

## **Os impactos do investimento estrangeiro sobre as economias não desenvolvidas na era da liberalização financeira — o caso dos países do Mercosul.**

**Resumo** Prevalendo-se de algumas interpretações teóricas, esse trabalho pretende analisar os impactos dos fluxos internacionais de capital sobre as economias do Mercosul e comparar o desempenho macroeconômico dos países do bloco nos períodos pós e pré-abertura econômica.

**Palavras-chave:** fluxo internacional de capital, desempenho econômico, liberalização financeira, Mercosul, financeirização.

**Abstract.** After a survey of the important theoretical interpretations, this paper intends to analyze the impacts of international capital flows on the Mercosur economies. It compares macroeconomic performance of Mercosur countries before and after the economical liberalization.

**Keywords:** international capital flows, economic performance, financial liberalization, Mercosur, financialization.

### **Introdução:**

Segundo a doutrina neoliberal, num regime de mercado livre e de normas jurídicas harmonizadas, a alocação dos fatores obedece aos critérios de otimização das vantagens comparativas, aumenta os ganhos multilaterais e estimula a convergência nos níveis de desenvolvimento econômico. No entanto, os estudos empíricos sugerem que não há evidências substanciais e sistemáticas suficientes para confirmar a hipótese de que a integração financeira ajuda o crescimento econômico de longo prazo. Quando são encontradas, tais relações são frágeis, como nos estudos de Areta, Eichengreen e Wyplosz (2003) e de Eichengreen e Leblang (2002), ou somente aparecem sob condições nacionais de flexibilização institucional, como nos trabalhos de Quinn (1997) e de Bekaert e Lundblad (2005).

Teoricamente, os estudos dedicados à correlação entre fluxos de capital externo e desenvolvimento nacional também vão de encontro às hipóteses neoliberais. Apontam efeitos negativos dos investimentos externos sobre as economias não desenvolvidas em termos de desnacionalização, desindustrialização, dependência da poupança estrangeira, vulnerabilidade financeira e instabilidade das taxas de câmbio. Esse interesse em torno dos resultados da liberalização financeira foi vivificado após a crise do *subprime*, que veio confirmar com mais veemência como a liberalização dos mercados aumenta o ritmo de transmissão da instabilidade financeira.

O objetivo desse trabalho é estudar os impactos dos fluxos de capital externo sobre os países do Mercosul e comparar a performance macroeconômica destes nos períodos pós e pré-

abertura financeira. Os casos do Brasil e da Argentina são priorizados, pois os dois países juntos representam mais de 95% da população, do PIB, do investimento estrangeiro e da indústria do bloco econômico<sup>1</sup>. Previamente, importa rever algumas interpretações teóricas do impacto e dos determinantes dos movimentos de capital internacional nos países não desenvolvidos em geral.

## **II— Fluxos internacionais de capital e desempenho macroeconômico nas economias não desenvolvidas — interpretações teóricas.**

No pensamento neoliberal, a abertura das economias ao capital internacional deve facilitar a alocação eficiente dos recursos, promover a diversificação de risco global e estimular a acumulação de capital. Essas virtudes seriam mais significativas para as economias em desenvolvimento, conforme o modelo neoclássico de crescimento que supõe o desenvolvimento nos países periféricos estrangido pelo baixo nível de poupança doméstica. Assim, por sua integração no mercado financeiro internacional, esses países em que o capital é escasso e os rendimentos marginais são elevados receberiam poupança dos países desenvolvidos, onde o capital é abundante e os rendimentos marginais são baixos, de modo a otimizar o bem-estar geral das nações (Fischer, 2003).

Durante a década de 1990, alguns fatos surpreenderam as previsões do modelo teórico subjacente às recomendações neoliberais. De um lado, os capitais fluíram, em termos líquidos, não dos países desenvolvidos para os países não desenvolvidos, como se esperava, mas destes para aqueles<sup>2</sup>. De outro lado, economias menos abertas aos capitais estrangeiros obtiveram maiores taxas de crescimento<sup>3</sup> e, dentre as economias emergentes, aquelas que tiveram maiores poupanças domésticas foram as que mais incrementaram seus produtos, não incorrendo em déficits em conta corrente para financiarem suas expansões. Diante dessa realidade, as correntes do *mainstream* passaram a argumentar que o principal benefício da integração financeira para os países em desenvolvimento não seria na forma de captação de poupança externa para financiar o crescimento econômico, mas na forma de estímulo à formação e consolidação dos mercados nacionais de capital, ao desenvolvimento institucional e à disciplina macroeconômica. Esses benefícios indiretos resultariam em ganhos de produtividade total dos fatores e crescimento de longo prazo, mas apenas para países onde existissem condições iniciais adequadas relativas ao alto nível de desenvolvimento institucional, de

---

<sup>1</sup> Além desses dois países, o Mercosul inclui Paraguai e Uruguai.

<sup>2</sup> Essa situação é que constitui o chamado “paradoxo de Lucas” (veja Lucas, 1990; Obstfeld e Taylor, 2002).

<sup>3</sup> China e Índia estão dentre os exemplos mais citados na literatura como economias que cresceram bastante, embora a liberalização de seus mercados fosse limitada e seletiva. Peru e Jordânia, países mais abertos e que sofreram crescimento negativo, entre 1990 e 2000.

desenvolvimento financeiro, de abertura comercial e de estabilidade macroeconômica<sup>4</sup> (Kose, Prasad, Rogoff e Wei, 2006). Se os benefícios da integração financeira são similares às condições iniciais necessárias para o seu aparecimento, colocar-se-á um paradoxo cíclico de causa e efeito: um dilema de causalidade que lembra a famosa alegoria do ovo e da galinha!

Não obstante, a teoria dominante sustenta que a liberalização da conta capital exerce efeito positivo sobre o PIB, pois permite uma alocação mais eficiente do capital externo em projetos com taxas maiores de retorno (Eichengreen e Leblang, 2002). Tal resultado pode ser ainda mais importante quando o país receptor apresenta um sistema financeiro desenvolvido, e quando há estabilidade no sistema financeiro internacional. No entanto, autores que pertencem à mesma ortodoxia econômica reconhecem que efeitos negativos podem ocorrer, particularmente quando o mercado doméstico estiver demasiadamente protegido das falências a ponto de favorecer a tomada excessiva de risco. Nesse caso, a entrada de capital estrangeiro pode colocar os credores em posição de vulnerabilidade, acentuando a fragilidade financeira e restringindo, no final, o crescimento econômico.

Prasad, Rajan e Subramanian (2007) detectam uma correlação positiva, não entre influxo de capital estrangeiro e aceleração do crescimento, mas, pelo contrário, entre superávits em transações correntes e crescimento. Isso significa que países em desenvolvimento que obtiveram crescimento econômico expressivo têm capacidade limitada de absorção de capital externo e possuem mercados financeiros incipientes.

Ostry (2010) argumenta que um forte fluxo de capitais em países emergentes produz bolhas nos preços dos ativos financeiros e aprecia excessivamente a moeda nacional. Isso reduz a competitividade das exportações e, devido a mudanças na estrutura de preços relativos e outras distorções de mercado, gera uma situação de ineficiência dos investimentos.

Bresser-Pereira e Gala (2007) observam que os fluxos financeiros têm pouco impacto sobre a taxa de acumulação de capital, uma vez que provocam apreciação cambial, resultando em aumento artificial do salário real. Como consequência, há substituição da poupança doméstica por poupança externa, a qual financia a expansão do consumo e não a do investimento. Para esses autores, o aumento do investimento somente pode ocorrer quando a taxa de retorno for muito superior à taxa de juro de longo prazo, de modo a desencadear queda na propensão marginal a consumir.

