado pelo Programa de Estabilidade Fiscal, anunciado por Malan, o Ministro da Fazenda de FHC. O entendimento entre o FMI e o governo FHC incluía metas, para 1999, de “superávit de 2,6% do PIB, ‘a fim de promover a confiança e facilitar uma redução sustentada da taxa de juros [com metas de 3% para 2001]”’. (ROTHBERG, 2005, p. 95)

Há na contemporaneidade, especificamente no caso brasileiro, pouco indícios da resistência política ao *status quo*. Não há motivos para crer que após o governo Collor muita coisa mudaria, afinal estendia-se às elites intelectuais a dependência brasileira do investimento estrangeiro. A submissão aos interesses supranacionais no governo Collor não é fato inédito e nem tem seu fim com a derrocada do “caçador de marajás”. Francisco Corsi adverte que

[...]a queda de Fernando Collor, no entanto, não deteve a virada conservadora<sup>10</sup>. Fernando Henrique Cardoso, contando com uma base social mais ampla graças à estabilização dos preços e com forte apoio das classes dominantes e do capital estrangeiro, colocou em prática um vasto programa de reformas inspiradas no ideário neoliberal. Ao optar por políticas

---

<sup>10</sup> Distinções semânticas à parte, o conservadorismo neoliberal refere-se em justa medida à contraposição que se fez, outrora, em relação, ao liberalismo clássico.

neoliberais, FHC colocou, de forma subordinada, o Brasil na trilha da globalização. (CORSI, 2002, P. 22)

As reformas às quais Corsi (2002) faz referência são, especialmente, o regime de meta de inflações, as privatizações, o renovado tratamento ao capital estrangeiro e, dentre outros, saneamento do sistema financeiro. (GIAMBIAGI, 2011a). Ao passo que se supunha uma inserção positiva do Brasil “trilha da globalização”, o que se viu foi uma série de expectativas frustradas em termos de desenvolvimento econômico. (CORSI, 2002).

O regime de metas inflacionárias diz respeito ao sistema cuja centralidade da política macroeconômico passa a ser o controle monetário. A taxa SELIC, que serve como balizadora das taxas de juros praticadas pelo mercado, dá, teoricamente, suporte ao controle dos preços. O Governo FHC aprofundou as privatizações das companhias estatais cuja “receita acumulada [...] atingiu cerca de US\$100 bilhões com picos anuais de US\$28 bilhões em 1997 e de US\$38 bilhões em 1998, conforme dados do BNDES” (GIAMBIAGI, 2011a, p. 186).

O sistema financeiro nacional (SFN) não ficou descolado dessa tendência; ao contrário, é nesse período em que se inicia um intenso processo de privatização dos bancos estatais, a facilitação de entrada de bancos estrangeiros em solo nacional, a formação de conglomerados financeiros e o aperfeiçoamento no acompanhamento do setor feito pelo Bacen. (GIAMBIAGI, 2011a). O próprio Giambiagi, acerca do fluxo internacional de capitais, afirma que

[...]o comportamento dos fluxos de capital para o Brasil sofreu uma significativa mudança ao longo do período. Os investimentos diretos, após atingirem um piso de apenas US\$87 milhões ao final de 1991, cresceram para fechar 1994 em US\$1,5 bilhão. Já os investimentos líquidos em carteira foram extremamente beneficiados pela assinatura do Plano Brady, pela estabilização e os elevados juros domésticos, vistos como necessários para assegurar a estabilização. (GIAMBIAGI, 2011a, p.157)

No período em que a economia brasileira era capitaneada pelo Presidente Cardoso e por Pedro Malan (Ministro da Fazenda), a instabilidade parecia superada, o otimismo era notório e “o dinheiro de fora estava chegando em profusão, não só em termos de curto prazo, mas também a longo prazo, inclusive o das multinacionais [...]” (BLUSTEIN, 2002, p. 335)

O Brasil desde Collor, passando pelo governo FHC, portanto, está sob a ordem neoliberal. Adiante, será analisada a continuidade do modelo neoliberal nos governos do Partido dos Trabalhadores (Lula e Dilma Rousseff).

Com a ascensão de um governo com ampla base de esquerda no espectro político, seria de se esperar um questionamento à submissão ao *establishment* internacional. Mas, de fato, qual o comportamento dos governos PT ante o capital financeiro internacional? Nesse contexto,

é necessário sublinhar o frisson do mercado financeiro. Em seguida, cabe a análise da condução dos dois primeiros mandatos de Lula ante os segmentos da burguesia nacional. A seguir, dando coesão ao texto, cabe falar dos laços que se formam entre o Estado e o capital financeiro (especificamente, a relação com o FMI).

No pleito de 2002, havia indícios de um desgaste da imagem do neoliberalismo, outrora, louvado na ascensão de Collor. O discurso opositorista, contudo, não indicava nada mais que a reforma do neoliberalismo, ou seja, “uma versão moderada de neoliberalismo – que poderíamos chamar de neoliberalismo mitigado ou de social-liberalismo<sup>11</sup>”. (MARTUSCELLI, 2013, p.148).

Não se pode deixar de lado a primazia retórica, durante o pleito, dada à atividade produtiva sobre o pagamento da dívida externa. Houve temor no mercado financeiro, devido à “simples menção à possibilidade de um debate acerca da conveniência ou não desse pagamento, patrocinado por quem tinha chances concretas de ser governo, alimentava os temores do mercado financeiro, nacional e internacional” (GIAMBIAGI, 2011b, p. 200).

Na memorável “Carta ao povo brasileiro”, entretanto, Luiz Inácio Lula da Silva (então candidato) dirige-se ao “povo brasileiro”, aproveitando para estreitar a proximidade ao mercado financeiro. Essa proximidade, na realidade era uma tentativa de acalmar os ânimos, devido às especulações acerca de moratória. No documento, há associação da crise de confiança dos credores do Brasil ao excessivo endividamento deixado por FHC. Além de outras credenciais, Lula tentava demonstrar ao mercado que seu governo não faria nenhuma modificação drástica na estrutura do capital. Na Carta ao Povo Brasileiro, consta, inclusive que “[...]as fontes de financiamento públicas devem ser canalizadas com absoluta prioridade para gerar divisas”.<sup>12</sup> Esse ajustamento aos ditames do capital, apesar dos discursos iniciais voltados a frear o ímpeto do capital financeiro, não é novidade para alguns analistas políticos, pois

[..]no período imediatamente posterior à queda de Collor, o PT passou por uma crise interna, quando ocorreu a cisão da corrente majoritária do partido, a Articulação, dando origem à Articulação/Hora da Verdade, que, já em setembro de 1993, passou a se chamar Articulação de Esquerda. Tal fato político pode ser considerado um dos indicadores das mudanças programáticas pelas quais o partido vinha passando. (MARTUSCELLI, 2013, p.141)

Torna-se coerente o título que Giambiagi (2011b) dá a essa transição para o governo Lula: *o rompimento com a ruptura*. Não seria de se estranhar, então o fato da Meryll Linch

<sup>11</sup> Alternativamente, se utiliza o termo “conservadorismo popular”. (Cf. SINGER, 2009, p. 99)

<sup>12</sup> Cf. CARTA AO POVO BRASILEIRO, 22 de junho de 2002. Disponível em: <http://novo.fpabramo.org.br/uploads/cartaapovobrasileiro.pdf>

(adquirida em 2008 pelo Bank of America) ter lançado nota em que confiava na manutenção do funcionamento dos mecanismos de mercado após a eleição de Lula. Essa confiança<sup>13</sup> de um banco de investimento norte-americano justificava-se por conta dos nomes que compunham a equipe econômica do governo. Estes, na visão de Danilo Martuscelli, “estavam bem afinados com os interesses dos credores internacionais. Entre esses nomes[...]: Antonio Palocci (ministro da Fazenda), Henrique Meirelles (presidente do Bacen) e vários assessores que fizeram escola no FMI”. (MARTUSCELLI, 2013, p.158)

A grande façanha do governo Lula foi ter construído um “pacto social”, capaz de aglutinar interesses do capital financeiro internacional, da burguesia nacional (aumentando também a exuberância dos resultados dos bancos nacionais) e de uma parcela das camadas mais pobres do país.

Para corroborar essa visão, alguns dados do Departamento Intersindical de Estatísticas e Estudos Socioeconômicos são úteis. Na obra de Martuscelli (2013), destaca-se que

[...] além de adotar medidas favoráveis à indústria e ao agronegócio, em especial, as voltadas a fomentar a produção para a exportação, o governo Lula lançou mão de estratégias para contemplar os interesses dos grandes bancos nacionais no ‘novo contrato social’. Ao observar o lucro líquido dos 11 maiores bancos do país, podemos concluir que os banqueiros não tinham do que reclamar. Se, até 2001, os rendimentos deles não ultrapassavam a marca de R\$ 5 bilhões anuais, a partir de 2002, tornou-se uma constante obterem lucros líquidos acima de R\$ 10 bilhões, chegando a passar da casa dos R\$ 20 bilhões, em 2005, e atingir quase R\$ 30 bilhões, em 2006<sup>14</sup>. (MARTUSCELLI, 2013, p. 167)

As análises favoráveis ao primeiro mandato de Lula às vezes desconsideram os fatores externos, dando maior ênfase à ação política do então Presidente. A vontade política, na verdade, complementa-se ao contexto internacional. A economia norte-americana apresenta um fator importante para a liquidez que se desfrutava:

[...]o déficit gêmeo [...], ou seja, o déficit das contas externas e o déficit das contas públicas, [deixando a economia internacional] frente a uma situação de ‘excesso de dólares’ [que] se materializou na expansão dos investimentos em escala global. No entanto, esse excedente também se orienta para aplicações financeiras internacionais. (FILGUEIRAS e GONÇALVES, 2007, p.43).

Apesar de não abdicar da ortodoxia, Lula conseguiu, por fim, reorganizar o “pacto social”, dando ênfase no consumo interno, favorecendo não só a classe trabalhadora organizada,

---

<sup>13</sup>“Embora o referido relatório tivesse sido publicado em inglês, a Merrill Lynch fez questão de fazer um jogo de palavras e publicar o título em português, confirmando a relação amigável do governo com o setor financeiro: ‘Lula de Mel’”. (MARTUSCELLI, 2013, p.158)

<sup>14</sup> MARTUSCELLI, 2013. Cf. DIEESE. — Fusões no setor bancário: emprego e concorrência. Nota técnica, n. 55, nov. 2007. Disponível em: <http://www.dieese.org.br/notatecnica/notatec55FusaoBancaria.pdf>

mas especialmente o subproletariado. (SINGER, 2009). Desse modo, a compreensão teórica da organização do governo Lula transitou, no âmbito acadêmico, entre “denominações complementares do neoliberalismo (social-liberalismo, neoliberalismo atenuado [...]). Mas, no [seu] mandato posterior e na administração de Dilma, apareceram ingredientes de uma virada que tem levantado três caracterizações distintas”. (KATZ, 2016, p. 201)

Importa dar destaque somente à modificação da “primazia inicial dos bancos em favor da indústria [levando a crer que] o lulismo tomou partido por setores da burguesia que disputam com o capital financeiro [...]” (KATZ, 2016, p.202). Essa disputa não significa nada mais do que uma espécie de *capitalismo de laços*.<sup>15</sup> A dominância financeira, ainda assim, não deixa de ser uma realidade nos governos petistas. Prova disso é que, “a taxa média de rentabilidade (lucro/patrimônio líquido) dos 50 maiores bancos é sempre superior à das 500 maiores empresas em todos os anos do período 2003-10 [...]Esta relação aumenta de 0,99 em 2002 para 1,74 em 2010<sup>16</sup>.” (GONÇALVES, 2012, p.22)

Está posto, portanto, o capitalismo ganha nova roupagem na configuração neoliberal cuja preponderância do capital financeiro ganha destaque. O reordenamento produtivo e a questão ideológica são outros fatores relevantes desse período. Há controvérsias quanto ao próprio termo “neoliberalismo”, que pode confundir com esgotamento da ação estatal, mas nesta monografia algumas conveniências foram, propositalmente, aceitas para que se possa situar o Brasil dentro dessa nova etapa da história do capitalismo.

---

<sup>15</sup> O termo faz referência à obra homônima de Sérgio Lazzarini. O autor define-o como “um modelo assentado no uso de *relações* para explorar oportunidades de mercado ou para influenciar determinadas decisões de interesse” (LAZZARINI, 2011, p.4). É uma obra inspirada em *Os donos do Poder*, de Raymundo Faoro.

<sup>16</sup> Cf. Revista Exame Melhores e Maiores, 2011, p. 241. (Dados: BACEN. Disponível: <http://www4.bcb.gov.br/top50/port/Top50.asp>). (GONÇALVES, 2012, p.23)

## 2. CRISE DOS *SUBPRIMES* EM 2008 E REFLEXOS NA ECONOMIA BRASILEIRA

Esta parte da monografia pretende demonstrar, de forma reflexiva (e não definitiva), a crença na transição do neoliberalismo a partir de 2008. Alternativamente, se pode entender, que há derrocada do “estágio neoliberal” ou, ainda mais amplo, de todo o sistema da sociedade de mercado. Alguns especialistas acreditam no acirramento do neoliberalismo. Da reflexão alternativa pode emergir um outro trabalho, mas neste, entende-se que a configuração neoliberal está fadada ao fracasso com as quebras de gigantes do mercado financeiro na potência hegemônica.

### 2.1. Crises sistêmicas do capital

As crises do sistema capitalista se assemelham em vários aspectos, dificultando delimitar suas discontinuidades, ou seja, não há qualquer critério razoável para admitir que a crise presente não tem em si elementos de crises passadas, ou sequer, que deixou de haver crise algum dia. O termo crise ainda está muito genérico, tornando necessário distingui-lo em suas diferentes manifestações históricas. Há crises econômicas, por exemplo, por escassez ou superprodução em determinados setores. As crises financeiras, especificamente, “estão associadas com os ápices dos ciclos econômicos”. (KINDLEBERGER, 1992, p.19). Para tornar clara a crise que estourou em 2008, é necessária a compreensão dos “motores” de todas as demais crises capitalistas. Seguindo o raciocínio de Michel Beaud,

[...]toda crise capitalista resulta do jogo de quatro contradições fundamentais: entre capital e trabalho, isto é, concretamente, entre empresas capitalistas e classes operárias; entre capitalistas (seja no mesmo setor, seja de setores a setores); entre capitalismo nacionais; entre capitalismo dominantes e povos, países ou regiões dominadas. (BEAUD, 1989, p. 201).

Torna-se mais pertinente admitir que a crise atual se inicia a partir de ingerências inerentes ao setor financeiro norte-americano, portanto, entre capitalistas do mesmo setor. Esta é uma conclusão passível de divergências, porém, leva em conta as quatro contradições citadas por Beaud (1989).

Além de identificar as raízes puramente econômicas das crises, deve-se ter em mente que “a crise é, também, um fenômeno histórico e social que se desenvolve juntamente com o processo de acumulação, de expansão, de modernização, de globalização capitalistas”. (CAMPOS, 2001, p. 295). Essa concepção é pertinente no que tange à globalização onde a

economia mundial tem elevado grau de integração, permitindo com que as turbulências se espalhem como uma metástase por todo o sistema.

As crises sistêmicas do capitalismo, fica óbvio, variam de região para região, porém algumas tomam proporções que permitem tratá-las como crises globais. As mais significativas destas crises, no período recente do Capitalismo, são: a Grande Depressão de 1929; a crise marcada pelo endividamento estatal e aceleração da inflação em meados dos anos 1970; o pânico no mercado financeiro que assolou a Ásia no fim do século passado e a bolha das empresas *ponto com*, no início do presente século.

Como fruto de uma pesquisa com caráter investigativo, vários exemplos surgem nesta monografia, que, se fossem levadas a cabo por todos os devaneios cognitivos, resultariam numa miscelânea de subjetividades e digressões. Há, no entanto, a importância de comparar as similaridades das crises.

Para Maria da Conceição Tavares (2009, p. 69), por exemplo, “a crise atual não é semelhante à de 1929. Claro, há elementos comuns[...]. Mas o dramático que a distingue daquele episódio dos anos 1930 é o congelamento do crédito, fruto da desconfiança[...]”. Num cenário onde as incertezas prevalecem, é de se esperar que os indivíduos e as organizações (os agentes econômicos) tomem decisões difusas, contrariando qualquer parâmetro de previsibilidade, necessário à execução de políticas econômicas. Esse é, *grosso modo*, o contexto da Grande Depressão, de 1929. Além de Tavares (2009), Piketty (2014) – visto adiante – também admite as distinções dessas crises.