---

<sup>4</sup> Em consonância com o argumento clássico de Feldstein e Horioka (1980), segundo o qual um país não necessariamente precisa de poupança doméstica para crescer; basta que ofereça condições de segurança a investidores estrangeiros para obter poupança externa.

Rodrik e Subramanian (2009) mostram que o principal constrangimento ao crescimento econômico nos países em desenvolvimento não é a falta de poupança, mas a falta de oportunidades de investimento. Destacam que a entrada de capitais pode exercer efeitos macroeconômicos menos desejáveis, incluindo expansão monetária rápida, pressão inflacionária, apreciação cambial e ampliação dos déficits em conta corrente. A apreciação da taxa de câmbio real reduz a lucratividade e as oportunidades de investir nos setores de bens comercializáveis, resultando em efeitos adversos sobre o crescimento de longo prazo.

Mishkin (2005), um teorista do desenvolvimento financeiro como promotor do crescimento econômico, reconhece que geralmente essa causalidade é tênue: a globalização financeira geralmente leva a crises financeiras “devastadoras”, o que nem sempre encoraja o desenvolvimento. Edwards (2007), outro defensor da liberalização financeira, ao avaliar os impactos da abertura financeira sobre dados de vários países, conclui que, uma vez iniciada uma crise, mercados com maior mobilidade de capitais são mais sujeitos a se defrontarem com mais altos custos em termos de declínio do crescimento.

Os fluxos financeiros internacionais se dividem basicamente entre os movimentos de investimento direto (na produção) e os movimentos de investimento de carteira (portfólio).

## II.1— Investimento estrangeiro direto (IED)

O IED, embora concirna operações intertemporais e de longo prazo<sup>5</sup> e pareça envolver estratégias de desenvolvimento econômico, não consegue prover evidência robusta suficiente acerca da relação causal entre integração financeira e crescimento. Supostamente, o ingresso de poupança externa reduz os custos de investimento e aumenta o estoque de capital e de PIB *per capita* (Henry, 2006); gera investimentos adicionais e estimula o *catch up* dos países em desenvolvimento. Mas, na realidade, os IED pós-liberalização na periferia em geral são marcados de forma predominante por um caráter de substituição dos capitais nacionais por capitais estrangeiros, apresentando um efeito *crowding out* sobre os investimentos domésticos (Singh, 2002).

Economias emergentes integradas financeiramente parecem atrair uma fatia grande de fluxos de IED, os quais carregariam o potencial de gerar *spillovers* tecnológicos e servir como um condutor para a introdução de melhores práticas produtivas e gerenciais. Os *spillovers* podem elevar a produtividade agregada e, então, aumentar o crescimento econômico. Nesse quesito,

---

<sup>5</sup> Essa característica se enfraquece diante do processo de flexibilização dos investimentos e da inovação financeira. A securitização, por exemplo, amplia o grau de liquidez dos ativos securitizados.

contudo, até autores ortodoxos, como Carkovic e Levine (2002), admitem que o IED não apresenta nenhum *spillover* tecnológico partindo das firmas multinacionais para as empresas domésticas.

Na verdade, com o processo de internacionalização das cadeias produtivas, assiste-se à redução das vias convencionais de acesso à tecnologia através dos contratos de *know how*, licenças de patentes ou serviços técnicos. A partir do momento em que se abaxem as restrições sobre importação e sobre os IED, contrai-se o comércio da tecnologia. A internalização de mercados externos via IED representa para a firma multinacional uma estratégia mais acertada do que a de participar apenas através do comércio de patentes numa estrutura produtiva alheia que não corresponde aos seus padrões de competitividade. Essa estratégia de internalização garante maior proteção da tecnologia, uma proteção que está também realçada pela forte tendência atual à elevação dos direitos de propriedade intelectual, inibindo cada vez mais a transferência de tecnologia.

Naturalmente, o investimento estrangeiro não atende a outro processo inovativo senão o próprio, o qual pode ou não coincidir com a eficiência da economia nacional receptora. Ou seja, não é o local da inovação que é relevante para o IED, mas a apropriação de seus resultados, e como os resultados são mais importantes nos países de origem, as multinacionais mantêm invariavelmente o desenvolvimento de seus programas tecnológicos no exterior. Podem eventual e residualmente encomendar a empresas nacionais parte de sua demanda, incluindo-as parcialmente em seus processos de inovação. Porém, essas inclusões são frequentemente conotadas por sérias restrições contratuais, constituindo em verdadeiro custo oculto de negócio.

Uma questão não resolvida pela teoria econômica é se, como determinante do investimento, predominam as vantagens de origem, transplantadas para o país receptor do investimento, ou as vantagens de localização específicas deste (Alverson, 1991). Muitos estudos demonstram, todavia, que a presença do capital estrangeiro nos setores produtivos se faz normalmente em situações que se caracterizam por exigências de capital, tecnologia, gerenciamento, financiamento ou de publicidade em nível muito mais alto do que a média local. Esse contexto de elevada concentração industrial é o que constitui as vantagens de localização do capital estrangeiro, provocando tendências à monopolização dos setores onde atua. Em grande número de casos, o padrão de comportamento do IED reproduz formas oligopolísticas encontradas no país de origem (Newfarmer e Frischtak, 1992).

É fato, ao que resulta dos dados disponíveis, que o IED tem trazido práticas não competitivas aos mercados anfitriões, tais como *dumping*, concorrência desleal e *transfer pricing*, levando à

eliminação de indústrias nacionais. Pondera-se que a concentração não resultaria necessariamente em diminuição de eficiência econômica: o IED, ao mesmo tempo em que altera a estrutura de custos e conduz a um número mais restrito de produtores, poderia criar demanda local adicional por fatores e acesso a mercados externos, aumentando a competição real apesar da concentração acrescida. Ainda, não seria maléfica à economia nacional, tendo em vista que os recursos liberados poderiam ser mais bem empregados em outros segmentos mais eficientes. Mas, na realidade, essa hipótese de realocação tem-se mostrado frequentemente ilusória.

A hipótese clássica, mais fundamental, é de que o movimento de capitais, num ambiente de livre mobilidade, obedeça ao retorno marginal do capital, fluindo para os países em desenvolvimento, onde as taxas de lucro estariam mais elevadas<sup>6</sup>. Ocorre que, por si só, a taxa de retorno de capital num mercado estrangeiro não parece ser determinante do IED. Análises fundadas na própria teoria neoclássica do investimento estrangeiro não encontraram vínculos diretos entre uma taxa de lucro mais elevada nos países em desenvolvimento e o afluxo de novos capitais (Yelpaala, 2009). A competição entre os países, as estratégias das multinacionais de estarem presentes em todos os mercados<sup>7</sup> e suas possibilidades de praticar *transfer pricing* minimizam sobremaneira a importância dos retornos nas decisões de localização. Ainda que os investidores possam levar em consideração a existência de incentivos destinados a elevar a taxa de retorno, tais incentivos não podem representar, em nenhuma hipótese, o indutor principal do investimento direto<sup>8</sup>.

No contexto de acirramento da concorrência oligopolística mundial, o IED segue uma tendência de, por um lado, ocupar parcelas de mercados nacionais via formação de vantagens competitivas e, por outro, fortalecer as cadeias produtivas globais, definindo estratégias de produção e de investimento conforme as vantagens comparativas de cada economia hospedeira. No primeiro caso, quando a produção está voltada para o mercado interno sem preocupação de substituição de importações ou de incremento de exportações, o IED traz o risco de sério dano à balança de pagamentos, devido à remessa de lucros e dividendos que implica. No segundo caso, quando as vantagens comparativas de um país se concentram nos

---

<sup>6</sup> A teoria parece de difícil comprovação, porque os dados relativos à taxa de retorno, exatamente pela característica das firmas multinacionais, são pouco confiáveis. Quando existentes, podem refletir diferenças de risco ou condições oligopolísticas do novo investimento em comparação com a unidade produtora no país de origem.

<sup>7</sup> A competitividade de uma firma num determinado mercado depende da sua posição nos demais mercados (Porter, 1986. pp.15-60).

<sup>8</sup> O impacto dos incentivos fiscais parece ser apenas psicológico. A razão para a ineficácia desses incentivos é que o resultante aumento da taxa de retorno é necessariamente absorvido pelo fisco do país de origem.

recursos naturais, o IED gera uma estrutura produtiva na qual os produtos primários crescem mais do que os manufaturados, podendo (re)primarizar ou desindustrializar a economia. Isso vem sendo visto com preocupação por parte de muitos autores (Garcia, 2008; Gonçalves, 2003; Coutinho, 1997; Laplane e Sarti, 2006; entre outros), que assinalam que as atividades primárias têm baixo valor adicionado, baixo conteúdo tecnológico; seus preços são voláteis e colocam o problema da deterioração dos termos cambiais de troca. Outros avaliam, porém, que se pode agregar valor aos produtos básicos e que, ainda, diferentes países se desenvolveram a partir da exportação de primários, como Austrália e Canadá.

## II.2— Investimento estrangeiro em carteira (IEC)

Os estudos divergem também quanto aos motivos de atração ou de afastamento dos investimentos estrangeiros em carteira (IEC) nos mercados emergentes. Dividem-se, fundamentalmente, entre os que discutem a importância respectiva dos fatores externos (*push factors*) e dos fatores domésticos (*pull factors*); e, aqueles que investigam a dicotomia entre equilíbrio de portfólio e caça ao lucro (*return chasing*), presente nas decisões dos investidores. Muitos autores, como Taylor e Sarno (1997), Calvo, Leiderman e Reinhart (1996) ressaltam que os fluxos de capitais têm sido impulsionados, sobretudo, pela queda da taxa internacional de juros. No estudo de Veríssimo e Holanda (2004), os desvios da paridade descoberta da taxa de juro (PDJ)<sup>9</sup>, junto com o risco país, são as variáveis mais importantes para explicar o comportamento do investidor estrangeiro. Esses autores testam a hipótese de que um choque positivo na PDJ implica numa redução dos fluxos de investimento em títulos de renda fixa a favor da compra de título pós-fixados, sugerindo um movimento de recomposição e equilíbrio das carteiras em função da elevação da taxa doméstica de juros.

A estratégia de reequilíbrio de portfólio se define pelo comportamento segundo o qual os investidores vendem os ativos valorizados (“papeis vencedores”) e compram os desvalorizados, de forma a manter um portfólio balanceado. Disparidades nos preços de ativos estrangeiros em relação aos preços domésticos, assim como os riscos cambiais, são motivos de recomposição das carteiras, independentemente dos retornos diretos e das disparidades de juro (Hau e Rey, 2004). O risco cambial é o fator decisivo nos modelos de portfólio equilibrado (Fang e Miller, 2002).

Baek (2006) compara os fluxos de IEC nos países asiáticos com os da América Latina. No primeiro caso, o IEC é fortemente dominado por fatores externos, principalmente pela

---

<sup>9</sup> Variação da taxa de juros de curto prazo acima de sua tendência.

disposição dos investidores em buscar novas oportunidades de ganho e de diversificação de suas aplicações. No segundo caso, para os países latino-americanos, o motivo principal de atração de capitais se encontra nas potencialidades de crescimento econômico. O autor conclui que o IEC na Ásia é mais volátil e temporário do que na América Latina.

Bohn e Tesar (1996) avaliam a hipótese das oportunidades de lucro como motivo de IEC, examinando as compras líquidas norte-americanas em ações estrangeiras. Concluem que os determinados investidores são motivados por oportunidades pontuais de investimento (*return chasing*) e não por transações para manter o equilíbrio de portfólio. As decisões de IEC são também fortemente influenciadas pelos retornos passados (Froot e *al*, 2001), fato que corrobora com a tese de *return chasing*. De Santis e Luhrmann (2009) mostram, como Veríssimo e Holanda (2004), que são os desvios da PDJ que provocam recomposições de portfólio e afetam os fluxos internacionais de capital.

Em oposição, Bekaert e Harvey (1998) argumentam que a queda de retorno esperado nos mercados emergentes logo após a sua integração financeira mundial não reduziu os fluxos de IEC nesses mercados, rejeitando a hipótese de *return chasing*. Na mesma linha de análise, Aggarwal, Klapper e Wysocki (2003) destacam os fatores internos (*pull factors*) como determinantes dos fluxos de capital para economias emergentes. Afirmam que as características dos países que atraem maiores investimentos estrangeiros em termos de variáveis macroeconômicas são: PIB *per capita*, políticas macroeconômicas estáveis, regime de câmbio flutuante e maior capitalização do mercado de capitais. Em termos de variáveis de governança corporativa, importariam para o investidor estrangeiro a proteção dos acionistas, a “adequação” da legislação sobre capital estrangeiro e a qualidade da prestação de contas. Em Albuquerque (2003), o risco *default* é um *pull factor* que explica a alta volatilidade e baixa persistência dos fluxos de investimentos em carteira nos países em desenvolvimento. Porém, uma mudança nas condições de solvabilidade de um país em desenvolvimento pode se explicar pela queda das taxas de juros internacionais e, assim, não pode ser interpretada como um *pull-factor* (Fernandez-Arias, 1996).

Em algumas interpretações, as reestruturações de portfólio são explicadas pela legislação sobre o capital estrangeiro. Nesse caso, a inadequação institucional dos países aos processos de globalização indica a existência de assimetria de informações. Tendo em vista os problemas de informação, os capitais de curto prazo, com grande potencial de volatilidade, são extremamente sensíveis a qualquer mudança de comportamento que se apresente nos mercados financeiros internacionais. Menores rumores pessimistas levam os investidores a retirar em massa seus capitais dos países periféricos para invertê-los em mercados mais seguros dos países



desenvolvidos (*flight to quality*), reestruturando rapidamente suas carteiras e gerando instabilidade (Furman e Stiglitz, 1998).

Os estudos que consideram a instabilidade financeira como consequência de falhas intrínsecas aos próprios mercados financeiros têm desenvolvido conceitos relacionados a contágio, *moral hazard* e seleção adversa para caracterizar a volatilidade dos mercados (Stiglitz, 2003). Assimetrias de informações, em sincronia com a incerteza nos mercados financeiros, provocam contágios e aumentam o risco de crise. Também, a instabilidade encontra explicação na noção do risco moral (*moral hazard*). O argumento é de que a abertura financeira provoca uma expansão acentuada de financiamentos que eleva excessivamente os empréstimos arriscados de curto prazo, motivados por um movimento de seleção adversa (Mishkin, 2000). Antes desses estudos, os autores Corsetti, Pasenti e Roubini (1998) interpretaram a crise asiática de 1997 como a consequência da existência de um volume de empréstimos mal selecionados, superior ao das reservas cambiais<sup>10</sup>.

Minsky (1986) desenvolveu outra linha de análise, na qual destaca as mudanças de comportamento dos credores e devedores de acordo com o momento do ciclo financeiro, que é fortemente determinado pelas expectativas de mercado. Na medida em que o sistema bancário cria moeda, o que se observa é que nos momentos de expectativas favoráveis há um grande aumento da oferta de financiamento que inclui devedores com menores graus de solvência. Ainda, as inovações financeiras, mais fecundas nos períodos expansivos do ciclo, provocam a impressão de que os riscos estão cobertos e geram novas possibilidades de endividamento. A termo, esse processo expansivo de endividamento desemboca necessariamente numa situação de escassez de liquidez que, por sua vez, pressiona as taxas de juro, dando lugar a estruturas financeiras cada vez mais frágeis. Essa dinâmica pró-cíclica acaba por produzir uma reversão imprevisível das expectativas que, por sua vez, deflagra crise de liquidez e bloqueia a oferta de crédito.