Compreendidas, de forma genérica, as “explicações para todas as crises capitalistas” (abstraindo, por convenção, as reflexões teóricas que tentam unificá-las em uma só) e para os problemas da financeirização (tão propagandeada pelo *mainstream*), é necessário apontar agora para as especificidades da crise de 2008. O essencial da crise contemporânea é sua classificação como “Grande Recessão” e não como “Grande Depressão” (PIKETTY, 2014).

Essa distinção vai além da própria semântica por dois motivos: em primeiro lugar, devido às recentes políticas promovidas pelos bancos centrais, visando o salvamento das instituições “grandes demais para quebrar”. Na Grande Depressão de 1929, a postura foi oposta, a inércia; em segundo lugar, pela caracterização do período pós-2008 ser a de um cenário de estagnação, com alguns picos de recessão (portanto, sem recessão persistente), em que “a queda da produção, mesmo no momento de mais grave recessão, em 2009, não ultrapassou 5% na maior parte dos países ricos[...], diferente do desmoronamento maciço e das falências em série observadas nos anos 1930”. (PIKETTY, 2014, p.460).

### 2.1.1. Peculiaridades da crise de 2008

É inegável que para alguns os traços da crise de 2008 são inerentes à ruína do neoliberalismo, negando a crise do capitalismo, como se este fosse esse eterno. Recorrer aos receituários keynesianos é coerente para os que querem “salvar o capitalismo”. Há, contudo, uma realidade concreta e urgente que se manifesta por uma dupla resistência ao ônus da crise: no âmbito trabalhista e também entre os defensores daqueles que vivem de renda (NUNES, 2012). Boa parte da investigação desta parte do presente trabalho recai sobre o *Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States* (em tradução livre: Relatório da Comissão de Inquérito à Crise Financeira, 2011)

A resistência a esse modelo de financeirização desregulada se justifica na medida que esta, “[...] juntamente com a absoluta liberdade de circulação de capitais, abriram de par em par as portas da especulação e a especulação ameaça afundar a economia, à escala mundial, como é próprio deste mundo ‘globalizado’”. (NUNES, 2012, p.43). Em complemento a essa visão, as teorias marxistas já anunciam há mais de um século a culminação da crise capitalista em nível mundial. Seguindo a linha de raciocínio marxista, o mercado mundial compreende o negativo do capital (GRESPLAN, 2012) nesta sua última etapa de expansão (nos termos contemporâneos, “globalização”), ou seja, ela se apresenta como “fenômeno de abrangência universal, alastrando-se por toda a economia mundial exatamente na medida em que o próprio capital já também o tivesse feito”. (GRESPLAN, 2012, p.28)

As crises do setor bancário não se esgotaram nos anos 1930, nem tão pouco este setor esteve amplamente seguro e regulado. A segurança do setor bancário seria questionada em 2007, “coincidentemente” ano de recorde no índice Dow Jones. Nesse mesmo ano, “o banco francês BNP Paribas suspendeu os saques em três de seus fundos – e assim começava a grande crise financeira.” (KRUGMAN, 2009: 173)

O economista João Sicsú apresenta o essencial do rompimento da crise nos Estados Unidos. Segundo Sicsú (2009) há uma distinção de expectativas entre os “cidadãos de cima” e “os cidadãos de baixo” (subcidadãos, os *subprimes*), na conjuntura da crise. Apesar desta distinção, o sistema financeiro tentava pactuar as ambições de ambos. Os primeiros correspondem aos que esperavam alta rentabilidade do mercado financeiro, enquanto os demais esperavam do mesmo, a realização do “sonho da casa própria”. Desse modo

[...]as operações de financiamento imobiliário ao grupo de “subcidadãos” eram de alto risco por estarem garantidas pelo trabalho, por vezes, informal e por rendas, potencialmente, variáveis. E, finalmente, chegou o dia em que

as garantias evaporaram. Chegou o dia em que as prestações da casa própria não puderam mais ser pagas. Uma das formas de pactuação dos sonhos foi estabelecer contratos de financiamento imobiliário com juros altos, mas com percentuais diferenciados ao longo do tempo. No começo do contrato, as taxas de juros eram baixas, depois eram muito altas para compensar a redução da primeira fase. Até o final de 2006, a maior parte dos contratos ainda estava na fase de juros mais baixos (e, portanto, a inadimplência era reduzida). Posteriormente, na fase de juros mais altos, a prestação elevada não cabia no rendimento dos “subcidadãos” e os empréstimos deixaram de ser validados. Esse é o desenho da crise de crédito que atingiu a economia norte-americana. (SICSÚ, 2009, p. 144)

É a partir desse recorte histórico que se pode analisar os desdobramentos da crise. Diante dos riscos envoltos nos papéis das dívidas dos *subprimes*, houve repasse dos títulos de tais dívidas às maiores instituições financeiras. A inadimplência, no entanto, foi generalizada, e esses papeis passaram a valer quase nada, afetando o mercado financeiro, detentor desses títulos – em grande proporção, componente dos seus principais ativos (SICSÚ, 2009), ocorrendo, nesse momento, uma crise de liquidez.

É crucial salientar o “efeito-dominó” que a crise provocou: primeiro, crise de crédito; segundo, crise de liquidez; terceiro, crise patrimonial (ou seja, retração das atividades mesmo nas instituições não afetadas pelos riscos dos *subprimes*); e, por último, uma quarta crise – em 2009, apenas uma “expectativa”: de retração da demanda agregada, gerando recessão e desemprego (SICSÚ, 2009).

Sobre crise de 2008, é necessário se ponderar novamente, não há elementos que façam compreendê-la isoladamente. Os prelúdios dos chamados *subprimes* podem ser vistos quatro décadas antes. O endividamento das famílias é um dos elementos mais cristalinos para essa afirmação. Como salientam Duménil e Lévy

[...]nos anos 60 e 70, a dívida das famílias representava 65% de sua renda disponível (isto é, após o pagamento dos impostos). A partir da metade da década de 1980, essa porcentagem disparou, atingindo no início dos anos 2000, mais de 100%. De maneira tão habitual, ele continuou a crescer durante a recessão [ocorrida nos primeiros cinco anos do século atual]. (DUMÉNIL e LÉVY, 2005, p. 101).

Desse modo, a potência hegemônica já mostrava ao mundo os sinais da ineficiência na gestão do sistema. Quase dez anos após os acontecimentos citados por Sicsú (2009), não há motivos para se enxergar que os Estados Unidos é o *locus* da crise de 2008, apesar de ser o seu berço. Na arquitetura do SFI, os vetores que o compõem se comportam de modo metastático. É coerente, porém, considerar as disparidades da incidência da crise em diferentes locais. Katz cita os casos emblemáticos da China e da Grécia, que seguem trajetórias totalmente distintos.

O autor, entretanto, destaca que na América do Sul, tanto na Argentina, que priorizou o consumo, quanto nas nações vizinhas, de verve neoliberal,

[...]o impacto da crise mundial tem sido limitado e semelhante em ambos os casos, dada a afluência comum de divisas gerada pela valorização das exportações; [e mesmo a introjeção da vocação à demanda não bastou, pois] o que funcionou em 2003-2007, perdeu consistência em 2008-2010 e se tornou inviável a partir de 2011. (KATZ, 2016: 191, grifos nossos)

Destaca-se a análise feita por Krugman, em *A crise de 2008 e a economia da depressão* (2009). De forma didática, ele ilustra os acontecimentos caracterizadores da crise de 2008. Essa obra servirá de base para que se façam as reflexões finais acerca dos eventos ocorridos em 2008. Ao adentrar na análise do período da crise de 2008, o economista atribui papel significativo (trocando em miúdos: parcela considerável de culpa) ao ex-presidente do FED, Alan Greenspan para a “exuberância irracional”. (KRUGMAN, 2009)

Assim como faz Belluzzo (2009), Krugman (2009) admite que os desdobramentos da crise seriam discutíveis somente com o passar do tempo. Tratar-se-ia de uma depressão ou de uma ligeira recessão? Discute-se nessa monografia os aspectos financeiros, abstraindo por convenção o “lado real” da economia, mas os desdobramentos da crise, pode se afirmar hoje, são verificados em maior ou menor grau em diversas nações ou setores da economia.

Sabe-se que parte do *mainstream* (especialmente, os monetaristas) advogam a inércia ante a crise, sugerindo permitir que a crise siga o seu curso. Para outros, inclusive, as crises servem como uma espécie de purgatório, onde são expiados os erros cometidos anteriormente, purificando e reestabelecendo o equilíbrio (KINDLEBERGER, 1992). A reação do SFI à crise, por isso, deve ser analisada com o intuito de verificar se “na queda de braços” do mercado financeiro, houve prevalência de uma política moribunda ou mais enérgica.

Facilmente verifica-se que o FMI não saiu da sua posição inicial no que tange à imposição de regras, às vezes penosas, para determinados países, mas diante da crise de 2008, algumas particularidades devem ser sublinhadas: além dos US\$50 bilhões<sup>17</sup> emprestados, até meados de 2009, a países – em maioria do leste europeu – que foram afetados pela crise financeira, outros US\$1,1 trilhão<sup>18</sup> seriam destinados a colaborar com o “rombo” deixado pela crise. Esse fundo (cujo acordo se estabelece em 2009) viria a ser arrecadado pelos países membros do G-20, do qual o Brasil faz parte. (MAIA, 2011). O *Special Drawing Rights* (Direitos Especiais de Saque, DES) funciona como uma moeda lastreada por outras moedas.

---

<sup>17</sup> MAIA, J. *Economia Internacional e Comércio Exterior*. – São Paulo: Atlas, 2011, p.300.

<sup>18</sup> Ibid. p. 300.

Uma espécie de moeda internacional<sup>19</sup>. Explicando melhor: quatro moedas – o dólar americano, o euro, a libra esterlina e o iene japonês –, detêm um percentual de importância dentro da composição do DES. O mercado cambial, dada sua dinâmica, determina a cotação do DES diariamente. Os países membros do FMI são agraciados pelo saque dessa moeda quando insuflados por problemas de liquidez. Foi o que ocorreu em 2009, quando “houve nova emissão, no montante de [...] US\$ 207 bilhões” (MAIA, 2011, p. 302). Assim, o FMI atua na crise de 2008 como salvador de última instância ao debilitado sistema financeiro, cedendo benefícios aos países mergulhados pelas crises sistêmicas do capital, em troca de adoção de regras.

O sistema de bancos centrais Estados Unidos, *Federal Reserve System* (FED) também precisa ser analisado sob o papel que ocupa ante a crise de 2008. É oportuno sublinhar, ligeiramente, sua importância na crise atual e frisar sua participação na “tribuna dos réus” por adotar uma postura de “afrouxamento” dos critérios impostos aos bancos para concessão de empréstimos de alto risco. Há denúncias, no Relatório da Crise (2011) em que se constata que sim, houve fraude e corrupção. Torna-se, neste momento, diligente questionar se as *bolhas de Greenspan* (KRUGMAN, 2009) formam um elo com os atos que desembocam na crise dos *subprimes*. Herdeiro das *bolhas de Greenspan* (KRUGMAN, 2009), Ben Bernanke assume o comando do FED no “olho do furacão”, em plena crise. Apesar de contrariado por movimentos como o *Occupy Wall Street*, se mostra favorável a uma das maiores reivindicações do movimento: a oposição ao salvamento dos bancos em falência. No entanto, pouco pôde fazer senão articular esse plano, que resultou no socorro ao *Bear Sterns*, posteriormente adquirido pelo *J.P. Morgan*. O *Merril Lynch*, assim como o *Goldman Sachs* e o *Morgan Stanley* foram adquiridos pelo *Bank of America* (SENNÁ, 2010). Descolado dessa arquitetura de salvamento bancário, o *Lehman Brothers* entrou em falência e gerou convulsão nos mercados financeiros. Os investidores entraram em ruína junto com um dos gigantes do setor financeiro

No relatório supracitado consta a participação de entidades que, em tese, funcionariam para dar maior credibilidade ao sistema financeiro. A seguir, o professor e jurista Durval Goyos Jr. traz um panorama deste esquema:

O relatório aponta as três principais agências de avaliação de crédito, como Moody's, Standard&Poor's e Fitch, como peças chave no processo, posicionadas entre os emitentes e os investidores nos títulos derivados dos créditos podres. Como os emitentes necessitavam de avaliações positivas de crédito para colocar os derivativos no mercado, pagavam fortunas às agências para assegurar as certificações desejadas. (GOYOS JR., 2011)

---

<sup>19</sup> Há semelhanças com o a moeda bancor (proposta por Keynes). A esse respeito, recomenda-se a leitura de Maia (2011, p. 286-7; 302)

Entre as agências de classificação de risco, ou agências de *ratings*, assim como mercado de crédito, há assimetria de informação. Em alguns, essa assimetria é mais acentuada e em outros, menos. Isso quer dizer que, variavelmente, o fornecedor e o cliente não dispõem das mesmas informações acerca do produto transacionado. Os fornecedores de créditos (investidores) não dispõem de certeza plena na capacidade de pagamento do cliente (tomador do crédito). Para atenuar os riscos, os bancos comerciais, por exemplo, utilizam de sistemas que indicam – baseado em certas variáveis – o risco de ofertar crédito a determinado cliente, seja ele pessoa física ou jurídica. Esse é um risco de mercado. Essa lógica se aplica aos países (compreendidos governos e empresas), que atuam no SFI ora como credores, outrora como tomadores de crédito. A esses, o risco passa a ser representado pela nomenclatura de risco soberano (risco país). (MAIA, 2011)

As classificações convencionais das agências de *ratings* são compostas por letras (códigos) que representam a saúde financeira de determinada economia. A exemplo disso, uma classificação da *Moody's* em “Aaa” significa alto grau de confiabilidade no pagamento da dívida, ou melhor, risco quase nulo. Para a *Standard&Poor's* (S&P), essa mesma credibilidade é expressa pelo código “AAA”. O risco de moratória (ou *default*), para a mesma S&P, por outro lado, é expresso pelo código “C”. (MAIA, 2011)

O espectro entre AAA e C é repleto de, pelo menos 24 códigos – a depender da agência –, que dividem as economias em “grau de investimento” (*investment grade*), que podem sofrer “rebaixamento” (*downgrades*) para o “grau especulativo” (*speculative grade*). Desse modo, conclui-se que as funcionalidades dos *ratings* se explicam, à medida que:

[...]tentam refletir os fatores específicos de risco de um país, os quais podem trazer consequências sobre a capacidade de uma entidade para saldar integral e pontualmente sua dívida. Fazem parte destes fatores de riscos o risco de intervenção soberana, como, por exemplo, o risco de um país impor políticas cambiais ou decretar moratória da dívida. Além disso, inclui os riscos econômico ou país, que se referem ao ambiente econômico, político e social, o qual influencia tanto os ratings do próprio país quanto aquelas entidades emissoras ali presentes [...] (FRASCAROLI; SILVA; e SILVA FILHO, 2009, p.78)

É importante, revelar que a previsibilidade dos mercados financeiros se torna mais difícil à medida que estes tornam-se mais especulativos. As críticas que recaem às agências de classificação de risco consistem nisso. Há um histórico falho quanto à classificação. Para uma empresa como a *Enron*, insuflada por bolhas e corrupção no seu quadro funcional em 2001, foi

atribuído o *investment grade*. Na crise contemporânea, notas AAA foram atribuídas a bancos que verificariam enormes prejuízos mais tarde. (MAIA, 2011). Ainda assim, a análise do papel que desempenham essas agências no caso brasileiro permite admitir que

[...] como a economia brasileira necessita de fluxos de capitais externos para equilibrar seu balanço de pagamentos, é possível compreendermos como os fundamentos macroeconômicos e as atribuições de *ratings* afetam a economia restringindo ou ampliando sua captação de recursos no mercado financeiro internacional. Vale ressaltar que mesmo após a estabilização de algumas variáveis macroeconômicas a partir de 1994, a dificuldade de captação de recursos no mercado financeiro internacional provocou uma mudança na política cambial em janeiro de 1999. (FRASCAROLI; SILVA; e SILVA FILHO, 2009, p.75)

O grande problema de economias emergentes (como o Brasil) estarem enredados no sistema financeiro como funciona atualmente, é que as agências que fazem a avaliação do risco soberano são, apenas em teoria, “independentes” de quaisquer instituições do mercado financeiro. O Relatório da Crise (2011) dá mais certeza que a pretensa independência é, no mínimo questionável, se não risível. Belluzzo afirma que no relatório constavam provas de que “havia uma promiscuidade inaceitável entre instituições do mercado, como as seguradoras e as empresas de avaliação de risco [...]. Porque quem paga a avaliação é o emissor [...]”. (BELLUZZO, 2009, p. 260)

O esperado é que essas agências, após períodos de crise, como o dos *subprimes*, tomem medidas cautelosas (mais conservadoras), pois suas reputações costumam estar mais abaladas e há temores de novas falhas (FRASCAROLI; SILVA; e SILVA FILHO, 2009). Um paradoxo: as empresas que avaliam o risco das economias constituem, nas crises sistêmicas do capital, o próprio risco.

*A mea culpa* de um dos grandes tumultuadores do mercado viria mais tarde. O ex-presidente do FED, Alan Greenspan

[...] reconheceu, a fé na capacidade de (auto) ajuste e (auto) regulação do mercado e a crença desmedida no poder da política monetária em lidar com as situações adversas levaram os teóricos e formuladores de políticas do mainstream a uma cegueira político-ideológica, incapaz de reconhecer os desequilíbrios que se formavam e o poder efetivo dos instrumentos que defendiam ser os suficientes para o ajuste sistêmico. (SANTOS, 2011, p. 153, grifos do autor)

Greenspan não falou nenhuma novidade, pois há tempos se alerta para os riscos especulativos da desregulação. Parte dos autores do consenso keynesiano discutem que a ineficácia do sistema financeiro (ou do sistema capitalista como um todo), segundo Santos, é de certo modo justificada pela

[...] ausência de uma discussão a respeito da política fiscal [...] Como a política monetária era ‘a’ política de ajuste macroeconômico, a discussão em torno da política fiscal se restringia às considerações sobre a sustentabilidade intertemporal das contas públicas [...] Com a crise, entretanto, essa situação se alterou: o debate em torno das medidas fiscais se intensificou e, em grande medida justificado pela ausência de discussões sistematizadas previamente, tornou-se caótico em alguns pontos. (SANTOS, 2011, p. 154)

Ainda assim, cabe contrabalancear esse debate de forma alternativa, independente da influência que os keynesianos “salvadores do capitalismo” possam exercer. Para além da inflexão do FED em abrir mão de uma única política possível (a monetária) e da atuação estatal mais enérgica (a política de gastos) como solução à crise, deve se pensar de forma crítica e propositiva sobre a mesma.

O olhar crítico é crucial para entender que qualquer alternativa convencional esconde que “os interesses e os atores que estão por detrás da *financeirização* tem pressionado os governos no sentido de adotarem as políticas que vem provocando[...] a diminuição da parte da riqueza criada que cabe aos trabalhadores”. (NUNES, 2012, p. 61, grifos do autor). A proposição é respaldada em medidas que superem a ciranda financeira, rompendo com as “recomendações” vindas de cima (países desenvolvidos) para baixo (países emergentes, como o Brasil).

## **2.2. O Brasil na rota da crise contemporânea**

A crise do sistema financeiro abalou a economia brasileira em pouco tempo, com depreciação acelerada do real ante o dólar. Essa depreciação, por sua vez, desencadeou efeitos na atividade produtiva exportadora. As empresas desse setor mantinham várias aplicações de dólar a termo, preconizando assim seus prejuízos futuros cujo alívio seriam as aplicações financeiras que essas empresas mantinham. É plausível afirmar que tais aplicações as manteve “de pé” durante a crise. Ainda assim, havia incerteza quanto à extensão dessa crise, o que provocou a retração do crédito no setor bancário brasileiro. (OREIRO e BASÍLIO, 2009). À época da crise, os próprios Oreiro e Basílio (2009) sugeriam atuação enérgica do Bacen para contornar os desajustes cambiais e do Conselho Monetário Nacional (CMN) para impor uma reversão dos compulsórios em favor das linhas de crédito às empresas exportadoras, de modo a manter o nível de atividade.

Os argumentos em prol do controle de capitais já eram expressivos bem antes da eclosão da crise<sup>20</sup>. Um dos elementos mais críticos da estrutura em que se assenta a financeirização desenfreada é o endividamento público quando este, em vez de fazer frente às necessidades de financiamento do setor público, se agiganta com finalidade de diversificar o portfólio dos investidores internacionais. Ainda que seja tão acirrado o debate sobre a dívida pública, não cabe nesse trabalho enxergá-la separadamente da profusão de tantos outros espaços de valorização de capitais improdutivos.

Questões referentes ao aspecto estrutural da crise são importantes, pois são desprezadas das propostas de “remendo”. A análise proposta aqui, contudo, é de uma conjuntura específica, apesar de se ter apresentado um conjunto de fatores que levam às crises sistêmicas. O excedente de capital precisa ser destruído para que não se deprecie, mas continue se valorizando. Esse é um caráter estrutural, pois tende a modificar – ao feitio do capital – a divisão internacional do trabalho (DIT). Concessões ao capital, arrocho salarial, privatizações e endividamento do setor público são algumas das “novidades” que as crises tendem a trazer como solução. Essa modificação tem como consequência a resistência de determinados setores capitalistas e da classe trabalhadora.

O Brasil não está descolado do processo de globalização, tornando-se suscetível a sentir os impactos da crise. A fragilidade da economia (ou a vulnerabilidade) é o que vai determinar em que grau esses impactos serão sentidos: se um “tsunami” ou uma “marolinha”. O Brasil, dada a sua vulnerabilidade, passa por uma reversão do ciclo de prosperidade e da participação na DIT.

A marolinha, citada por Lula, pode ser vista hoje como um desespero travestido de otimismo irracional. Mesmo com o sistema imerso em crise, o otimismo era reforçado pelos argumentos de alguns acadêmicos que acreditavam que o Brasil não seria afetado, devido a sua posição consolidada no cenário internacional. Para estes, o Brasil mantinha

[...] condições propícias para manter o ciclo duradouro de crescimento econômico acompanhado de redução de desigualdades sociais e regionais. As reservas em divisas ultrapassam 200 bilhões de dólares e o país já conquistou a posição de *investment grade*, fatores que [permitiriam], encerrada a crise mundial, voltar a captar recursos com menores encargos financeiros e com prazos mais longos. (MEDEIROS, 2009, p.147, grifos do autor)

---

<sup>20</sup> Cf. SICSÚ, João; FERRARI FILHO, Fernando (org.). **Câmbio e controle de capitais**: analisando a eficiência de modelos macroeconômicos. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

Medeiros (2009) não estava incorreto, por inteiro, nas previsões otimistas. As reservas internacionais, desde 2011 não ficaram em menos de US\$ 300 bilhões, atingindo, em março de 2017, a marca de US\$369 bilhões<sup>21</sup>. No entanto, o posicionamento de *rating* sofreu *downgrades* (rebaixamentos) sucessivos, frustrando as expectativas de Medeiros (2009). Na verdade, a variação da classificação de risco país se modificou da seguinte forma: em 2008, a S&P atribuiu ao Brasil a classificação “BBB-”, o que colocava a economia em grau de investimento; houve *upgrade* (elevação da classificação) em 2011, passando para “BBB”; já em 2014, com o *downgrade*, volta-se para “BBB-”; por fim, a situação só se tornou crítica com rebaixamentos sucessivos, entre setembro de 2015 e fevereiro de 2016, quando a S&P atribuiu, respectivamente, as classificações “BB+” e “BB”<sup>22</sup>. Isso tudo significa que a posição de grau de investimento foi perdida a partir de 2015 e 2016, quando a economia brasileira adentrou no grau especulativo.

Quanto aos organismos multilaterais, sobretudo o FMI, o comportamento dos governos nacionais diverge muito. Desde 1954<sup>23</sup>, o FMI manteve estreita ligação com o Brasil. Na contemporaneidade, Lula conduziu essa relação de modo divergente, em alguns pontos, dos governos anteriores. No período FHC, o pânico provocado pelas crises asiática e russa, determinou que fosse solicitado financiamento. Sob a presidência de Lula, o Brasil pagou todo o saldo de DES em 2005. Adiante, o governo Lula foi celebrado, em 2010, por passar à inédita posição de credor do FMI, adquirindo títulos cujos rendimento estavam atrelados à cotação do DES. (MAIA, 2011)

Não havia, entretanto, motivos para manter a confiança na controlabilidade da economia brasileira ante a crise. Essa é uma questão, que se utilizando das nomenclaturas sofisticadas (que mais parecem mais um labirinto de palavras) e as classificações de *ratings* (semelhante a uma sopa de letras), é pouco esclarecedora. A única obviedade a que se chega é que os investidores, diante de tamanho risco, exigirão maior prêmio, expresso em juros reais.

Este trabalho seria incoerente com sua proposta inicial à medida que se afastasse da clareza, se tornando mais um na multidão daqueles dirigidos à “panelinha acadêmica”, o Olimpo da universidade. Para torná-lo conciso, porém acessível, cabe considerações sobre o lado real da economia, que é o que mais interessa à população, em geral.

---

<sup>21</sup> Dados do Banco Central do Brasil. BACEN. **Demonstrativo de variação das reservas internacionais.** Disponível em: < <http://www.bcb.gov.br/htms/Infecon/seriehistresint.asp>>

<sup>22</sup> Veja histórico das notas de crédito do Brasil pelas agências de rating. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/02/veja-historico-das-notas-de-credito-do-brasil-pelas-agencias-de-rating.html>

<sup>23</sup> “Em 1954, o Brasil obteve empréstimo do Eximbank com aval do FMI”. (MAIA, 2011, p. 304)

Nesse aspecto, a situação em que o Brasil ficou enredado é caótica. Após a crise de 2008, mais precisamente no quinquênio 2011-2015,

[...]a economia mundial cresceu, em média, 3,3% ao ano, ao passo que os países emergentes e em desenvolvimento cresceram 5% ao ano. Nesse mesmo período, o Brasil cresceu apenas 0,9% ao ano. Entre 2015 e 2016, segundo as previsões atuais, a renda per capita dos brasileiros deve cair nada menos do que 10%. (MARTONE, 2016, p. 38)

Não se pode provar que esse pífio desempenho da economia real foi decorrência direta da crise, mas da exposição a capitais voláteis e da baixa capacidade da economia brasileira de suportar a crises (por ser uma economia vulnerável). A repercussão da crise no Brasil, até os dias atuais, portanto, deriva de estruturas internas. Para Oreiro e Basílio (2009, p. 146-7), por exemplo, “a crise brasileira é endógena, fruto da crescente fragilidade financeira do setor privado e decorrente da exposição ao risco cambial. O gatilho, é verdade, foi exógeno, oriundo do recrudescimento da crise internacional”.

### **2.2.1. Impactos da crise no fluxo de capitais para o Brasil**

Analisar os impactos do nível de investimentos estrangeiros no Brasil pós-crise supõe um esboço do que ocorria antes da explosão da crise, para efeito de comparação. Para não perder de vista o período que deve ser focado (2008-2016), a análise abreviada do pré-crise dos *subprimes* será baseada na dissertação *Liberalização da conta de capitais* (2007), de Cesar Rodrigues van der Laan, premiada no 29º Prêmio BNDES de economia (2006/2007). Além desse texto, os relatórios do Bacen para os anos de 2006 e 2007 complementarão a análise.

As análises econômicas, em suas diversificadas abordagens, são fruto de um inegável *partis pris*. Os teóricos, em geral, escondem as suas convicções preconcebidas. Para isso, os números, quando utilizados para explicitar um fenômeno ocorrido, são úteis nas ciências econômicas. É necessário, portanto, a partir deste momento, esboçar de modo genérico as funções, a estrutura e os resultados do Balanço de pagamentos – o que ilustrará a abertura da economia brasileira, através dos movimentos de capitais. Concluída esta abreviada descrição, a especificidade dos investimentos em carteira será analisada em maior profundidade. Tanto o caso geral (da conta financeira) quanto o específico (dos investimentos em carteira) deverão ser ilustrados de um modo contínuo desde meados da década de 1990, por se tratar do período em que se concretiza a abertura econômica financeira no Brasil. Desse modo, a retrospectiva dos

anos anteriores a 2007 não é em vão, pois poderá se verificar as mudanças mais substanciais pós-crise de 2008.

Assumindo que 2008 é um momento de transformação, poderá ser comparada a trajetória dos indicadores analisados, mas pouca coisa mudou no que se refere ao alinhamento dos aparelhos estatais. O Bacen, por exemplo, através da Resolução nº 4.373, de 29 de setembro de 2014 (BACEN, 2014), mantém o pressuposto da abertura econômico-financeira, sem que esta inserção esteja ancorada em qualquer ideal de soberania nacional. Consta nesta resolução um caráter isonômico no tratamento dos investidores domésticos e estrangeiro.

### **2.2.1.1. Breve panorama do movimento de capitais pré-crise**

No balanço de pagamentos não são computadas somente as transações comerciais de bens e serviços. São computados os capitais cuja mobilidade obedece algumas distinções em relação à mobilidade de outros fatores. A exemplo, o capital tem sua característica “intangível”. Em geral, quando se fala de movimento de capitais, trata-se de transações financeiras. Os investimentos podem ser divididos em investimentos de portfólio (ou em carteira) e investimento direto, que corresponde aos “fluxos internacionais de capitais pelos quais uma firma de determinado país cria ou expande uma filial sua em outro [...] esse tipo de investimento [...] não envolve somente uma transferência de recursos, mas também a aquisição do controle. (KRUGMAN; OBSTFELD, 2005, p.126).

Do mercado financeiro derivam quatro mercados específicos: “mercado monetário, mercado de câmbio, mercado de capitais e mercado de créditos [onde atuam] bancos, seguradoras, corretoras, distribuidoras de títulos mobiliários etc.” (LIMA, 2011, p. 200). Interessa para a finalidade deste trabalho os mercados de capitais e monetário. Mas é importante salientar a convergência entre os diversos mercados financeiros e esclarecer esse aspecto no caso particular do Brasil. A esse respeito, Lima diz:

Embora os mercados financeiros possam ser, para fins de análise, apresentados de maneira segmentada, existem entre eles fortes relações. Assim, o que ocorre em um deles tende a repercutir nos outros segmentos. Os grandes conglomerados financeiros, o que no Brasil significa todos os grandes bancos, são autorizados a operar, e geralmente o fazem, em todos os mercados. (LIMA, 2011, p. 205)

A interação entre os mercados, ainda seguindo Lima (2011), é fortemente ligada às taxas juros de curtíssimo prazo praticadas sobretudo no mercado monetário. As repercussões

nos demais mercados são fruto dessa forte interação, pois ao passo que as expectativas dos agentes dos outros mercados forem abaladas por conta dessas variações da taxa de juros, se desencadeará uma espécie de “efeito-dominó”. Não é por acaso que, apesar da adoção dos câmbios flutuantes no Brasil, o Bacen faça intervenções pontuais no mercado cambial.

O termo mercado de capitais não faz menção ao que poderia se entender *a priori* de modo tautológico. Este é mais alinhado às modificações nas relações de produção do que ao financiamento de nova produção (GOWAM, 2003). No mercado de capitais destacam-se as operações com papéis “de médio e longo prazos, e de prazo indeterminado, envolvendo títulos representativos do capital das empresas e das operações de crédito sem intermediação financeira”. (ASSAF NETO, 2014, p.82). Já o mercado monetário é onde “são negociados ativos financeiros públicos e privados de prazo inferior a um ano e de elevado grau de liquidez. No Brasil [...] são realizadas negociações de curtíssimo prazo (*overnight*) lastreado em títulos públicos”. (LIMA, 2011, p. 202, grifos do autor)

As transações financeiras do mercado monetário e do mercado de capitais são apontadas na Conta Financeira. Espera-se do balanço de pagamentos, por definição, o equilíbrio. As contas e subcontas não necessariamente obedecerão tal equilíbrio.

A Conta Financeira abrange as concessões líquidas e as captações líquidas, composta por quatro grandes subcontas: investimentos diretos, investimentos em carteira, investimentos em derivativos e outros investimentos. A definição de investimentos em carteira, uma vez esboçada no início desta monografia, ganha maior clareza quando enxergada como a conta que:

[...] registra todas as transações que envolvem ativos financeiros propriamente ditos [que são, por sua vez] **obrigações e direitos no curto prazo** [que] vem se tornando cada vez mais importantes [...], principalmente em função da maior liberalização nas regras relativas aos movimentos desses recursos, tendência essa que vem se difundindo na maior parte dos países desde a década de 1980. (PAULANI; BRAGA, 2012, p. 180, grifos dos autores)

Salienta-se ainda que o Brasil segue os rumos dos países mais dependentes do capital externo, que facilitam essa modalidade de investimento, tornando a economia vulnerável a pressões externas. Os capitais de curto prazo que afluem para o Brasil, no entanto, não seguem, na maioria das vezes, outra orientação que não seja a atividade especulativa. (PAULANI; BRAGA, 2012)

Faz-se necessário iniciar a análise quantitativa dos dados obtidos no item investimentos em carteira sublinhando algumas definições e modificações importantes com o advento da nova metodologia do Balanço de Pagamentos (o BPM6). Em síntese, as transações envolvidas no item investimento em carteira continuam sendo as ações e cotas em fundos e os

títulos de renda fixa. A principal modificação metodológica diz respeito à notação dos sinais, que passam a ser positivos para aumento tanto de ativos quanto de passivos, e negativos para redução de ativos e passivos.