Amado (2003) demonstra que os ciclos do sistema financeiro internacional seguem um comportamento tipicamente mynskiano e são relevantes para explicar as flutuações econômicas nos países em desenvolvimento. Estas, por apresentarem carências em inovação e tecnologia, e por não possuírem moedas conversíveis, suas taxas de investimento não dependem somente da eficiência marginal do capital, mas também dos ciclos de liquidez internacional. Durante a fase ascendente deste ciclo, os fluxos de financiamento externo

---

<sup>10</sup> A crise do sudeste asiática do final da década de 1990 se deveu a saídas abruptas de capital em países (Tailândia, Singapura, Taiwan, Indonésia, Coreia do Sul, etc.) que não sofriam deterioração em seus fundamentos econômicos, nem reduziram suas taxas de juro.

flexibilizam as restrições internas, e sua disponibilidade garante a solvência do balanço de pagamentos e provoca ilusão de estabilidade, possibilitando o crescimento econômico. Porém, devido à adversidade da elasticidade de comércio exterior das economias dependentes<sup>11</sup>, a oferta de liquidez amplia os déficits comerciais e acentua o processo de endividamento. Uma situação de endividamento exacerbado provoca racionamento<sup>12</sup> do crédito estável de longo prazo e envolve fluxos de capitais com perfil especulativo, os quais buscam aplicações arriscadas de curto prazo e cobram spread alto. A contração dos fluxos de capital e seu encarecimento ocorrem no momento em que as economias endividadas precisam refinar suas dívidas. Simultaneamente, qualquer movimento de aumento das taxas de juro nos países desenvolvidos provoca fugas de capitais vinculados aos países não desenvolvidos. Em suma, nos períodos ascendentes dos ciclos financeiros, a escassez de liquidez daí decorrente é mais acentuada para as economias periféricas, provocando efeitos desastrosos sobre os ciclos de crescimento econômico (Resende e Amado, 2007).

Na situação em que se estimula grande ingresso de capital e alto endividamento, qualquer cenário de mudança nos mercados financeiros internacionais afeta o comportamento dos investidores, podendo provocar reversões de recursos. Diante da menor expectativa desfavorável, a fuga de capital dos países da periferia, acentuada pelo comportamento de manada, pode causar um *overshooting* cambial. A reversão súbita dos fluxos de capital é capaz de exacerbar o déficit da conta financeira do balanço de pagamentos e, conseqüentemente, ser elemento central de crises externas. Quanto maior for o peso dos capitais voláteis, tanto mais sujeita à instabilidade e vulnerabilidade estará a economia, mesmo quando os indicadores macroeconômicos domésticos melhorem e o diferencial de juro com o resto do mundo esteja acrescido.

Nesse processo, ocorre uma inversão da relação tradicional de causalidade entre o fluxo de capital de um lado e, de outro, as variações esperadas nas taxas de juro, no preço dos ativos e no câmbio. Esses três últimos parâmetros, que costumavam determinar o investimento estrangeiro, passam a ser definidos pelo próprio fluxo de capital, cujo comportamento segue uma lógica predominantemente especulativa.

A preferência pela liquidez nos momentos de crise especulativa pressiona as taxas de juro, leva a uma persistente queda da participação relativa do capital produtivo no estoque de capital

---

<sup>11</sup> A elasticidade-preço da demanda de importações é mais elevada do que a elasticidade-preço da oferta de exportações.

<sup>12</sup> Segundo a categorização desenvolvida por Minsky, economias com elevada vulnerabilidade externa são classificadas como unidades especulativas ou *ponzi*, que, nos períodos de reversão cíclica da liquidez, sofrem um racionamento de crédito mais intenso.

total, provoca uma expansão rápida da renda de juros, assim como uma alta carga financeira sobre a economia, entravando o crescimento sustentado. Essa tendência de predomínio das atividades financeiras sobre as produtivas é a que muitos autores chamam de financeirização das economias (Chesnais, 2004; Epstein, 2005).

Numa perspectiva pós-keynesiana, a questão da instabilidade é endógena ao modelo, não sendo resultante de problemas institucionais ou de falhas de mercado. A sua explicação está nas mudanças de comportamento de credores e devedores, de acordo com o momento do ciclo financeiro, que é fortemente determinado por expectativas de mercado. Nesse sentido, as economias periféricas são extremamente vulneráveis à volatilidade intrínseca dos fluxos de capitais internacionais, submetidos a uma dinâmica exógena (Prates, 2009)

Nos países do Mercosul, pode-se verificar que o balanço de pagamentos se torna mais e mais volátil e instável à medida que incorpora fluxos de capitais com viés especulativo e de curto prazo. Os fluxos de curto prazo são bastante dependentes dos ciclos de liquidez internacional em geral, e da variação da taxa de juros americana, em particular. Isso foi verificado, mais uma vez, na crise do *subprime*, quando esses países sofreram forte retirada de capital, mesmo que seus fundamentos macroeconômicos fossem avaliados como sendo sólidos. A volatilidade foi tanta que teve impactos sobre as taxas de juro e sobre o crescimento econômico. A crise só não foi desastrosa por conta da redução da dívida externa pública, da presença de excedentes comerciais e da acumulação de reservas cambiais.

### **III— Movimentos de capital e desempenho econômico nos países do Mercosul — comparação dos períodos pós e pré-abertura econômica.**

O período de industrialização substitutiva de importações (1930-1980) nos países que hoje formam o Mercosul foi marcado pelo elevado dinamismo econômico. A taxa média anual de crescimento do produto interno bruto, entre 1950 e 1980, foi da ordem de 7% no Brasil, 3,8% na Argentina e 2,6% no Uruguai. No conjunto do Mercosul, a taxa de crescimento do capital fixo se elevava a 4,5% na média, as taxas do PIB *per capita* cresciam 3% e outros indicadores eram favoráveis, apesar do rápido crescimento populacional e dos intervalos de crises sofridos no início dos anos de 1960 e nos meados da década de 1970.

Na primeira metade da década de 1960, as condições endógenas de reprodução do modelo de substituição de importações se esgotaram, impedindo a continuidade do crescimento econômico. Uma das explicações para essa perda de dinamismo se encontra nas próprias condições estruturais em que o regime de acumulação se desenrolava: um regime de crescimento lucrativo e concentrador, onde os ganhos de produtividade não contribuíam

adequadamente para o crescimento dos salários, comprometendo a evolução da demanda agregada. Recorreu-se então ao capital externo, tanto para compensar a incompatibilidade entre a evolução da produtividade e a evolução da demanda, quanto para remediar à falta interna de um núcleo desenvolvido de bens de capital.

Depois do apelo à poupança externa, a taxa de participação dos ingressos líquidos de capital estrangeiro no PIB desses países dobrou nos anos de 1970, passando de 0,14% a 0,23% na Argentina, e de 0,17 para 0,32% no Brasil (Twomey, 1996). Em termos absolutos, a entrada de recursos externos pode ser observada no Brasil através da evolução do saldo da Conta Capital e Financeira. De uma média anual extremamente baixa de US\$ 233,5 milhões no período 1950-1967, esse saldo saltou para uma média de US\$ 6,3 bilhões no período 1968-1982, representando um crescimento extraordinário de 2698% (Ipeadata, 2010). Esse forte incremento de fluxos de capitais, como se pode observar, não correspondeu a ganhos reais em termos de taxa de crescimento, a qual foi de apenas 1,2 ponto percentual para o Brasil, visto que o crescimento médio anual do PIB brasileiro passou de 6,3% no período 1950-1967 para 7,5% no período 1968-1982. O resultado foi negativo na Argentina, onde a taxa média anual de crescimento registrou um recuo de 6,1% para 5,0% entre os dois períodos em questão. O mesmo fenômeno se produziu no Uruguai, onde o crescimento do PIB caiu para 0,92% no período 1970-1982<sup>13</sup>.

Ao longo da década de 1970, apesar de maus fundamentos macroeconômicos (alta relação DLSP/PIB, alta inflação, desequilíbrios nos balanços de pagamentos), as economias do Cone Sul recebiam recursos externos e apresentavam altas taxas de crescimento no conjunto. No final da mesma década, porém, padeceram o segundo choque do petróleo e a elevação dos juros internacionais que contribuíram para uma expressiva queda do PIB logo na entrada dos anos de 1980<sup>14</sup>. Ao longo destes anos, enfrentaram alto serviço da dívida externa, falta de financiamento internacional e crescentes déficits públicos, o que gerava desequilíbrios internos e externos profundos. Tiveram que realizar severos ajustes externos recessivos que inflamavam a inflação e bloqueavam o crescimento econômico devido, principalmente, à contenção da demanda por importações. Tornou-se claro então que estas economias, que antes pareciam tomar o rumo do desenvolvimento, haviam perdido sua trajetória de expansão, encurralando-se na estagflação, sendo que a taxa média anual de crescimento do PIB no conjunto do Mercosul foi apenas 1,5% nos anos de 1980.

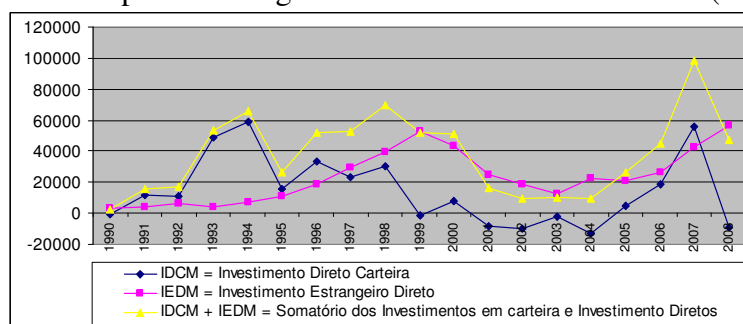
---

<sup>13</sup> As médias anuais das taxas de crescimento do PIB são calculadas a partir dos dados dos Bancos Centrais dos respectivos países.

<sup>14</sup> Em 1979, os Estados Unidos decidiram retomar os dólares externos de forma brutal, elevando a sua taxa básica de juros de 2% para 6%.

Na década de 1990, num contexto de globalização e de superliquidez internacional, o capital estrangeiro voltou a ingressar nesses países sob forma de investimentos diretos e de portfólio, e não mais via empréstimos bancários como nas décadas anteriores. Os saldos dos investimentos em carteira observados a partir da liberalização financeira não têm precedentes históricos nesses países, com valores que atingiram cerca de 100 vezes a média vigente na década de 1970. Esses investimentos, somados aos investimentos diretos, saltaram dos US\$ 3,5 bilhões de 1990 para cerca de US\$ 19 bilhões já em 1991, e se mantiveram depois a uma média anual de US\$ 50 bilhões até 1998, quando acusaram forte retração após o estouro da crise na Ásia em 1997. A escassez de capital estrangeiro que se seguiu foi prolongada em consequência das crises financeiras que precederam a crise asiática: a crise russa em 1998, a do Brasil em 1999, da Turquia e da Argentina em 2001 e a do Brasil novamente em 2002.

Gráfico 1. Fluxo de capitais estrangeiros no Mercosul – 1990-2008 (milhões de US\$)

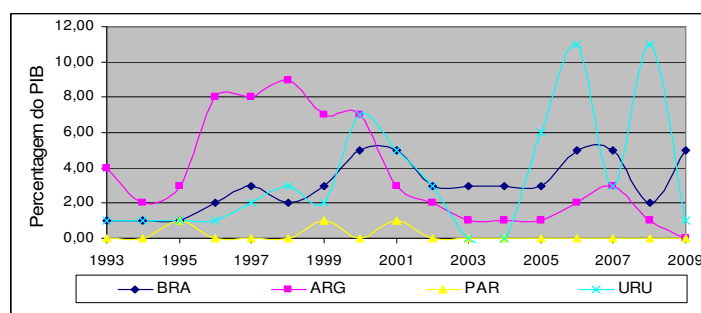


Fonte : elaboração própria a partir de dados da CepalStat.

A partir de 2004, no contexto pós-crise e de excesso de liquidez internacional, os investimentos estrangeiros retornaram outra vez aos países emergentes. Entre 2004 e 2007, o total dos investimentos estrangeiros no Mercosul passou de US\$ 9,3 bilhões a cerca de US\$ 100 bilhões. Em 2007, segundo os dados da Cepal, a parte dos IEC no total dos ingressos representava 57%, contra 41% para os IED. A relação Investimento estrangeiro/PIB na Argentina saltou de 0,64% a mais de 2%, entre 1990 e 1993, para atingir o seu recorde histórico de 9% em 1998. No Brasil, essa taxa passou de 0,36% em 1990 para 1% em 1993, e seu mais alto nível foi alcançado em 2006, com cerca de 5,5%<sup>15</sup>. Como mostra o gráfico abaixo, essas taxas foram muito mais oscilantes no caso do Uruguai, declinantes na Argentina, relativamente estáveis no Brasil e quase nulas no Paraguai.

Gráfico 2. Relação investimento estrangeiro/PIB (1993-2009)

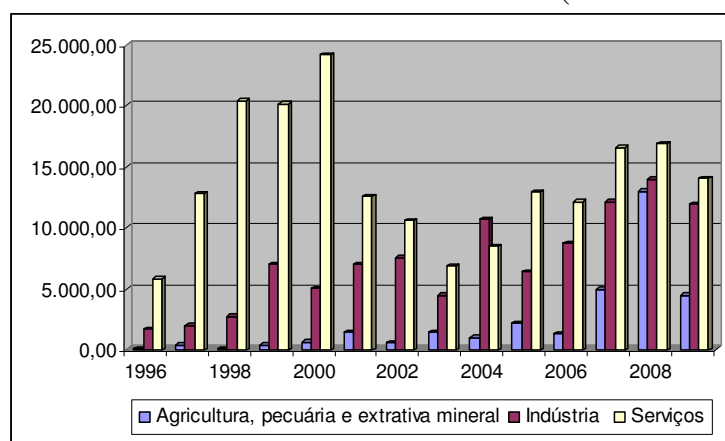
<sup>15</sup> Taxas calculadas a partir dos dados da UNCTAD e dos Bancos Centrais do Brasil e da Argentina.



Fonte : elaboração própria a partir de dados da CepalStat.

As aquisições por não-residentes de ações nas bolsas dos países do Mercosul apresentaram uma recuperação significativa e persistente, que se intensificou nos anos 2005-2008, gerando fortes pressões sobre o preço dos ativos. Esses investimentos continuaram a se orientar, como nos anos de 1990, para a área de serviços por mais de dois terços. Mas a partir de 2004, os IED foram bastante estimulados pelas perspectivas de lucro com as ações domésticas de empresas produtoras de commodities, como siderúrgicas, mineradoras e alimentícias, num contexto de apreciação da taxa de câmbio (Freitas e Prates, 2008).

Gráfico 3. Destino setorial dos IED no Mercosul (milhões de dólares)



Fonte : elaboração própria a partir de dados da CepalStat.