Para padronizar a análise do balanço de pagamentos devem ser consideradas as modificações em relação à época da obra de Laan (2006) será considerada a nova metodologia. Devido à conveniência de acessibilidade a dados, foram selecionados os anos de 1995 a 2007. As análises recaem sobre os fluxos financeiros de forma conjunta a Índice de Abertura Financeira, o IAF<sup>24</sup> (LAAN, 2006) cuja representação matemática é expressa pela fórmula a seguir:

$$\text{IAF} = \frac{\sum \text{fluxos financeiros}^{25}}{\text{PIB}} \quad (\text{Equação 1})$$

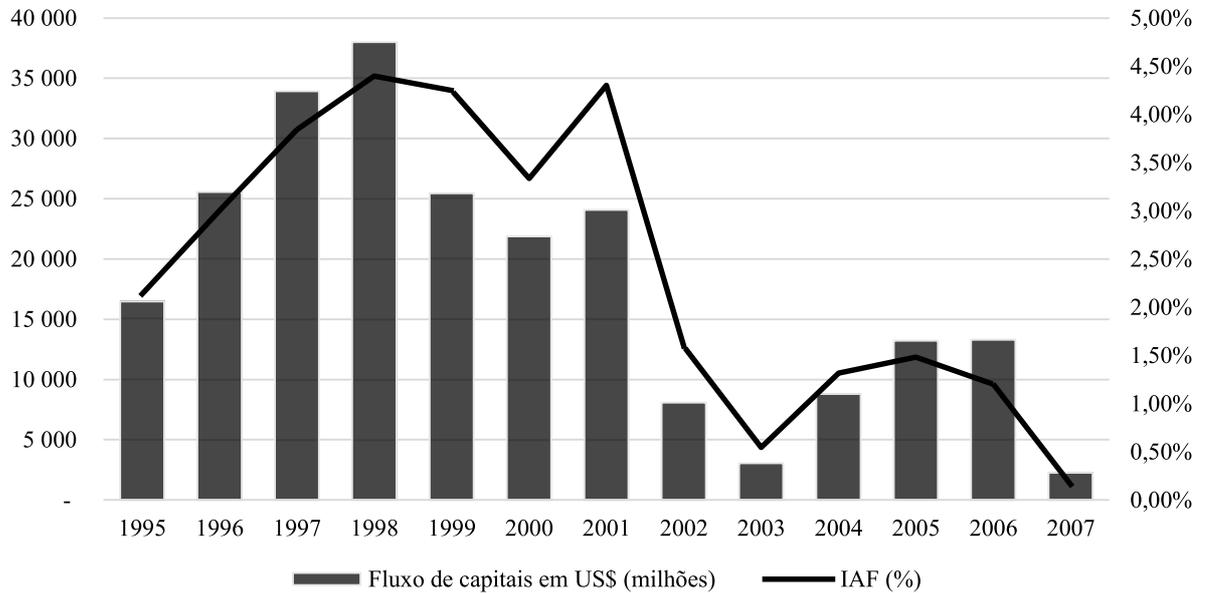
Os resultados daí obtidos são uma alternativa a outros indicadores que tentam quantificar a abertura financeira da economia. Tanto é que, já é sabido a esta altura, a carência de estudos empíricos dos impactos da exposição dos países à diversidade de capitais. A fórmula é proposta como analogia do indicador de abertura comercial, em que os fluxos financeiros dão às exportações líquidas (LAAN, 2006). Para o período referido (1995-2007), chega-se a algumas conclusões.

É apropriado, por exemplo dizer que, quanto mais frouxo for o controle sobre os fluxos financeiros, maiores eles serão. Nota-se que o somatório desses fluxos considera indistintamente o tipo da aplicação. A depender da modificação da qualidade dos fluxos privados de capitais, há “uma ampliação do poder de transmissão das crises entre os países, alterando sua própria dinâmicas” (LAAN, 2006, p. 25). O Gráfico 1 revela esta tendência que existe dos fluxos de capitais acompanharem a liberdade oferecida a eles. Como grande parte das aplicações financeiras e do mercado de bens e serviços dependem, para além da liberdade econômica institucionalizada, de um câmbio mais ou menos estável, os países em desenvolvimento sofrerão consequências de eventuais desorganizações nos mercados impostas por um câmbio instável. Dentre as principais consequências, o desarranjo nos investimentos e no consumo interno. (LAAN, 2006).

<sup>24</sup> O IAF é originário da obra *The External Wealth of Nations Mark II* (LANE; MILESI-FERRETTI; Journal of International Economics, 2007). Nesta obra, referenciada por Damasceno e Guedes (2016), a sigla é LMF.

<sup>25</sup> O somatório dos fluxos financeiros considera as contas capital e financeira (LAAN, 2006, p.70). É importante ressaltar que não são considerados aqui somente os investimentos em carteira, mas as duas contas que ilustram, conjuntamente, o afrouxamento do controle de capitais.

Gráfico 1 - Fluxo de Capitais e o IAF



Fonte: Bacen - Depec<sup>26</sup> - elaboração própria

A seguir (no Gráfico 2) pode se verificar a evolução tanto do Saldo da Conta Financeira quanto da rubrica investimentos em carteira. As Contas Capital e Financeira, *grossa modo*, servem para dar, diante do resultado em transações correntes, equilíbrio ao balanço de pagamentos. O Brasil inverte a situação da Conta Financeira no quadriênio 2003-2006, tendo como saldo concessão líquida. Trata-se, no entanto, de resultado meramente conjuntural. O mais importante a salientar é a tendência ascendente desses fluxos a partir da liberalização financeira, que deixa o Brasil mais dependente das captações líquidas. Os investimentos em carteira apresentam resultado positivo em 2002 e 2004 mais em função de queda acentuada nos passivos do que de um aumento dos ativos externos. Entre 2001 e 2002, por exemplo, os investimentos de residentes em carteiras no exterior caem de US\$795 milhões para US\$321 milhões<sup>27</sup>. O posicionamento dos ativos externos tornam-se comprometidos uma vez que não há uma “linearidade” (ou minimamente, uma tendência) comportamental.

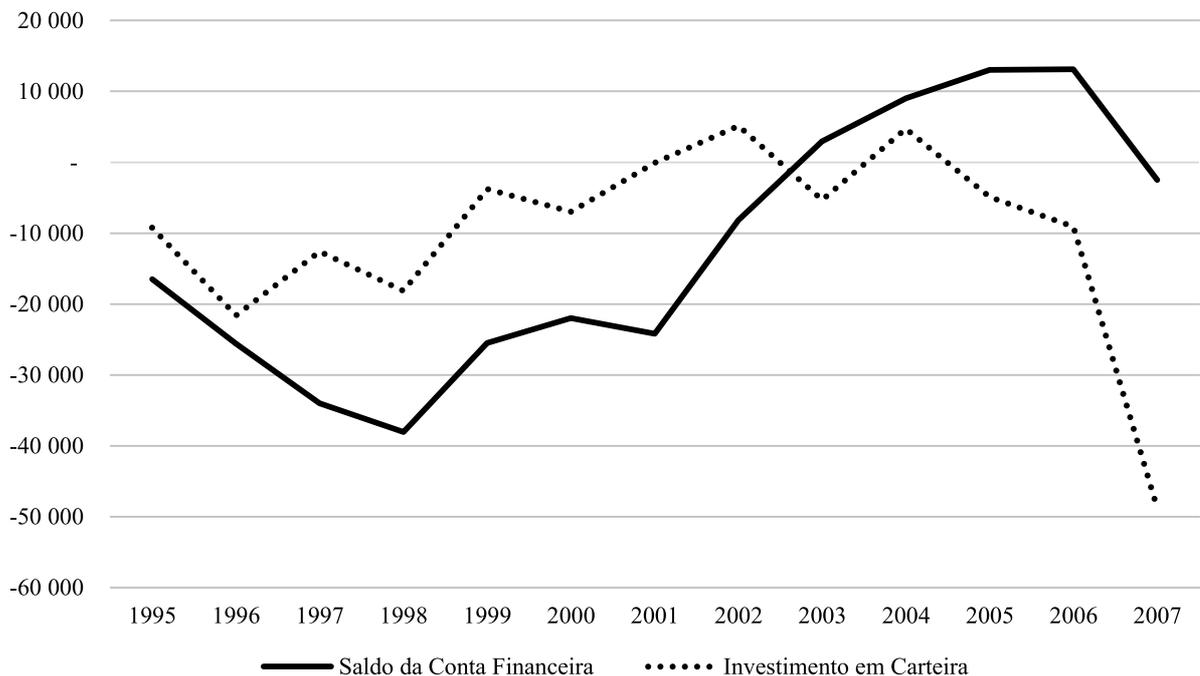
Os investidores residentes que aplicam em bolsa ou títulos públicos estrangeiros em anos como 2000 a 2002, auferem valores negativos para o saldo dos investimentos brasileiros em carteira. Entre 2010 e 2014, como será detalhado a seguir, esses resultados se repetem. Por

<sup>26</sup> Departamento Econômico do Banco Central do Brasil.

<sup>27</sup> Cf. BACEN: Balanço de Pagamentos série anual – 1995-2016. Disponível em [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)

outro lado, os passivos externos (especificamente os investimentos estrangeiros em carteira) tem um padrão mais ou menos definido de entrada líquida, excetuando “2002, 2004 e 2008 [quando] foram observadas saídas líquidas desses capitais”. (PRATES; REZENDE, 2015, p. 77). Como trata-se em geral de capital especulativo, os fatores determinantes para os anos de 2002, 2004 e 2008 podem estar atrelados à instabilidade política: desconfiança acerca do triunfo do PT, crise política e corrupção.

**Gráfico 2 - Saldo da Conta Financeira e do Investimento em Carteira (1995-2007) em US\$ milhões.**



Ano	Saldo C. F.	Saldo I. C.	Ano	Saldo C. F.	Saldo I. C.
1995	-16 487	-9 217	2002	-8 158	5 119
1996	-25 596	-21 619	2003	2 967	-5 308
1997	-34 012	-12 616	2004	9 020	4 750
1998	-38 049	-18 125	2005	13 040	-4 885
1999	-25 525	-3 802	2006	13 115	-9 081
2000	-21 996	-6 955	2007	-2 495	-48 695
2001	-24 181	-77			

Fonte: BACEN (Balanço de Pagamentos série anual – 1995-2007) – elaboração própria

### 2.2.1.2. Investimentos estrangeiros em carteira pós-2008

De forma prévia, já fora discutido as principais teorias sobre o movimento de capitais ou, no sentido que esta monografia pretende transmitir, dos investimentos estrangeiros. Há no nível teórico interpretações específicas para o investimento de portfólio. Em linhas gerais, os

investimentos de portfólio são determinados, segundo teorias convencionais, por critérios como taxa de juros, diversificação de risco e rentabilidade, além da estabilidade cambial que serve como atrativo para aquisição de títulos públicos (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004).

Os investimentos estrangeiros em carteira (IEC), também conhecidos como investimentos de portfólio distinguem-se dos investimentos estrangeiros diretos (IED) de acordo com definições do FMI. O IED só é considerado assim “quando o investimento estrangeiro perfaz 10% ou mais das ações ordinárias ou do direito a voto em uma empresa; quando for inferior a esse percentual, é considerado IEC. (ALMEIDA; MORAES; ANSANELLI, 2014, p. 237). É sabido que

[...] o investimento estrangeiro direto é superior ao brasileiro [no exterior]. E após um período de diminuição até meados da década de 2000, os investimentos estrangeiros diretos apresentaram crescimento. A exceção foi o ano de 2009 que, por conta da crise internacional, diminuiu o fluxo de inversões. A partir de 2011, o valor dos investimentos estrangeiros superou os 60 bilhões de dólares anuais. (PRATES; REZENDE, 2015, p. 75)

Da distinção entre IEC e IED surge uma conclusão talvez precipitada, mas simplificadora de que o primeiro tem menor importância decisória nas instituições por permanecerem vinculados a elas de modo fortuito e exigente de maior liquidez, o segundo assume um papel norteador nas empresas (e por que não, nos governos?). O IED, no entanto, pode corresponder ao mero ganho de fatias maiores de mercado, através de fusões e aquisições a empresas residentes, elevando o *mark-up* dos investidores estrangeiros (GOWAN, 2003). A importância e os desafios impostos por ambas as modalidades de investimento são notáveis. Os IEC também assumem certo controle, pois impõem riscos de desestabilização cambial e déficits nas contas externas, tornando as políticas monetária e fiscal “reféns” das suas instabilidades. (ALMEIDA; MORAES; ANSANELLI, 2014)

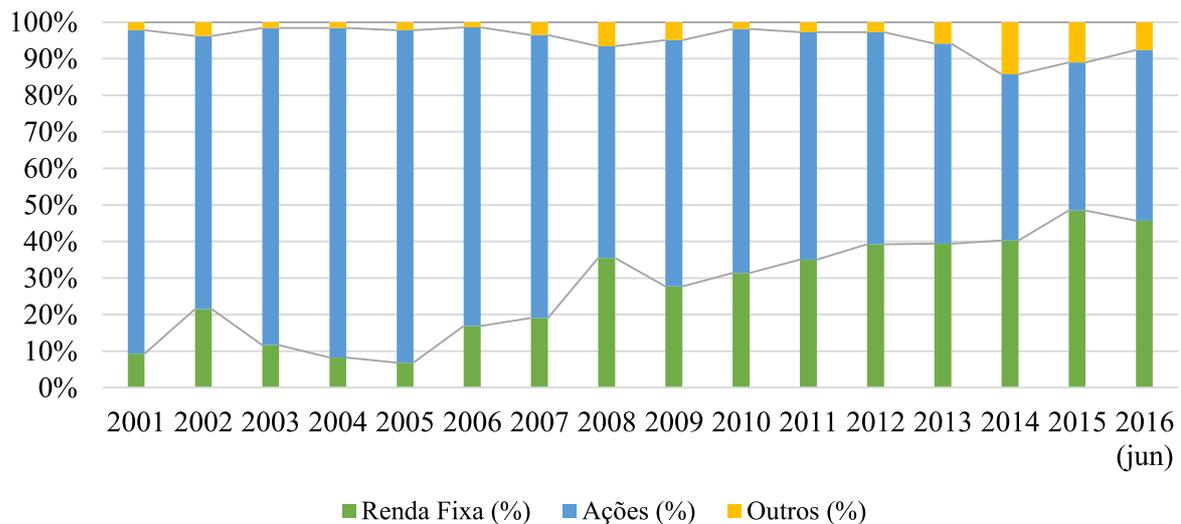
Nesta importante parte da monografia, serão seguidos três passos interdependentes: retomar, em primeiro lugar, a questão metodológica da 6ª edição do Balanço de Pagamentos (BPM6) para, em seguida, demonstrar o que ocorre no período 2008 a 2016 com o fluxo do IEC e, por fim, interpretar esses resultados.

No bojo da crise contemporânea, deve se refletir sobre o papel que o Brasil ocupa nas relações econômicas internacionais, ou seja, expor suas fragilidades ou potencialidades de recuperação e esclarecer, sobretudo, se há uma submissão persistente, mesmo diante do potencial devastador que crises financeiras tem sobre países mais vulneráveis. A título de exemplo:

[...]desde 2008 a conta capital e financeira vem apresentando substancial superávit, e paralelamente há um aumento do déficit em transações correntes, ocasionado pela valorização da taxa de câmbio [...]. o Brasil possui grande volume de reservas internacionais, mas por conta de suas transações pode ocorrer um comprometimento no futuro, pois a situação brasileira é bastante frágil. Essa fragilidade advém do ingresso de capitais, incluindo investimento direto e em carteira, que financiam as transações correntes, principalmente, nos últimos anos, a importação de bens. (PRATES; REZENDE, 2015, p. 78)

Desse modo, a dependência do capital externo é uma realidade que afeta não só a atividade financeira nacional, mas o setor produtivo, pela relação simbiótica em que há entre o polo do capital-dinheiro e o polo capital produtivo (GOWAN, 2003). Verifica-se a seguir (Gráfico 3), segundo dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a composição dos investimentos em carteira que afluem para o Brasil entre 2001 e o primeiro semestre de 2016.