Houve um intenso crescimento das aplicações de não-residentes em títulos públicos, principalmente a partir de 2006, quando, no Brasil, atingiram US\$ 11 bilhões, contra apenas US\$ 0,7 bilhão em 2005. Os títulos públicos representam a maior parcela dos ativos a rendimentos fixos, os quais ocuparam, em 2009, mais de 28% do total dos investimentos de carteira, contra 67,5% para as ações (Banco Central do Brasil). Nos quatro países do bloco, os títulos públicos se tornaram os principais papéis financeiros.

A participação do controle estrangeiro sobre o sistema bancário dos países do Mercosul, também, apresentou um considerável aumento, passando, no caso do Brasil, de 10,5% no ano de 1996 para 30% em 2001, caindo em seguida para o índice de 22% a partir de 2006

(BACEN, 2007)<sup>16</sup>. Nos demais países do Mercosul, principalmente na Argentina, a forte presença dos bancos estrangeiros persiste. A sua participação no total do crédito concedido às economias nacionais, apesar de ter crescido, permanece sempre menor que os percentuais dos bancos nacionais. Os bancos estrangeiros no Mercosul, a exemplo dos bancos privados nacionais, atuam como instituições predominantemente orientadas para o financiamento do elevado déficit público e para a prestação de serviços, especializando-se nas operações de tesouraria. Ainda, com seu caráter oligopolista, provocaram maior concentração bancária (BRANDÃO, 2009, p. 7-9).

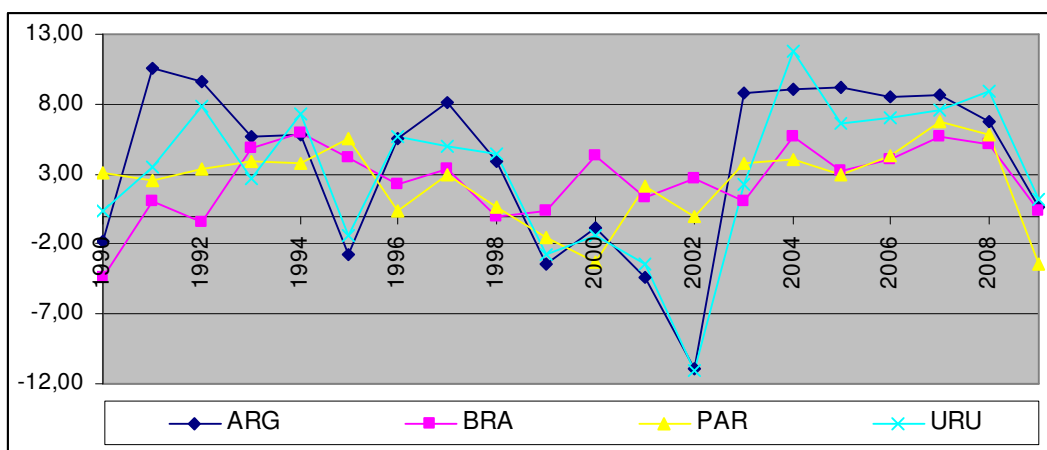
No que tange o desempenho econômico pós-liberalização, pode-se observar nos países do Mercosul dois ciclos curtos de crescimento relativamente baixo, 1994/1998 e 2004/2008. Esses ciclos foram nitidamente definidos por condições de liquidez internacional e interrompidos por fortes recessões nos momentos de reversão do ciclo de liquidez. No quadriênio 1993-1996, o aumento da liquidez externa foi acompanhado de um crescimento médio do PIB de 4,4% a.a. no Brasil, 3,6% na Argentina e 2,9% no Uruguai e Paraguai. Nota-se que Uruguai e Paraguai obtiveram as mais baixas taxas de crescimento no período, enquanto que o seu grau de abertura era superior ao do Brasil e da Argentina. Em 1995, a relação comércio exterior/PIB dos quatro países era respectivamente 45%, 68%, 21,3% e 28,3% (Cepal, 2005).

A partir de 1997 e até o ano de 2002, esses países entraram num período de crise, tendo realizado taxas médias de crescimento negativas para Argentina (-1,3) e Uruguai (-3), e taxas quase nulas para Brasil (0,2) e Paraguai (0,25), em consonância com a fuga do capital internacional. O regresso desse capital entre 2004 e 2008 coincidiu novamente com a volta do crescimento econômico, quando os PIB brasileiro e paraguaio apresentaram uma média anual de crescimento da ordem de 5% e os da Argentina e do Uruguai cresceram 9,5%. Essas taxas relativamente elevadas não significam, todavia, uma real recuperação econômica, visto que são calculadas a partir de uma base muito baixa de comparação. Ainda, antes que essas economias pudessem consolidar uma tendência de crescimento, sofreram a nova crise financeira mundial de 2007/2008, e sua taxa de crescimento foi, no conjunto, rebaixada para zero em 2009.

Gráfico 4 – Taxa de crescimento do PIB nos países do Mercosul (a preços constantes de 2000).

---

<sup>16</sup> Essa queda se deveu essencialmente à estratégia defensiva e sucedida dos bancos privados nacionais.



Fonte : elaboração própria à partir de dados da CepalStat.

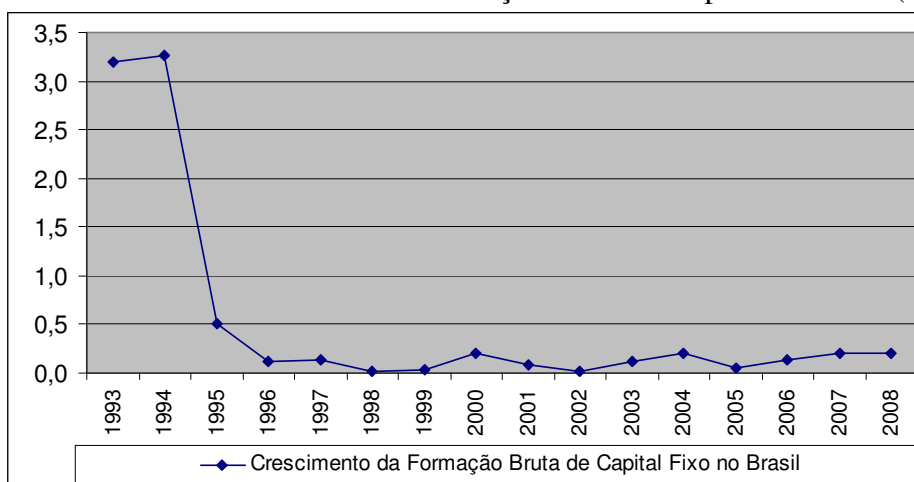
Como ocorreu nas décadas de 70 e 80, o desempenho econômico dos países membros do Mercosul nas décadas subsequentes acompanhou a evolução da liquidez internacional, mas de forma menos elástica quando se tratou de evolução favorável, e drasticamente elástica quando se tratou de mudança desfavorável. Ou seja, a escassez de recursos externos coincidiu com fortes contrações do PIB, ao passo que a sua disponibilidade ou abundância não combinou com expressivas recuperações econômicas.

Comparado com os anos de 1970, o crescimento registrado ao longo do período pós-liberalização (1990-2000) foi baixo e pífio, mesmo que superior ao crescimento médio da década de 1980. Com exceção da Argentina, as taxas pós-liberalização de crescimento anual foram em média inferiores àquelas registradas para a década de 1970. Uma maior disparidade de desempenho econômico entre esses dois períodos foi observada no Brasil, país que representa mais de 77% do PIB do Mercosul. O crescimento médio anual neste país caiu do seu nível de 8,1% dos anos 1970, para 2,6% no período 1990-2009.

O dinamismo econômico permaneceu baixo apesar do bom desempenho exportador, da entrada de capitais e da estabilidade de preços. A participação do Mercosul no PIB mundial se contraiu, a produtividade total dos fatores não interrompeu sua longa trajetória declinante, e seu nível se afastou ainda mais daquele dos países desenvolvidos. A formação bruta do capital passou de uma taxa média de 22% nos anos de 1970, para menos de 15% na década de 2000. As taxas de acumulação de capital fixo caíram para o nível mais baixo, a despeito da reestruturação industrial provocada pela adesão ao modelo neoliberal. O nível de investimento em capital permaneceu muito baixo para poder sustentar o crescimento de longo prazo e, tampouco, elevar o PIB *per capita*, cujo crescimento médio anual, entre 2000 e 2009, ficou em 2,5%, 2,1% e 0,4, respectivamente na Argentina, Brasil e Uruguai, contra 3% no período 1950-1980 para o conjunto dos países do Mercosul.



Gráfico 5– Taxa de crescimento anual da Formação Bruta de Capital no Brasil (1993-2008)



Fonte: elaboração própria a partir de dados da Ipeadata.

Não obstante o expressivo ingresso de capitais externos no período da globalização, a amplitude dos ciclos e as taxas de acumulação são as mais baixas de toda a história do capitalismo industrial dos países do Mercosul. O nível geral de emprego no conjunto aumentou, entre 1996 e 2006, a uma taxa média limitada de 1,1%, muito abaixo da taxa média de crescimento da população economicamente ativa, de quase 2%. Os IED não alteraram esse padrão de estagnação da acumulação produtiva. Grande parte dos recursos que entraram nos anos de 1990 e de 2000 se deveu às privatizações e foi destinada principalmente ao setor de serviços e à compra de títulos públicos, de modo que pouco impactou na expansão da capacidade produtiva.

A explicação desse fraco desempenho encontra-se nas desfavoráveis configurações estruturais particulares do período pós-liberalização, que são ocultadas por trás de bons fundamentos econômicos excessivamente propagados pelo discurso oficial e pela mídia. Enquanto as políticas de adesão ao neoliberalismo vêm gerando taxas de investimento e de crescimento bem próximas daquelas da chamada “década perdida” de 1980, assim como taxas recordes de desemprego, os indicadores internacionais de confiança assinalam grandes melhoras desses países. Trata-se, na verdade, de uma evolução tal como interpretada pelo mercado financeiro global, que só se preocupa com o “risco país”, isto é, a capacidade de pagamento aos credores. A avaliação da situação é completamente diferente quando se trata de considerar a vulnerabilidade externa dessas economias, a qual cresce à medida que aumentam os fluxos internacionais de capital.

A política econômica ficou centrada nos equilíbrios financeiros de curto prazo e dominada pelas expectativas dos mercados financeiros globalizados. Estes mercados consolidaram sua

hegemonia mundial nos anos 1980 e 1990, depois que conseguiram se desvencilhar dos controles regulatórios e ampliar suas fronteiras, negociando moedas e ativos financeiros diversos. Desenvolveram dispositivos de securitização que permitiram uma expansão desenfreada do endividamento via títulos e articularam os mercados de créditos aos mercados de capitais. Geraram novas operações de mercados derivativos (futuros, opções, *swaps*), associados ao crescimento da atuação dos investidores institucionais.

Observa-se nesse processo de predomínio das finanças um crescimento da esfera financeira em ritmo maior que os investimentos produtivos, que os PIB e as transações comerciais em geral: uma expansão das operações especulativas em negociações que não repassam na mesma proporção recursos para a esfera produtiva (Crotty, 2005), assim como um encurtamento geral dos prazos das aplicações como estratégias dominantes tanto das empresas financeiras quanto das empresas não financeiras. O predomínio da lógica financeira especulativa acompanha-se nos países emergentes de forte deterioração nos perfis das dívidas, de altas taxas reais de juro, de elevados superávits fiscais (necessários para o pagamento de encargos financeiros) e de flutuações mais acentuadas nos valores das moedas, negociadas como ativos financeiros. Nos momentos de mudança de expectativas do mercado, qualquer dúvida quanto à trajetória da política monetária norte-americana gera movimentos de fuga que esvaziam os ativos emergentes, por estes não terem moeda que desempenhe função de reserva internacional de valor e capacidade de amortecer incertezas em âmbito mundial. A volatilidade da Conta Financeira, como vem se mostrando de forma recorrente e mais acentuada no período pós-liberalização, pressiona o câmbio, instabilizando-o, e isso mesmo depois da adoção do regime de câmbio determinado pelo mercado (Correa, Biage, Mollo, 2008, p:5) e a despeito de situações confortáveis nos fundamentos econômicos.

Os efeitos potencialmente desestabilizadores dos investimentos externos sobre os mercados cambiais e financeiros domésticos aumentam na medida dos ingressos de capitais, devido, entre outros fenômenos, ao incremento da relação entre os fluxos e o tamanho reduzido desses mercados. Assim, em decorrência da instabilidade externa, a política econômica fica refém das expectativas dos investidores internacionais, impossibilitada de perseguir objetivos de desenvolvimento nacional. As políticas monetária e cambial ficam restringidas pelas práticas de indexação, tanto dos preços de amplos setores da economia, quanto dos títulos da dívida pública. De um lado, a sensibilidade de parte considerável dos preços internos à variação cambial expande o efeito *pass-through*, que implica inflação nos momentos de saída de capital e de conseqüente depreciação cambial; de outro lado, a indexação de uma grande parcela das dívidas pública e privada à taxa básica de juro impede a redução do valor dos ativos quando

aumenta o juro para limitar a fuga de capital, minando assim o impacto possível da contração monetária sobre o nível de preços. Essa compressão do “efeito riqueza”, num regime de metas inflacionárias, pressiona sempre a taxa de juros para cima, o que estimula a especulação financeira e limita as condições de acumulação de capital produtivo. A elevação exacerbada do custo do capital está na origem de uma queda tendencial persistente da participação do capital produtivo no estoque de capital fixo total.

A partir de 2006 deu-se início a um crescimento vertiginoso das aplicações de não-residentes em títulos públicos, estimulado tanto pela persistência (apesar do contexto de superliquidez internacional) de expressivo diferencial entre os juros reais internos e os juros externos, quanto pela perseverante queda do risco-país. Esses investimentos, com importante parcela de aplicações de renda fixa, foram decisivos na sobrevalorização rápida do real, no caso do Brasil, vez que os movimentos nos mercados futuros se transmitem ao mercado à vista devido às operações de arbitragem. Desde então, a gestão do regime de câmbio flutuante se torna especialmente complexa. As intervenções das autoridades monetárias no mercado de câmbio revelam-se praticamente inócuas no sentido de deter as pressões sobre a apreciação da moeda nacional.

Os investimentos estrangeiros de curto prazo geram efeitos macroeconômicos não desejáveis para as economias emergentes, tanto em seus movimentos de saída, quanto em seus movimentos de entrada. No primeiro caso, isto é, na fase descendente do ciclo financeiro internacional, a fuga de capitais pressiona as taxas de juro, resultando em estruturas financeiras mais frágeis (Minsky, 1986). A reversão súbita dos fluxos de capital produz uma acentuada desvalorização cambial como resultado de um déficit exacerbado da Conta Financeira do balanço de pagamentos e, conseqüentemente, se torna elemento central de deflagração da crise. A preferência pela liquidez nos momentos de crise especulativa gera maior avanço nas taxas e nas rendas de juros, aprofunda o déficit público<sup>17</sup> e aumenta o custo do capital, obstruindo o crescimento real. Nos mercados acionários, dada a grande dimensão dos anteriores fluxos de capitais em relação ao tamanho das bolsas de valores dos países não desenvolvidos, a retração dos investimentos estrangeiros reduz abruptamente os preços dos ativos, que passam a apresentar uma maior volatilidade (Akyüz, 1992 e Devlin, 1995). Os efeitos perversos destes movimentos nos mercados acionários se fazem sentir em termos de formação de capital, emprego e salários reais<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> A carga fiscal líquida expandiu-se em 26%, em resposta às pressões dos mercados financeiros sobre as finanças públicas.