**Gráfico 3 - Investidor estrangeiro - Carteira (Portfólio) - 2001 a 2016(jun)**

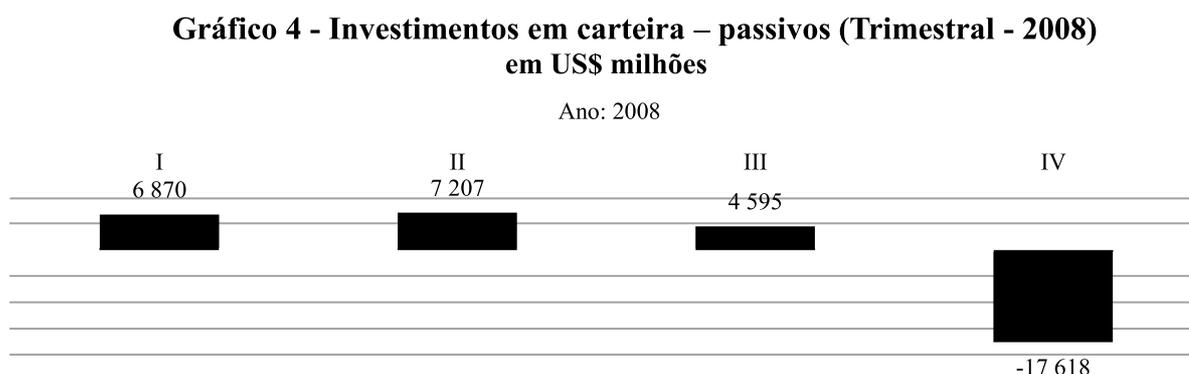


Fonte: CVM - Investimento Estrangeiro em Carteira (2001-2016)

Como é sabido, o capital – diferente dos demais fatores de produção – pode se deslocar de acordo com as conveniências de um “clima favorável” para a sua alocação. (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004, p. 184). No Brasil, segundo os dados da CVM (Gráfico 3), há um comportamento significativo para ilustrar o quão fecundo torna-se o mercado financeiro nacional em suas diferentes ofertas. No início do século atual, no triênio 2001-2003, o mercado de renda fixa oscilou bastante. Dentro do mercado de ativos de renda fixa, destacam-se os títulos da dívida pública. Em 2002, ano de eleições e de “crise de confiança”, a procura por tais ativos praticamente dobrou (21,5%) em relação ao ano anterior (em 2001, a composição dos investimentos de portfólio estrangeiros representavam 9,3 % do total). Em 2003 há uma

retomada do nível anterior, seguido de uma manutenção de níveis próximos de 10% até meados de 2006. A partir de 2007 o cenário apresentado é de ligeira reversão, que se confirmaria nos anos subsequentes. Nos sete primeiros anos desta série a maioria absoluta dos investimentos de portfólio estavam alocados em ações (renda variável), mas no ano de 2008 o mercado acionário ficou com uma fatia de 58% dos IEC frente aos títulos de renda fixa, que abarcaram 35,5% dos IEC. As explicações para tal realocação dos “investimentos” estrangeiros podem ter vínculos com a objeção ao risco. Nesse mesmo ano de 2007, em média (por trimestre), a *incidência líquida de passivos financeiros*<sup>28</sup> atingira a marca de US\$ 12 bilhões<sup>29</sup>.

A análise que finda esta segunda unidade da monografia trará os dados anuais (ou, quando conveniente, trimestrais) para os nove anos que vão de 2008 a 2016. Por exemplo, no último trimestre do ano de 2008, há um detalhe relevante a se sublinhar quanto ao fluxo dos passivos de investimentos em carteira, conforme o gráfico a seguir:



Fonte: Bacen – elaboração própria

Conforme visto no Gráfico 4, o último trimestre do “ano do estouro da crise” foi marcado por abrupta queda na incidência de passivos financeiros de portfólio. No Boletim do Bacen de dezembro de 2008<sup>30</sup>, se encontra uma narrativa condizente com esse cenário. É citado no boletim, por exemplo, que “a aversão ao risco [...] se refletiu no mercado de títulos soberanos de países emergentes, com o índice que mede o risco desses títulos subindo para 51,9%” (BACEN, 2008, p. 19). O Bacen arrecadou até outubro de 2008, no *open market*, R\$2,6 bilhões<sup>31</sup> cujo prazo de liquidação eram de sete meses para 53,8% dos títulos soberanos, enquanto os de prazo de cinco meses eram 46,2%.

<sup>28</sup> Essa nomenclatura é adotada na sexta edição do Balanço de Pagamentos (BPM6) para os fluxos das contas de capital e financeira. No BPM5 eram registradas as “entradas líquidas de capital estrangeiro”. Cf. BACEN.

**Estatísticas do Setor Externo** – Adoção da 6ª Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimento (BPM6). 2014.

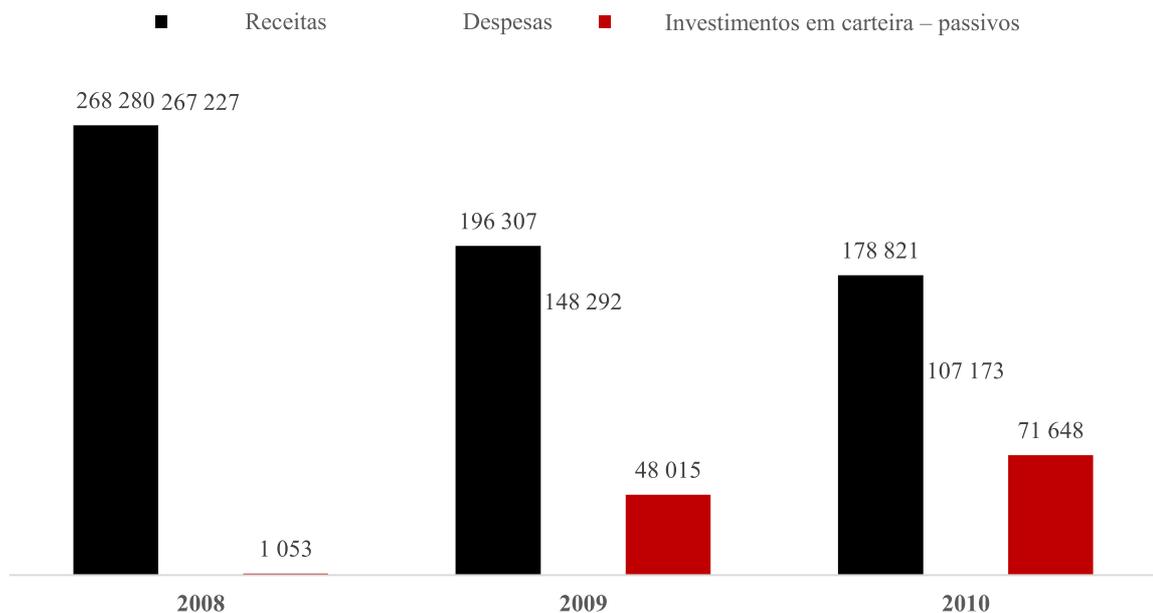
<sup>29</sup> Cf. Balanço de Pagamentos.

<sup>30</sup> Cf. Boletim do Banco Central do Brasil, Volume 44, nº 12.

<sup>31</sup> Ibid, p. 20

Quando os passivos externos apresentam valores positivos, como o caso dos investimentos estrangeiros em carteira em 2008, significa que as receitas superaram as despesas, ou seja, há mais ingresso do que saída de capital. Apesar de positivo no ano de 2008, esse saldo foi irrisório comparado aos anos subsequentes. No Gráfico 5 há uma ilustração do triênio 2008-2010.

**Gráfico 5 - Investimentos estrangeiros em carteira (triênio 2008-2010) em US\$ milhões**



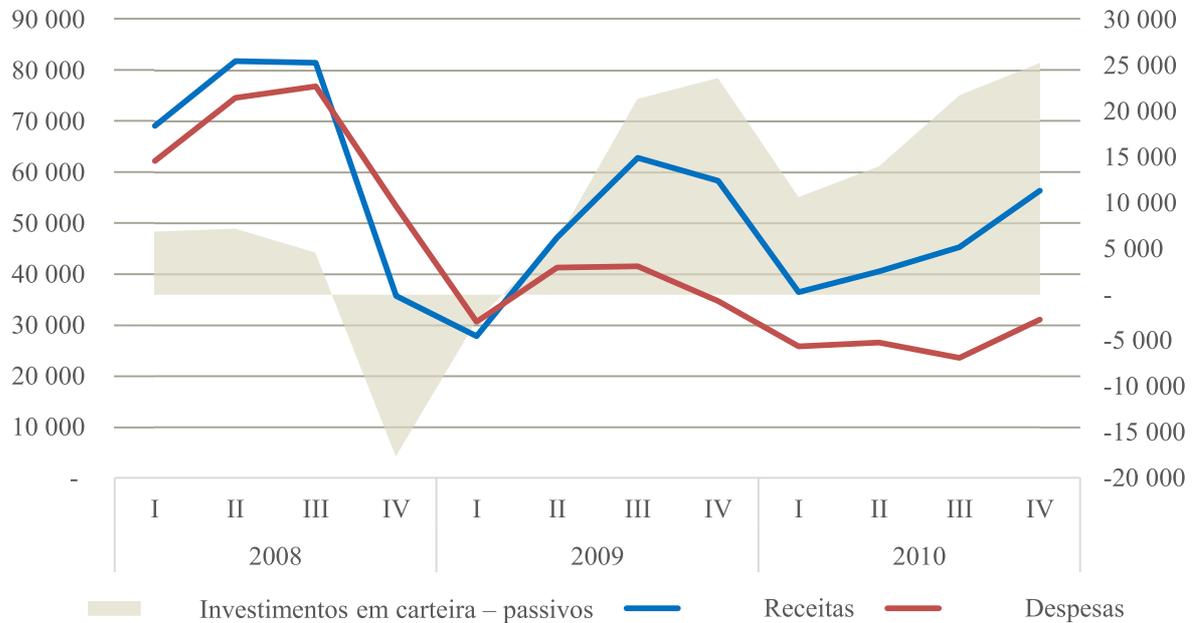
Fonte: Bacen – elaboração própria.

As receitas e despesas (ou ingressos e saídas, respectivamente) do ano de 2008 quase se equivalem, resultando num saldo de US\$ 1 bilhão. Comparados a 2008, os anos 2009 e 2010 os ingressos superam consideravelmente as saídas do capital aplicado em portfólio. O principal destaque será dado à seguir no que concerne à volatilidade nesse período. O epicentro da crise, ou seja, o ano de 2008 é, portanto, o divisor de águas para a análise deste período que se arrasta desde a “liberalização” da conta financeira.

A volatilidade dos fluxos de capitais aplicados em investimentos de portfólio, entre 2008 e 2016, são analisadas trimestralmente nos Gráficos a seguir (6, 7 e 8). O acentuado valor negativo dos passivos que perdurou entre o terceiro trimestre de 2008 e o primeiro trimestre de 2009 é explicada por uma queda de mais da metade das receitas em comparação com uma queda de despesas em 31%. Já em 2009, no segundo semestre há uma retomada da sobreposição das entradas em comparação às saídas. A seguir, no Gráfico 6, é permitido visualizar tal

comportamento: no eixo da esquerda encontram-se as escalas das despesas e receitas e no da direita, os resultados líquidos dos passivos externos.

**Gráfico 6 - Investimento estrangeiro em carteira: receitas e despesas (2008-2010) em US\$ milhões.**



Fonte: Bacen – elaboração própria.

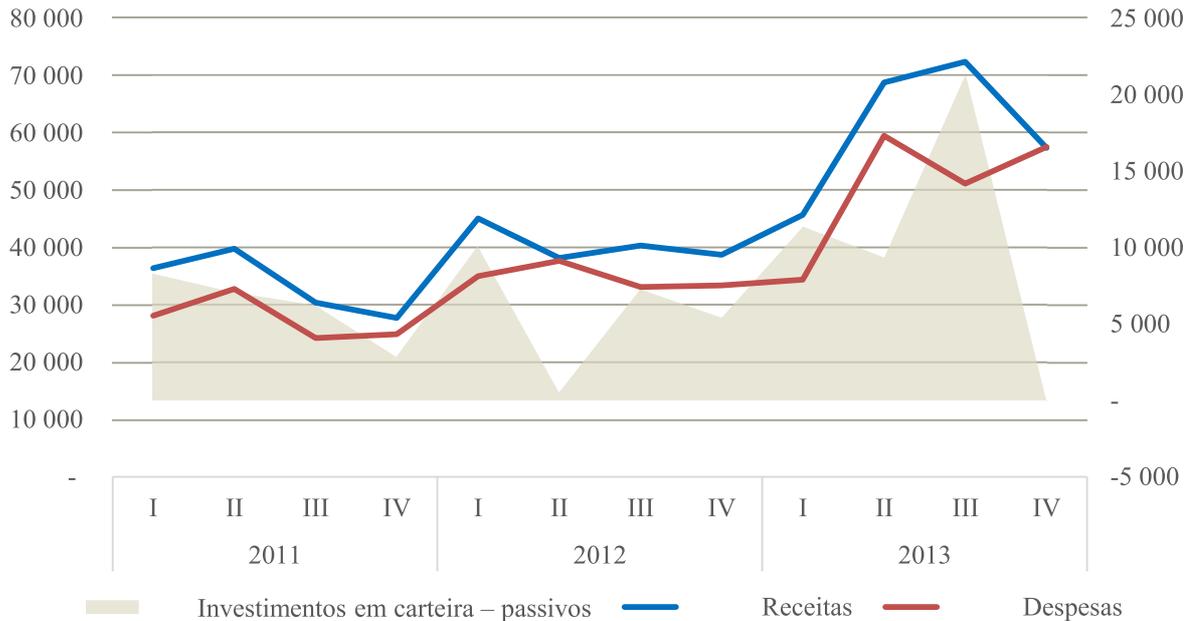
A partir desse momento, intuitivamente, pode se concluir um comportamento “anômalo” no gráfico 6 justamente no epicentro da crise. Para fins explicativos, isso nada significa. O que se deve deixar claro é o significado do valor negativo dos passivos externos. Trata-se da fuga do capital estrangeiro, ou seja, este capital está saindo em maior profusão do que entrando no Brasil. Conforme se presume, tais “anomalias” são reflexos de economias mais vulneráveis aos choques externos, como fora a crise dos *subprimes* em 2008. Na arquitetura financeira internacional, a vulnerabilidade monetária-financeira (GONÇALVES, 2004), reflete-se nos resultados apurados nos fluxos financeiros.

Os próximos dados apresentados graficamente serão esclarecedores para a série 2011-2016, em que os fluxos dos investimentos estrangeiros em carteira demonstram uma abrupta mudança. Assim como no Gráfico 6, as análises serão feitas separadamente, em séries trimestrais, a cada triênio (2011-2013 e 2014-2016).

No terceiro trimestre do ano de 2013 o volume limítrofe de US\$ 21 bilhões de incidência líquida de capitais foi auferido. Isso significa que houve ingressos superiores a saídas de capitais estrangeiros aplicados em carteira no montante de US\$ 21 bilhões. Este panorama,

no entanto, esteve descolado do último trimestre do mesmo ano – e, em sequência, nos anos de 2015 e 2016 – quando se registrara US\$ 180 milhões de saída de capitais, de acordo com o Gráfico 7:

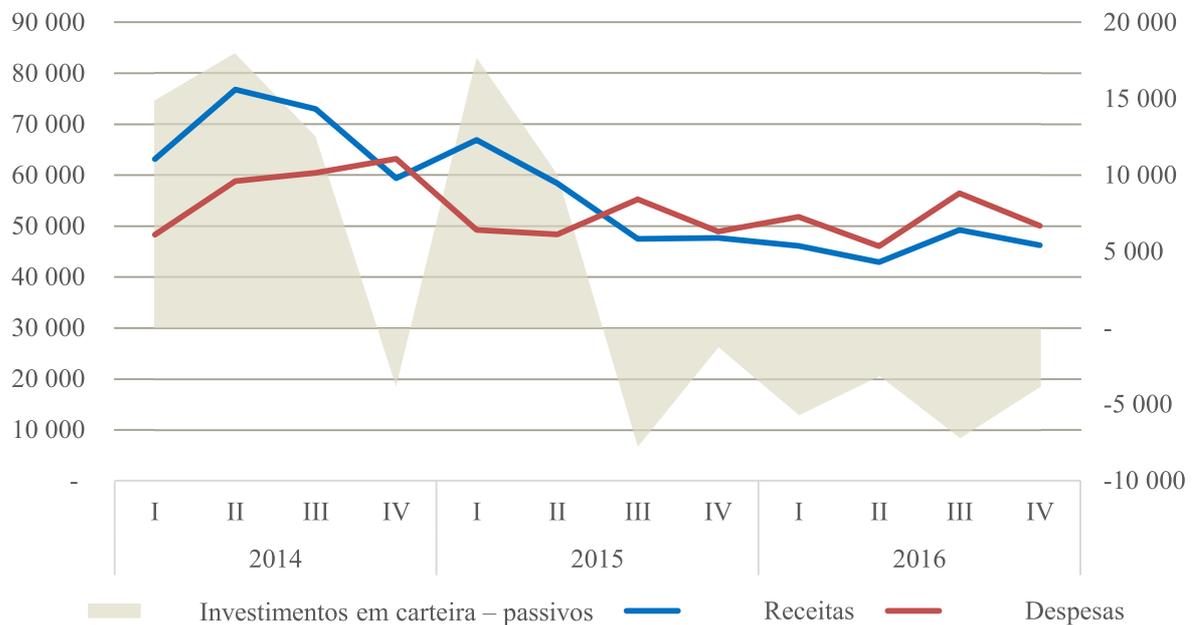
**Gráfico 7 - Investimento estrangeiro em carteira: receitas e despesas (2011-2013) em US\$ milhões.**



Fonte: Bacen – elaboração própria.

Os três primeiros semestres de 2014 revertem o cenário do último de 2013, mas o último de 2014 e todos os trimestres desde o terceiro de 2015 (marca recorde de US\$ 7,8 bilhões de saída de capitais) ao último de 2016 (conforme dito no parágrafo anterior), mostraram que o ingresso de capitais é inferior às saídas. Essa “fuga de capitais” revela a instabilidade econômica que se verifica no Brasil desde a sua inserção no contexto neoliberal, da abertura econômico-financeira, especialmente no pós-crise. Todo o contexto narrado aqui, para efeitos didáticos, é ilustrado a seguir (Gráfico 8):

**Gráfico 8 - Investimento estrangeiro em carteira: receitas e despesas (2014-2016) em US\$ milhões.**



Fonte: Bacen – elaboração própria.

Por fim, resta esclarecer dois elementos que comportam de forma simbiótica: primeiro, os investimentos em carteira, no período em análise, estão corroborando a insustentabilidade dos privilégios ao capital fictício, pois este, em que pese a sua volatilidade, torna-se nocivo para o sistema financeiro nacional. A volatilidade já está posta, ou seja, reconhecida pelos resultados apresentados. Mas a nível teórico, será abordada na próxima unidade. De modo conjunto, o segundo elemento, apesar de desconhecido até agora (propositalmente), refere-se à vulnerabilidade externa. O *link* que se faz entre volatilidade e vulnerabilidade externa se explica pelo fato de ser do volátil fluxo internacional de capitais de onde derivam “as principais turbulências no sistema econômico internacional” (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004, p. 183). A seguir, na unidade 3, será tratado esse aspecto com maior detalhamento e será analisado, com base nas análises teóricas, a vulnerabilidade da economia brasileira.

### 3. VOLATILIDADE FINANCEIRA E A VULNERABILIDADE EXTERNA DA ECONOMIA BRASILEIRA

O presente capítulo tem por propósito desfechar a análise dos fluxos de capitais financeiros para o Brasil, através do comportamento volátil destes e verificar os laços que este comportamento guarda com a vulnerabilidade externa. Para tanto, se discorrerá primeira e brevemente sobre os mecanismos de controles de capitais. Como dito anteriormente, os estudos empíricos (leia-se: estatísticos) sobre tais mecanismos ainda constituem uma lacuna, mas a História se apresenta como excelente “laboratório” para o empirismo. A experiência chinesa, por exemplo, mostra que as medidas adotadas favoreceram o fortalecimento de sua economia porque o governo chinês adota medidas de políticas macroeconômicas que são “estimulantes” para

[...]os fluxos de capitais de longo prazo e os investimentos diretos, que montaram a 98% da conta de capitais entre 1990 e 1996. Acredita-se que, dentre outros fatores, a ampla predominância do fluxo de capitais de longo prazo explica a menor vulnerabilidade da economia a choques externos (MONDENESI, A; MONDENESI, R., 2006, p. 77).

Não à toa, a China possui uma das economias menos vulneráveis no aspecto monetário financeiro, seguindo metodologia proposta por Gonçalves (2004). Segundo este autor, numa amostra de 113 países, a China ocupa 90ª posição no índice de vulnerabilidade monetária-financeira (IVMF<sup>32</sup>), enquanto o Brasil, nesse mesmo *ranking*, ocupa 7ª colocação, revelando forte vulnerabilidade da economia brasileira. Esta classificação é a de 2002, apresentada na obra de Gonçalves (2004).

As nações cujas economias são classificadas como emergentes, como o Brasil, são as mais vulneráveis à movimentação volátil dos capitais. Tanto é que “depois do México, em 1994, todas as crises financeiras dos países emergentes tiveram sua origem na movimentação em massa de capitais privados e voláteis”. (LENAIN, 2004, p. 45)

Como salientado por Lenain (2004), as crises financeiras dos anos 1990 tiveram impactos distintos sobre as diferentes nações. No caso brasileiro, o temor dos investidores se transfigurou em repatriação de capitais aos países de origem. Esse é um dos contornos mais notáveis da vulnerabilidade monetária financeira da economia brasileira: eventuais crises de confiança dos investidores estrangeiros tornam estes a bússola que guia o Bacen, que age sob a conduta de “refém” das aplicações estrangeiras no país.

---

<sup>32</sup> Cf. Banco Mundial. **World Development Indicators**. 2004

As crises financeiras na América Latina, Ásia e Rússia da década de 1990 alteraram as expectativas dos credores estrangeiros. Para contornar a situação, difundiu-se a crença na resolução do problema através de aumento do prêmio (taxa de juros). Por consequência, há nesse período, maior encargo sobre o endividamento público brasileiro. A dívida pública, diga-se de passagem, é um dos temas mais acalorados no que tange às finanças internacionais. A manutenção de superávits fiscais, para fins de remuneração de títulos vinculados à dívida pública mobiliária federal (DPMF) no Brasil, por exemplo, contempla a desnacionalização dos títulos públicos, abrindo margem, inclusive, para atuação de capitais especulativos. Nesse interim dos anos 90, mais especificamente no segundo mandato de FHC, rompe-se com uma política de câmbio fixo, que traz um déficit operacional do setor público (em 1999) de R\$ 13 bilhões<sup>33</sup>. (ANFIP, 2002).

### **3.1. Volatilidade de capitais como condição à vulnerabilidade externa**

Por ser desnecessário “quantificar” a volatilidade dos investimentos em carteira, através de índices, basta a análise dos dados apresentados previamente, na unidade 2. Cabe, entretanto, em primeiro lugar conceituar a volatilidade de capitais e explicar suas origens. A princípio, os capitais voláteis são aqueles que aplicados tanto a curto quanto a longo prazo (mas, especialmente, vinculados a investimentos de portfólio) tornam-se sensíveis a modificações no cenário onde estão aplicados. Os capitais de curto prazo são essenciais nessa análise, pois são eles que ganham maior influência especulativa. Quanto às origens dos capitais voláteis seguem-se três: o mercado de euromonedas na década de 1960, a derrocada das regras de Bretton-Woods nos idos de 1970 e, por último, a globalização financeira da década de 1980 (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004).

Os fluxos de capitais financeiros trazem consigo suas virtudes, mas também os seus riscos. É o caso das crises que assolaram a América Latina na década de 1980. Os mercados latino-americanos, contudo, sofrem “grandes oscilações no volume e na composição dos ingressos de investimento internacional. (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004, p.222). Este comportamento, de maneira ampla, abarcando os países emergentes (dentre eles, os latino-americanos) é ilustrado abaixo. A Tabela 2 demonstra a oscilação da captação de recursos externos no triênio 2000-2002.

---

<sup>33</sup> ANFIP, 2002. Cf. Boletins do Banco Central.

**Tabela 2 – Mercados emergentes: captação de recursos externos, 2000-2002 (US\$ bilhões)**

	2000	2001	2002
Total	216,4	162,1	135,6
Títulos	80,5	89,0	61,6
Ações	41,8	11,2	16,4
Empréstimos	94,2	61,9	57,6

Fonte: FMI – Global Financial Stability Report (2003), Tabela, 2.5. Elaboração: BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004, p.223

Como fora a registrado anteriormente, na crise que eclodiu em 2008, conforme os dados da CVM, as ações sofreram maior oscilação num cenário de turbulência (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004). A renda variável (em geral, ações que são de curto prazo) representa grande risco para os possuidores de aplicações nos mercados emergentes. Para Paulani e Braga (2012, p. 235-6), “a vulnerabilidade do país a crises externas e a ataques especulativos contra sua moeda cresce *pari passu* ao aumento de sua dependência em relação aos chamados capitais de curto prazo”. As instituições financeiras passam a funcionar em consonância com as diretrizes do capital estrangeiro, mas

[...] mesmo os países que se comportam da melhor forma possível relativamente às exigências dos capitais de curto prazo, arcando com todos os custos dessa decisão em termos de renda e emprego, podem ser vítimas, a qualquer momento, de um ataque especulativo, seguido em fuga em massa de capitais. Pouco importa, no caso, se o ataque tem fundamento real ou se é mero reflexo condicionado de crises que se deram em outros lugares. A vulnerabilidade do país é a mesma. (PAULANI; BRAGA, 2012, p. 236)

A vulnerabilidade externa é tema complexo, podendo se refletir em termos mercantis, políticos etc. Mas já ficou enfatizado que interessa apenas o aspecto monetário-financeiro. A exposição cambial à volatilidade do mercado é um efeito que, ligado à vulnerabilidade externa da economia, atinge não só os governos, impelindo-os à medidas de interesses distintos dos nacionais, mas também atinge as empresas nacionais, diminuindo sua disponibilidade para as despesas correntes e, finalmente, afetando a lucratividade.

No sistema financeiro, dada a liquidez dos ativos nele transacionados, há uma sensibilidade muito grande a diversos tipos de riscos. Baumann, Canuto e Gonçalves (2004)

fazem menção aos riscos de crédito, de mercado, de liquidação, de liquidez e aos riscos operacionais, legais e sistêmicos.<sup>34</sup> Para os referidos autores,

[...] há uma interação entre os diferentes tipos de riscos e, inclusive, é essa interação que pode gerar um risco sistêmico. A instabilidade do sistema financeiro internacional e a volatilidade dos fluxos de investimento internacional envolvem tanto o capital de curto prazo quanto o de longo prazo” (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004, p. 228).

Alterações significativas no mercado financeiro em curto espaço de tempo é um dos principais traços que carregam consigo os capitais voláteis. A conexão da “economia monetária” com a “economia real” torna-se mais perceptível quando a volatilidade dos capitais financeiros afetam a taxa de câmbio, apreciando-a ou depreciando-a, de forma que o comércio exterior esteja ao dispor das inconstâncias do capital financeiro. A volatilidade se reflete também nos preços dos ativos financeiros e, no caso, específico do Brasil pode-se determinar a “rendição” a tais armadilhas na adesão do câmbio flutuante.

Os ciclos de liquidez são obstáculos enfrentados pela maior parte dos países emergentes, tendo sido caracterizadas de formas distintas, ganhando destaque, inicialmente aquela em que “os organismos internacionais e os *policy makers* dos países emergentes os descreveram como sendo *sudden stops*<sup>35</sup> dos fluxos de capital” (FAHRI, 2004, p.32, grifos da autora). Após uma diversidade de debates e caracterizações dos voláteis ciclos de liquidez da economia, ganha preponderância o efeito-contágio (FAHRI, 2004).

Fahri destaca que a heterodoxia há muito tempo sustenta a visão de que:

[...] a liberalização das contas de capitais e a desregulamentação financeira adotadas pela maior parte das economias emergentes (com as notáveis exceções da China e da Índia) para se integrar à feição das finanças internacionais, em que os mercados têm supremacia na precificação dos ativos e na transferência de recursos (crédito) dos agentes superavitários para os agentes deficitários, acabou por submeter a disponibilidade de recursos externos que essas economias necessitam, em razão de sua dependência externa, à lógica dos mercados financeiros. (FAHRI, 2004, p.33)

Algumas visões, com seus diagnósticos e suas soluções para o problema da volatilidade financeira são sugeridas por Baumann, Canuto e Gonçalves (2004). Em conformidade com os escritos desta monografia, ganha destaque a visão Estado-nacional cuja explicação para a volatilidade dos fluxos financeiros decorre de rivalidades entre as nações, fazendo aumentar a vulnerabilidade financeira externa, enquanto a soberania nacional é

<sup>34</sup> Esta classificação obedece aos riscos listados pela UNCTAD/ONU, 1995.

<sup>35</sup> Visão que considera o fluxo de investimentos como contínuo, mas por vezes, abruptamente interrompido (FAHRI, 2004).

reduzida. Como solução, esta visão dá ênfase às “políticas nacionais de controle de capitais e do mercado de câmbio” (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004, p. 233). A presença estatal para frear o comportamento inconstante dos capitais, de acordo com essa visão, seria essencial para uma economia mais estável. Além da estabilidade tão preconizada, o duplo efeito nocivo ao qual o Estado brasileiro demonstra-se inerte é verificado pela instabilidade e por crescimentos pífios. Duas realidades contrastantes com os objetivos de países em via de desenvolvimento, por combinar políticas monetárias rígidas no controle de preços e, ao mesmo passo, alimentar a financeirização.

Na literatura econômica encontra-se referências à indistinção no tratamento da volatilidade dos IED e dos IEC, para os capitais de curto ou de longo prazo. Os mecanismos de controle seriam pouco eficazes, pois os investimentos produtivos também podem ser afetados pelos temores de desvalorização dos produtos, afugentando-se de redutos pouco estáveis (SINGH apud. LAAN, 2006). Ainda fazendo menção Singh, Laan diz que:

[...] atualmente a diferença entre IED e investimento em portfólio seria muito estreita em função do crescimento dos derivativos e dos fundos de *hedge*, dadas as facilidades de conversão de um investimentos de longo prazo num ativo líquido imediato, além do fato de os investidores poderem utilizar seus ativos fixos para captarem recurso e exportar capital, gerando rápidas saídas de divisas [...]. Também uma grande entrada simultânea de fluxos de IED poderia ser prejudicial ao país receptor, dado que o movimento poderia valorizar a moeda local e reduzir a competitividade do setor *tradable*<sup>36</sup> do país. (LAAN, 2006, p.29, grifos do autor)

Desse modo, apesar do reconhecimento de que a liberalização financeira impõe riscos de ineficácia na alocação da liquidez, conclui-se que o controle de capitais deve estender-se também ao capital “produtivo”. A ação do Estado deve promover uma inserção no sistema financeiro internacional que possa torná-lo condutor ao desenvolvimento

Por fim, é mister lembrar que a volatilidade financeira é mais notável nas nações emergentes, onde os ciclos de liquidez são demarcados por fases de abundante liquidez e outras fases de escassez de recursos. Devido a problemas estruturais, muitas dessas economias arcam com os maiores agravos oriundos dos ciclos. Por isso, é importante definir a que tipo de vulnerabilidade externa está se falando quando o assunto é economia brasileira, se trata-se de vulnerabilidade estrutural ou conjuntural.

---

<sup>36</sup> São mercados que sofrem concorrência externa.

### 3.2. Vulnerabilidade externa estrutural

A vulnerabilidade externa já fora definida na introdução desta monografia, de forma sucinta, como uma incapacidade de determinadas economias em resistir a choques externos (GONÇALVES, 1997). Outro aspecto delimitado foi a vulnerabilidade externa a que se estaria sendo estudada e, no caso, se estabeleceu que as análises compreendem a vulnerabilidade monetária-financeira. Além disso, a vulnerabilidade externa “tem duas dimensões igualmente importantes. A primeira envolve as opções de resposta com os instrumentos de política disponíveis, e a segunda incorpora os custos de enfrentamento [...]” (BAUMANN; CANUTO; GONÇALVES, 2004, p. 229-230). Para estes autores, a vulnerabilidade externa será maior à medida que a primeira dimensão seja menor e a segunda seja maior.

Há, no entanto, a necessidade de se esclarecer um ponto crucial: a vulnerabilidade econômica brasileira é um caso de vulnerabilidade estrutural? A princípio, o que isto significa? Essas questões serão respondidas para que ao fim desta unidade se analise os pontos nodais da vulnerabilidade econômica brasileira.

A vulnerabilidade externa, quando estrutural, tende a ser explicada por ação de instituições que coordenam a política econômica. Por exemplo, a legislação de um determinado país pode ser “frouxa” no que tange o movimento de capitais estrangeiros. Nesse caso, uma estrutura se monta e entrava modificações consideráveis.

#### 3.2.1. O caso brasileiro

A vulnerabilidade externa da economia brasileira, de certo modo, carrega certos traços da vulnerabilidade estrutural, que se explica pela manutenção de “velhas práticas” no que diz respeito à política macroeconômica (sobretudo, o câmbio flutuante). As consequências para a maioria dos países emergentes reside no problema do financiamento internacional. O “pertencimento” a tal categoria, ou seja de economia estruturalmente vulnerável, é justificável uma vez que a partir dos anos 1970, há relações mais aprofundadas com os mercados internacionais de capital (BATISTA JR., 2002). Aliás, a vulnerabilidade externa desse período é ilustrada justamente pelo fraco desempenho da economia brasileira entre os anos 1980 e 1990. Ainda segundo Batista Jr., o Brasil não segue uma trajetória comum a todos os países emergentes. O autor diz que

[...] não foram todas as economias em desenvolvimento que acumularam desequilíbrios externos acentuados e se expuseram de forma impensada aos

instáveis movimentos internacionais de capital. Países mais prudentes, como a China e a Índia, souberam manter sob controle as suas contas externas e evitaram depender de forma exagerada de recursos estrangeiros. A forma e a intensidade da inserção de cada economia dependeu, como sempre acontece, de escolhas e estratégias nacionais.

Em diversos países, o Brasil entre eles, prevaleceu nas últimas três décadas a orientação problemática e custosa de engajar a economia, quase sempre sem os devidos cuidados, nessa onda perigosa que ficaria conhecida como “globalização financeira”. A política econômica desses países acabou “capturada” pelos circuitos internacionais de poder e dinheiro. (BATISTA JR., 2002, p. 182)

É quase consenso na literatura econômica sobre economia brasileira que os pontos cruciais da vulnerabilidade externa estão associados ao processo de endividamento contraído (como a maioria dos países latino-americanos) e da abertura ao movimento de capitais. É importante destacar que no Brasil as instituições de deliberação e regulamentação do sistema financeiro são comprometidas com a globalização financeira. Tanto é que:

[...] o endividamento externo acelerado dos anos 70, apresentado inicialmente como “a eficiente reciclagem dos petrodólares pelos bancos privados internacionais”, desembocou na longa e penosa crise da dívida externa da década de 80. Depois, nos anos 90, tivemos o boom dos “mercados emergentes” e, no Brasil, as extravagâncias cambiais do Plano Real. O resultado, mais uma vez, foi a acumulação imprudente de dívidas e fragilidades externas com o desfecho de sempre: crise cambial, recessão e desemprego.

A economia internacional, especialmente na sua dimensão financeira, continuará instável e turbulenta. O Brasil não deve, como fez tantas vezes no passado, presumir que essa instabilidade tem caráter conjuntural. Ou que a vulnerabilidade externa é um risco inevitavelmente associado à participação em uma economia “globalizada”. Crises como as da década de 90 e a de 2001, ou até mais graves, podem acontecer novamente e atingirão, outra vez, aquelas economias que não estiverem bem preparadas. (BATISTA JR., 2002, p. 182-183)

A lição das décadas recentes parece clara: para resguardar-se contra choques externos e realizar plenamente o seu potencial de desenvolvimento, o Brasil precisa redefinir de forma inteligente a sua inserção internacional. Crescimento econômico sustentado, em ritmo expressivo, pressupõe uma mudança do foco e das prioridades da política econômica. Trata-se de atribuir prioridade máxima ao ajustamento das contas externas e à diminuição das vulnerabilidades do país nas relações com o resto do mundo e, em particular, com os mercados internacionais de capital. O essencial é reduzir o engajamento com os mercados financeiros externos e a dependência em relação a capitais estrangeiros. Só assim, o Brasil poderá voltar a crescer com segurança, ampliando a autonomia nacional e a capacidade de decidir o seu futuro. A esse respeito Batista Jr. destaca o Bacen que, na sua visão,

[...] descuidou de administrar de forma rigorosa o perfil da dívida externa. Aceitou a generalização de práticas e cláusulas contratuais que permitem a antecipação de pagamentos e conduzem, portanto, à perda de controle sobre a estrutura de vencimentos da dívida externa. A liberalização financeira externa facilitou, também, a saída de recursos de capital pertencentes a residentes no Brasil. Aumentou, assim, a fuga de capitais domésticos em momentos de turbulência e pânico, contribuindo para surtos de instabilidade cambial. (BATISTA JR., 2002, p. 176)

É certo que à época da publicação desta obra o cenário é bem distinto do atual. Conforme salientado pelo próprio Batista Jr. (2002), a linha de defesa para o combate às pressões externas (as reservas internacionais) eram pequenas para fazer face às instabilidades. Atualmente, a economia brasileira é detentora de vastas reservas internacionais relativamente tanto em relação ao início do século quanto em relação às demais nações emergentes. O que guarda semelhanças nos dias atuais com o cenário de 2002 é a inação ante à financeirização.

Dentre as esferas da vulnerabilidade externa, a monetária-financeira é a mais importante a se analisar no caso particular do Brasil, objeto desta monografia, sobretudo em função da crise da dívida dos anos 1980 e da abertura financeira dos anos 1990 (BATISTA JR., 2005). Boa parte dos problemas do financiamento irrestrito dos capitais internacionais baseia-se em crenças de benfeitorias ao setor produtivo. No entanto, essa crença cai por terra quando se vê a abundância de dólares resistindo às inversões e fazendo mais face ao capital financeiro (CRUZ in: SZMRECSÁNYI & SUZIGAN, 2002).

Filgueiras e Gonçalves afirmam que o maior empecilho ao desenvolvimento econômico brasileiro reside na sua vulnerabilidade externa. Como resultado dessa vulnerabilidade, “as estratégias e políticas econômicas, bem como o desempenho da economia, são determinados, em grande medida, pelo contexto internacional”. (FILGUEIRAS; GONÇALVES, 2007, p.33)

Em 2016, o IPEA divulgou uma nota técnica de Fernando Ribeiro em que consta avaliação de indicadores da vulnerabilidade externa da economia brasileira. Tais indicadores incluem “os relacionados à situação macroeconômica do país, destacando variáveis que têm impacto relevante sobre a evolução das contas externas, seja pela via das transações comerciais, seja pelos fluxos de capital” (RIBEIRO, 2016, p.7). Nesta nota, verifica-se que o estoque de investimentos em carteira no país variam em 33,8% entre 2010 e 29,5% entre 2014 e 2015<sup>37</sup>.

---

<sup>37</sup> Cf. RIBEIRO, F. **Nota Técnica- Reavaliando a vulnerabilidade externa da economia brasileira.** – IPEA, 2016.

Por fim, cabe salientar que a vulnerabilidade externa brasileira é sensivelmente mais delicada na esfera monetária-financeira, segundo Gonçalves (2005), desde o início dos anos 80. Dada as reformas no campo econômico dos anos 90, a esfera monetária-financeira da economia brasileira torna-se ainda mais sensível às pressões externas e à influência do FMI. Nos anos 2000, especialmente após 2008, a fragilidade da economia brasileira ficou evidente com a oscilação do fluxo de capitais registrados no balanço de pagamentos.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

No plano teórico pôde se perceber neste trabalho que o controle de capitais é repleto de colaborações relevantes, deixando a desejar no que concerne ao estudo empírico, como admitem Laan (2006) e Carvalho (2006). Independente de posicionamentos políticos-ideológicos, ou seja, por mais que o controle soe ofensivo aos que creem nas forças de mercado, há de se validar a atualidade e necessidade do tema. Não há como tratá-lo como ineficaz simplesmente por estar no *hall* das demais proposições intervencionistas. Rotular simplesmente o controle de capitais como pauta de esquerda, por exemplo, é uma tentativa infrutífera de dar “sentido pejorativo, em um claro propósito de desqualificá-lo”. (MONDENESI, A; MONDENESI, R., 2006, p. 57)

Na realidade, a antiga dicotomia esquerda e direita vai ganhando novas roupagens com o passar dos tempos e parece ganhar um caráter puramente economicista dentre alguns teóricos. Há um duelo entre intervencionismo e o liberalismo econômico, como se representantes da esquerda e da direita, respectivamente. Trata-se de um conjunto de falácias. Deve-se determinar, no entanto, duas questões: primeiro, que os defensores do controle de capitais seguem uma abordagem pós-keynesiana, que de fato contraria o liberalismo convencional e em segundo lugar, há experiências de países “socialistas” que adotaram medidas que convergem para o controle de capitais – como exemplo, a China cuja prevalência institucional favorece à entrada de capitais de longo prazo (MONDENESI, A; MONDENESI, R., 2006).

Já se pôde concluir que há concordâncias na literatura econômica sobre os aspectos positivos dos sistemas financeiros nacionais: a formação de poupança financeira; a promoção da eficiência na alocação de recursos financeiros entre os agentes econômicos e provento da liquidez através do setor bancário (LIMA, 2011). Há, contudo, de se ponderar os aspectos mais amplos da globalização do setor financeiro, dentre os quais “a maior exposição dos países aos riscos de movimentos especulativos em grande escala, a exemplo do que ocorreu a partir de julho de 1997, quando a Tailândia foi induzida a deixar flutuar sua moeda [...]”. (CARVALHO; SILVA, 2004, p. 247). O aprofundamento da financeirização deve ser compreendido como uma continuidade do neoliberalismo, “que enfatiza as virtudes do Estado mínimo, das políticas do *laissez-faire* e da abertura internacional” (Ha Joon Chong, 2004, p. 32).

Dito tudo isso, o trabalho se propôs a comprovar a hipótese dita na introdução destes escritos. Esta hipótese é afirmativa para a questão do fluxo de capitais estrangeiros cuja movimentação no Brasil é volátil devido às fragilidades da economia brasileira, que em certo ponto é “refém” dos ditames do capital especulativo e das instituições que o disciplinam.

No intervalo que vai do ano de 2008 a 2016, os investimentos em estrangeiros em carteira, permanecem imprimindo um caráter volátil. Os dados da CVM apresentados no gráfico 3 sustentam tal hipótese, pois o ano de 2008 – o epicentro da crise – demonstra abrupta modificação na composição dos investimentos em carteira. Os investidores, avessos aos riscos de uma economia vulnerável, certamente tomariam decisões como as representadas por esses dados, ou seja, comporiam seus portfólios com predominância de ativos mais “seguros”. Para tal, a política econômica brasileira deve basear suas medidas na garantia desta segurança, através de intervenções no mercado financeiro, geralmente favoráveis aos capitais de curto prazo. Assim sendo, a capacidade da economia brasileira de suportar pressões externas fica limitada, suscitando a vulnerabilidade externa na esfera monetária-financeira.

A vulnerabilidade externa da economia brasileira, como ficou claro, é arraigada em estruturas perenes. Isso quer dizer que por mais que pontualmente a economia brasileira aponte sinais de recuperação, a estagnação é quase uma realidade insuperável.

Uma economia frágil, como a brasileira, dificilmente consegue escapar às crises de alcance mundial e alcançar êxitos em sua agenda econômica. Assim, a população brasileira acaba sendo penalizada por recessões, desemprego e instabilidades de magnitudes diversas. As alternativas para que esta situação não prevaleça dependem, sobretudo, de vontade política.

Em primeiro lugar, apontou-se como alternativa da primazia ao capital de longo prazo em vez de primazia ao de curto prazo. Esta é uma realidade de um país populoso e emergente como o Brasil, no caso, a China. Desta forma, o emprego é ampliado e a especulação financeira é menos impactante.

Outra forma de superar esses entraves, segundo apontam outros autores, perpassa a modificação do “tripé macroeconômico”, colocando o pleno emprego na agenda de prioridades. Atualmente, a sustentabilidade da dívida pública é um dos efeitos mais prodigiosos do tripé macroeconômico. O Plano Real torna-se um marco para inaugurar tal configuração. Adicionalmente, para alguns autores, o quadro apresentado na economia brasileira após 2018 é apenas conjuntural, contrariando os resultados a que chegamos, mas servirão apenas de contraponto, como exige a ciência econômica.

Finalmente, é crucial reafirmar que os apontamentos supracitados corroboram abordagens ditas heterodoxas e não cumprem a missão de esgotar o tema, mas antecipar pesquisas mais aprofundadas na trajetória acadêmica. Para que isso seja possível, algumas indagações devem surgir após publicado este trabalho. Podemos questionar, por exemplo, a nível mais amplo, se há trajetórias similares entre os países emergentes, ou ainda, seguindo um ordenamento classificatório, tratar econometricamente as correlações entre números índices de

volatilidade e vulnerabilidade externa. Assim, os próximos passos serão investigar em maior extensão e profundidade o tema.

## REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Luciana; MORAES, Lara; ANSANELLI, Stela. **Teorias do investimento internacional**. In: CORDEIRO, M; PAULINO, L.; SOUZA, L (orgs). **Economia política internacional: os desafios para o século XXI**. – 1. ed. – São Paulo: Saraiva, 2014.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. – 12. ed. – São Paulo: Atlas, 2014.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS AUDITORES FISCAIS DA PREVIDÊNCIA SOCIAL – Fundação ANFIP de Estudos da Seguridade Social. **Seguridade Social e Estado mínimo** – Brasília: ANFIP, 2002.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). **50 maiores bancos e o consolidado do Sistema Financeiro Nacional**. Disponível em:

<http://www4.bcb.gov.br/top50/port/Top50.asp>. Acessado em: 6 de maio de 2017

\_\_\_\_\_. **Resolução nº 4.373, de 29 de setembro de 2014**. Dispõe sobre aplicações de investidor não residente no Brasil nos mercados financeiro e de capitais no País e dá outras providências. Disponível em:

[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/48650/Res\\_4373\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/48650/Res_4373_v1_O.pdf). Acessado em: 14 de abril de 2017.

\_\_\_\_\_. **Demonstrativo de variação das reservas internacionais**.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/Infecon/seriehistresint.asp>. Acessado em: 6 de maio de 2017.

\_\_\_\_\_. **Estatísticas do Setor Externo – Adoção da 6ª Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimento (BPM6)**. Nov. 2014.

Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/n/6MANBALPGTO>. Acessado em: 30 de maio de 2017.

\_\_\_\_\_. **Série histórica do Balanço de Pagamentos - 6ª edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição de Investimento Internacional (BPM6)**. Disponível em:

[https://www.bcb.gov.br/htms/infecon/Seriehist\\_bpm6.asp](https://www.bcb.gov.br/htms/infecon/Seriehist_bpm6.asp). Acessado em: 3 de dezembro de 2016.

\_\_\_\_\_. **Boletim do Banco Central do Brasil** v. 44, nº12. dez. 2008.

BANCO MUNDIAL (BM). **World Development Indicators 2004**. Banco Mundial: Washington DC, 2004.

BAUMANN, Renato; CANUTO, Otaviano; GONÇALVES, Reinaldo. **Economia internacional: teoria e experiência brasileira**. 4. reimpressão. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

BRASIL. **Lei nº 4.131, de 3 de setembro de 1962**, que disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior e dá outras providências. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L4131.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4131.htm). Acessado em: 21 de maio de 2017.

BATISTA, Paulo N. **O Consenso de Washington: a visão neoliberal dos problemas latino-americanos**. São Paulo: PEDEX, 1994. (Caderno Dívida Externa, n.6)

BATISTA JR., Paulo N. **Economia Política Internacional: Fundamentos Teóricos e as Relações Internacionais do Brasil**. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

\_\_\_\_\_. **Vulnerabilidade externa da economia brasileira**. In: Estudos Avançados 16 (45) – São Paulo: USP, 2002 Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/ea/v16n45/v16n45a11.pdf>. Acessado em: 20 de julho de 2016

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. **Os antecedentes da tormenta: origens da crise global**. 1. ed. – São Paulo: Editora UNESP; Campinas, SP: FACAMP, 2009.

BEAUD, Michel. **História do Capitalismo**. São Paulo: Brasiliense, 1989.

BLUSTEIN, P. **Vexame: os bastidores do FMI na crise que abalou o sistema financeiro mundial**. Renato Bittencourt (trad.) – 2.ed. – Rio de Janeiro: Record, 2002.

BRESSER-PEREIRA, Luiz C. **As duas fases da história e as fases do capitalismo** Texto para discussão 278. Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas FGV-EESP, 2011.

BRUE, Stanley L. **História do Pensamento Econômico**. Tradução da 6ª ed. norte-americana. MIQUELINO, L. P. (trad.). – São Paulo: Thomson Learning, 2006.

CAMARGO NETO, Fernão Pompêo de. **Considerações sobre os determinantes do investimento em Keynes e em Kalecki**. Cadernos da FCECA, Campinas, v.3, n.1, p. 7-19, jan. /jun., 1994

CAMPOS, Lauro. **A crise completa: a economia política do não**. 1. ed. – São Paulo: Boitempo Editorial, 2001.

CARTA AO POVO BRASILEIRO (22 de junho de 2002). Resoluções de Encontros e Congressos & Programas de Governo - Partido dos Trabalhadores / Fundação Perseu Abramo. Disponível em: <http://novo.fpabramo.org.br/uploads/cartaaopovobrasileiro.pdf>. Acessado em: 6 de maio de 2017.

CARVALHO, Fernando C. de. **Controle de capitais: uma agenda de pesquisa**. In: SICSÚ, João; FERRARI FILHO, Fernando (org.). **Câmbio e controle de capitais: analisando a eficiência de modelos macroeconômicos**. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

\_\_\_\_\_. (Et. al). **Economia monetária e financeira: teoria e política**. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CARVALHO, Maria A. de; SILVA, César R. L. da. **Economia Internacional**. – 3. ed. – São Paulo: Saraiva, 2004

CASTRO, Thales. **Teoria das relações internacionais**. – Brasília: FUNAG (Fundação Alexandre de Gusmão), 2012.

CHANG, Ha-Joon. **Chutando a escada: a estratégia do desenvolvimento em perspectiva histórica**. Araújo, L.A.O. (trad.). – São Paulo: Editora UNESP, 2004.

CHESNAIS, François. **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências.** / François Chesnais (org.); Rosa Maria Marques e Paulo Nakatani. – São Paulo: Boitempo, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Investimento Estrangeiro em Carteira.** Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/menu/aceso\\_informacao/serieshist/serieshist/investestrang.html](http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/serieshist/serieshist/investestrang.html). Acessado em: 5 de maio de 2016.

CORIAT, Benjamin. **Pensar pelo avesso.** – Rio de Janeiro: Revan: UFRJ, 1994.

CORSI, Francisco L. **A questão do desenvolvimento à luz da economia capitalista.** Revista de Sociologia e política. Curitiba, n.19. nov./2002

CRUZ, Paulo Roberto D. C. **Capitais externos e o financiamento de longo prazo no Brasil.** In: SZMRECSÁNYI, T; SUZIGAN, W. (orgs). **História econômica do Brasil contemporâneo.** 2 ed. Revista. – São Paulo: Hucitec / Associação Brasileira de Pesquisadores em História Econômica/ Editora da Universidade de São Paulo/ Imprensa Oficial, 2002.

DAMASCENO, Aderbal O.; GUEDES, Dyeggo R. **Abertura Financeira, Acumulação de Capital e Produtividade nos Países em Desenvolvimento.** XVII Seminário de Economia Mineira. Disponível em: [http://diamantina.cedeplar.ufmg.br/2016/anais/economia/339-576-1-RV\\_2016\\_10\\_09\\_00\\_35\\_33\\_783.pdf](http://diamantina.cedeplar.ufmg.br/2016/anais/economia/339-576-1-RV_2016_10_09_00_35_33_783.pdf). Acessado em: 6 de junho de 2017.

DIEESE. — **Fusões no setor bancário: emprego e concorrência.** Nota técnica, n. 55, nov. 2007. Disponível em: <http://www.dieese.org.br/notatecnica/notatec55FusaoBancaria.pdf> Acessado em: 2 de junho de 2017.

DOBB, M. **A Evolução do Capitalismo.** 9. ed., Manuel do R. Braga (trad.). [Reimpressão]. – Rio de Janeiro: LTC, 2009.

DUMÉNIL, G; LÉVY, D. **O Neoliberalismo sob a hegemonia norte-americana.** In: CHESNAIS, F. (org.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências.** NAKATANI, Paulo, MARQUES, Rosa Maria (trad.) – São Paulo: Boitempo, 2005.

\_\_\_\_\_. **Neoliberalismo – Neo- imperialismo.** Revista Economia e Sociedade, Campinas, v. 16, n. 1 (29), p. 1-19, abr. 2007. Disponível em: <http://www.scielo.br/pdf/ecos/v16n1/a01v16n1.pdf>. Acessado em: 3 de maio de 2017.

FILGUEIRAS, Luiz; GONÇALVES, Reinaldo. **A economia política do governo Lula.** – Rio de Janeiro: Contraponto, 2007.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI/IMF). **Novíssimo dicionário de economia.** SANDRONI, Paulo (org.). – São Paulo: Editora Best Seller, 1999.

\_\_\_\_\_. **Balance of payments and international investment position manual.** — Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2009. Spanish

\_\_\_\_\_. **Global Financial Stability Report.** Market Developments and Issues. Washington DC: 2003

FARHI, Maryse. **As Economias Emergentes e os Ciclos de Liquidez**. Seção II – Moeda e Finanças privadas. Política Econômica em Foco, n. 3 – jan./abr. 2004.

FRASCAROLI, Bruno F.; SILVA, Luciano da C.; SILVA FILHO, Osvaldo C. da. **Os Ratings de Risco Soberano e os Fundamentos Macroeconômicos dos Países: Um Estudo Utilizando Redes Neurais Artificiais**. Revista Brasileira de Finanças, Vol. 7, No. 1, pp. 73–102. Sociedade Brasileira de Finanças, 2009. Disponível em <[bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/download/1428/796](http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/download/1428/796)>. Acessado em: 10 de dezembro de 2016.

GIAMBIAGI, Fábio. **Estabilização, Reformas e Desequilíbrios macroeconômicos: Os Anos FHC**. In: GIAMBIAGI, F. (org). **Economia brasileira contemporânea: 1945-2010**. 2. ed. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2011a.

\_\_\_\_\_. **Rompendo com a Ruptura: O Governo Lula (2003-2010)**. In: GIAMBIAGI, F. (org). **Economia brasileira contemporânea: 1945-2010**. 2. ed. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2011b.

GONÇALVES, Reinaldo. **Globalização financeira e economias nacionais: volatilidade e vulnerabilidade**. Revista Indicadores Econômicos – FEE/UFRGS v. 25, n. 2 1997. Disponível em: <http://revistas.fee.tche.br/index.php/indicadores/issue/view/53>. Acessado em: 18 de abril de 2017.

\_\_\_\_\_. **Governo Lula e o nacionaldesenvolvimentismo às avessas**. Revista Soc. Bras. Economia Política, São Paulo, nº 31, p. 5-30, fevereiro, 2012

\_\_\_\_\_. **Economia Política Internacional: Fundamentos Teóricos e as relações Internacionais do Brasil**. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GOWAN, Peter. **A Roleta Global**. – Rio de Janeiro: Record, 2003.

GOYOS JR., Durval. **EUA divulgam Relatório da Comissão de Inquérito da Crise Financeira**, fev. /2011. Disponível em: <http://www.professor-noronha.adv.br/pt/eua-divulgam-relatorio-da-comissao-de-inquerito-da-crise-financeira>. Acesso em: 24/04/2017

GRESPLAN, Jorge Luis. **O negativo do capital: o conceito de crise na crítica de Marx à economia política**. – 2. ed. – São Paulo: Expressão Popular, 2012.

HILFERDING, Werk von Rudolf. **Das Finanzkapital**. 1910, trad. Russa, 1912, trad. Francesa. Viena: Ed. de Minuit, 1970.

HIRSCHMAN, Albert. **Estratégia do Desenvolvimento Econômico**. 1. ed. brasileira. Yale University Press. – Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura, 1961.

HOBSON, J. A. **A evolução do capitalismo moderno: um estudo da produção mecanizada**. Apresentação de autoria de TAVARES, Maria da C. – São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996

KATZ, Claudio. **Neoliberalismo, neodesenvolvimentismo, socialismo**. – 1. ed. – São Paulo: Expressão Popular: Perseu Abramo, 2016.

KINDLEBERGER, Charles P. **Manias, pânico e crashes: Um histórico das crises financeiras** – tradução: Vânia Conde e Viviane Castanho – Porto Alegre: Ortiz: Gazeta Mercantil, 1992.

KRUGMAN, Paul. **A crise de 2008 e a economia da depressão/** Tradução: Afonso Celso de Cunha Serra. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

\_\_\_\_\_; OBSTFELD, Maurice. **Economia internacional: teoria e política;** tradutor técnico: Eliezer Martins Diniz. – São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2005.

LAAN, Cesar R. van der. **Liberalização da conta de capitais: evolução e evidências para o caso brasileiro (1990-2005).** Dissertação (Mestrado) – UFRGS. 29º Prêmio BNDES de Economia. Rio de Janeiro, BNDES, 2007.

LACERDA, A. C. et. al. **Economia brasileira.**; José Márcio Rego, Rosa Maria Marques (org.); Rodrigo Antônio Moreno Serra (colaboração especial). 4. ed. – São Paulo: Saraiva, 2010.

LANE, P. R.; MILESI-FERRETTI, G. M. **The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004.** Journal of International Economics, Vol. 73, nº 2, p.263-294, 2007. (Versão atualizada do banco de dados por Damasceno e Guedes, 2016)

LAZZARINI, Sérgio G. **Capitalismo de laços: Os donos do Brasil e suas conexões** – Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LENAIN, Patrick. **O FMI: o Fundo Monetário Internacional.** Armando Braio (trad.) – Barueri, SP: Manole, 2004.

LENIN, V. I. **Imperialismo, estágio superior do capitalismo: ensaio popular.** 1.ed. – São Paulo: Expressão Popular, 2012

LIMA, Fernando Carlos G. de C. **Moeda e Sistema Financeiro: conceitos.** In: FEIJÓ, Carmem Aparecida [et al.]. **Para entender a conjuntura econômica.** – Barueri, SP: Manole, 2011.

LICHETSZEJN, Samuel; BAER, Mônica. **Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial: Estratégias e políticas do poder financeiro.** – tradução: Nathan Giraldi – São Paulo: Editora Brasiliense, 1987

LOPREATO, Francisco Luiz C. **O papel da política fiscal: um exame da visão convencional.** Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 119, fev. 2006.

\_\_\_\_\_. **A política fiscal brasileira: limites e entraves ao crescimento.** Texto para Discussão. IE/UNICAMP n. 131 ago. 2007.

MAIA, Jayme de M. **Economia Internacional e Comércio Exterior.** – 14. Ed. – São Paulo: Atlas, 2011.

MARTONE, Celso. **O Brasil sem rumo.** Revista do Conselho Federal de Economia – COFECON. Economistas – Ano VII, nº 19 – março de 2016

MARTUSCELLI, Danilo Enrico. **Crises políticas e capitalismo neoliberal no Brasil**. Tese (Doutorado - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Filosofia e Ciências Humanas). – Campinas, SP, 2013.

MARX, Karl. **O capital: crítica da economia política**. Livro primeiro. O processo de produção do capital; tomo 2 (capítulos XIII a XXV). – São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.

MEDEIROS, César Manoel. **O papel do Setor Público na crise**. In: SISTER, Sergio (org.). **O ABC da crise**. – São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo, 2009.

MONDENESI, André; MONDENESI, Ruy L. **Controle de capitais: uma proposta de esquerda?** In: SICSÚ, João; FERRARI FILHO, Fernando (org.). **Câmbio e controle de capitais: analisando a eficiência de modelos macroeconômicos**. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

MORAES, Reginaldo C. C. de. **Liberalismo e neoliberalismo – uma introdução comparativa**. In: SEMANA DE CIÊNCIAS SOCIAIS DA FACULDADE DE FILOSOFIA, CIÊNCIAS E LETRAS. Santo André – SP, 1997.

NUNES, António J. A. **A crise atual do capitalismo: capital financeiro, neoliberalismo e globalização**. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2012. – (Coleção Direito Europeu; vol. 3)

OREIRO José L.; BASÍLIO, Flavio. **A crise financeira brasileira: uma análise a partir do conceito de fragilidade financeira à la Minsky**. Revista de Economia Política, vol. 29, nº 1 (113), pp. 146-148. (Título: A crise financeira de 2008), janeiro-março/2009

PAULANI, Leda M.; BRAGA, Márcio B. **A nova contabilidade social: uma introdução à macroeconomia – 4 ed. rev. e atual.** – São Paulo: Saraiva, 2012.

PEREIRA, Jaime M.; CACCIAMALI, Maria C. **Globalização, regulação social e novo padrão de desenvolvimento na América Latina: considerações metodológicas**. In: CATANI, Afrânio M (org.). **América Latina: impasses e alternativas**. – São Paulo: Humanitas/FFLCH/USP, 2000.

PIKETTY, Thomas. **O Capital no século XXI**. / Monica Baumgarten de Bolle (trad.). – 1.ed. – Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014.

PRATES, Rodolfo C.; REZENDE, Adriano A. de. **Considerações a respeito do Balanço de Pagamentos: uma análise da evolução e dinâmica das contas brasileiras no período 2000-2014**. Revista Paranaense de Desenvolvimento, Curitiba, v.36, n.128, p.65-81, jan./jun. 2015

RESENDE, Marco F. da C; AMADO, Adriana M. **Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina**. Revista de Economia Política, vol. 27, nº 1 (105), pp. 41-59, janeiro-março/2007.

RIBEIRO, Fernando J. da S. P. **Nota técnica - Reavaliando a vulnerabilidade externa da economia brasileira: indicadores e simulações**. Carta de Conjuntura | 32 | jul.-set. 2016. Disponível em:

[http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/160811\\_cc32\\_nt\\_reavaliando\\_a\\_vulnerabilidade.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/160811_cc32_nt_reavaliando_a_vulnerabilidade.pdf). Acessado em: 10 de julho de 2017.

ROTHBERG, Danilo. **O FMI sob ataque: recessão global e desigualdade entre as nações.** – São Paulo: Ed. UNESP, 2005.

SAMPAIO JR., Plínio de A. **Entre a nação e a barbárie: os dilemas do capitalismo dependente.** Petrópolis: Vozes, 1999.

SANCHEZ, I. **Para entender a internacionalização do capital.** – São Paulo: Senac, 1999.

SANTOS, Flávio Arantes dos. **A nova síntese neoclássica frente à crise econômica mundial: a volta da política fiscal?** / Flávio Arantes dos Santos. – Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas - Instituto de Economia - Campinas, SP, 2011.

SANTANA, Marco Aurélio; RAMALHO, José Ricardo. **Além da Fábrica: trabalhadores, sindicatos e a nova questão social.** – São Paulo: Boitempo, 2003

SCHAFF, Adam. **A Sociedade Informática.** – São Paulo: Brasiliense, 1995.

SCHUMPETER, J. A. **História da análise econômica: Parte III – de 1790 a 1870.** Rio de Janeiro: Editora Fundo de Cultura [Oxford University Press], 1964.

SENNA, José Júlio. **Política Monetária: ideias, experiências e evolução** – Rio de Janeiro: Editora FGV, 2010)

SICSÚ, João. **O conceito de liquidez.** Artigo correspondente ao anexo 1 da tese de Mestrado em Economia (Universidade Federal Fluminense), intitulada “O regime de alta inflação e as lições do plano Keynes para um projeto de estabilização de uma Economia Monetária”, no ano de 1993. Cadernos da FCECA, Campinas, v.3, n.1, p. 70-76, jan. /jun., 1994

\_\_\_\_\_. **Para além das políticas de resgate.** Revista de Economia Política, vol. 29, nº 1 (113), pp. 133-149 (título: A crise financeira de 2008), janeiro-março/2009

SINGER, André. **Raízes sociais e ideológicas do lulismo.** Revista Novos Estudos, do Centro Brasileiro de Análise e Planejamento (Cebap), vol. 85 nov/2009

SINGH, A. **Capital account liberalization, free long-term flows, financial crises and economic development.** – Cambridge: ESRC Centre for Business Research, 2002.

SOARES, Danielle de Q. **Inovação tecnológica e propriedade intelectual no capitalismo contemporâneo: o contraditório caso do software livre.** Tese (Doutorado em Políticas Públicas) – Universidade Federal do Maranhão, 2015.

TAVARES, Maria da C. **Entupiu o sistema circulatório do capitalismo.** In: SISTER, Sergio (org). **O ABC da crise.** – São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo, 2009.

TEIXEIRA, Aloísio. Estados Unidos: A “curta marcha” para a hegemonia. In: FIORI, J.L. (Org.). **Estados e moedas no desenvolvimento das nações.** p.155-190. (Coleção Zero à Esquerda). Petrópolis, RJ: Vozes, 1999.

\_\_\_\_\_; MARINGONI Gilberto; GENTIL, Denise L. 2010:27). **Desenvolvimento: o debate pioneiro de 1944-1945** – Brasília: Ipea, 2010.

THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION. **Final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States.** Pursuant to Public Law 111-21 January 2011

UNCTAD. **Trade and development report.** Genebra, 1995.

VAL, Vanessa; CORRÊA, Vanessa. **Volatilidade dos fluxos de capitais do balanço de pagamentos brasileiro:** uma análise por meio do modelo ARCH (modelo auto-regressivo com heterocedasticidade condicional). XXXIV ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA-ANPEC, 2006. Disponível em: <http://www.anpec.org.br/novosite/br/encontro-2006>. Acessado em: 15 de junho de 2017.

VEJA HISTÓRICO DAS NOTAS DE CRÉDITO DO BRASIL PELAS AGÊNCIAS DE RATING. 24/02/2016. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/noticia/2016/02/veja-historico-das-notas-de-credito-do-brasil-pelas-agencias-de-rating.html>. Acessado em: 6 de maio de 2017.

WAPSHOT, Nicholas. **Keynes Hayek: O Confronto que Definiu a Economia Moderna.** Tradução: Edgar Rocha – Alfragide, Portugal: Publicações Dom Quixote, 2011.