<sup>18</sup> Entre 1990 e 2005, a parcela salarial reduziu-se em 30% do valor que apresentava em 1990.

No segundo caso, o da entrada de capital na fase ascendente do ciclo de liquidez, o forte influxo de recursos produz bolhas nos preços dos ativos financeiros e apreciação excessiva da moeda nacional. A apreciação da taxa de câmbio real aumenta as importações e reduz a lucratividade e as oportunidades de investir nos setores de bens comercializáveis, resultando em efeitos adversos sobre o crescimento de longo prazo (Rodrik e Subramanian, 2009). A oferta internacional de liquidez na segunda metade da década de 2000 só deixou de gerar déficits comerciais depois do recente e forte crescimento das exportações primárias e da melhora nos termos cambiais, como resultados do aumento da demanda externa pelas *commodities* e da substituição da demanda doméstica por vendas ao exterior<sup>19</sup>. Porém, o crescimento via demanda externa se revela insuficiente, pois a dimensão da elasticidade de curto prazo do PIB com relação às exportações de bens e serviços é muito baixa. Ela é, no caso do Brasil, de apenas 0,06. Ou seja, um crescimento de 10% nas exportações brasileiras leva a um aumento de apenas 0,6% no Produto Interno Bruto.

Nos dois casos (ciclo financeiro ascendente e ciclo descendente), a dimensão desproporcional a que chega a carga financeira sobre a produção forma uma base propícia à aceleração do processo de financeirização, um processo que foi desencadeado já nos anos 1980 na base dos ganhos inflacionários. O processo de financeirização avança toda vez em que a acumulação de riquezas tende a se apoiar preponderantemente sobre a conversão direta da forma monetária em mais-valia via transações puramente monetárias ou financeiras, repassando uma proporção decrescente dos recursos para o circuito de produção.

#### **IV— Financeirização e acumulação produtiva.**

A financeirização da economia pode ser expressa em termos da relação acumulação de ativos financeiros/PIB<sup>20</sup> ou da relação encargos financeiros/lucros. A hipótese é de que a adesão à globalização financeira deu maior vigor ao processo de financeirização das economias dos países do Mercosul, modificando suas bases econômicas e institucionais. Abrangeu-os numa opaca arquitetura dirigida para a busca do juro e da liquidez absoluta: uma nova realidade institucional de caráter especulativo, em que a valorização do capital se apóia em promessas irreais de que o impulso nominal se transforme necessariamente em produção. Uma situação

---

<sup>19</sup> Como a elevada restrição monetária mantém baixo o consumo final das famílias, as empresas voltam-se para os mercados externos. No período 1999-2005, apesar da participação das exportações no PIB brasileiro ter crescido a 9% ao ano, a participação do consumo final tem caído a um ritmo de -1,3% ao ano, segundo dados do Ipeadata, (2010).

<sup>20</sup> Os ativos financeiros são representados essencialmente pelos títulos de renda fixa, derivativos de dívidas, títulos públicos, *commercial papers*, fundos mútuos aplicados em títulos financeiros.

em que a formação da demanda agregada tende a depender de ganhos antecipados de juros e dividendos.

Na década de 1980, a financeirização nos países do Mercosul se alimentou do dispositivo institucional da correção monetária que acabou promovendo os ativos financeiros indexados à categoria de reserva de valor, substituindo a moeda nessa função. Sob alta inflação, essa substituição significou apropriação privada do imposto inflacionário<sup>21</sup> via indexação, uma privatização que formou uma base extraordinária para a lucratividade das instituições financeiras (Bruno, 2007).

A partir da década de 1990, o processo de financeirização nessas economias entra numa nova fase, sendo também, como na fase anterior, amparado em políticas de governo fundamentais para submeter o circuito econômico à lógica das finanças. Na era da globalização, a financeirização no Mercosul passa a ser alimentada por práticas viciosas de taxas de juro real elevadíssimas (definidas pelas autoridades monetárias) e superávits fiscais desproporcionais para enfrentar encargos financeiros crescentes. Em suma, para se concretizar, a financeirização exige a intervenção pública (Kliman, 2009; Gontijo, 2009; Brenner, 2009). Gontijo resume essa relação quando descreve o Estado:

... como instrumento de conversão dessa riqueza fictícia em riqueza real, por meio de severos ajustes de suas finanças, visando capacitá-lo a honrar o pagamento dos seus juros e transferindo-lhe parcela da riqueza real extraída da sociedade, através da cobrança de impostos. (Gontijo, 2009, p.17).

Na ótica de Chesnais (1998) e Serfati (1996), uns dos maiores componentes da tese de financeirização, os imperativos das finanças envolvem setores produtivos numa dinâmica financeira que, mesmo que não rompa totalmente a sua lógica de valorização produtiva, os transforma em “organizações cujo interesse identifica-se sempre mais com o das instituições estritamente financeiras” (Chesnais, 1996, p. 275). A valorização dos lucros industriais transferidos para os ativos financeiros pode se dar “dentro do campo fechado da esfera financeira...[e] inchar ainda mais o montante nominal dos ativos financeiros” Chesnais (1998, p. 15).

Uma importante ala dos pós-keynesianos se reporta aos estudos de Minsky e explica a financeirização como resultado do financiamento especulativo (*Hedge*): financiamento de ativos de longo prazo com a emissão de passivos de curto prazo (Moseley, 2009). Financiamento esse que provoca fragilidade financeira e crises sistêmicas.

---

<sup>21</sup> A receita inflacionária no Brasil, em 1993, equivalia a 4,2% do PIB (BACEN, 1994). Até 1992, a receita inflacionária dos bancos brasileiros se situou a uma média de 40% do PIB bancário total.

Smith (2008), Katz (2008) e Brenner (*op.cit.*) caracterizam a crise como crise de superprodução, responsável pela expansão das finanças. Na mesma linha de análise, Foster e Magdoff (2009) sustentam que a financeirização deriva de um processo de inversão da relação entre crescimento produtivo e acumulação financeira especulativa, resultante da inerente tendência do capitalismo monopolista a gerar situações recorrentes de subconsumo. No capitalismo concorrencial, segundo os autores, as bolhas especulativas marcavam o final de cada ciclo de crescimento, enquanto que no capitalismo monopolista as transações especulativas são formas de valorização de lucros que não podem ser reinvestidos na acumulação produtiva nos momentos de estagnação.

Husson (2010) explica que o lucro não consumido pelo capitalista corresponde à distribuição de rendas financeiras, caracterizando a financeirização como separação entre o lucro e a acumulação de capital.

Outra vertente de análise, tentando explicar a crise imobiliária deflagrada nos EUA em 2008, enfatiza a financeirização do consumo das famílias (Lapavistas, (2009; Itoh, 2009; Dos Santos, 2009). A instabilidade financeira resultaria do aumento do crédito ao consumo assalariado sem suporte real, à medida que diminui o financiamento para a indústria e o comércio. A financeirização da renda pessoal, expandindo-se a famílias insolváveis, estaria, como de fato foi, na base da última crise financeira internacional do *subprime*.

Na maioria dos estudos sobre a financeirização existe uma idéia subjacente de dualidade entre o setor produtivo e a esfera monetária e financeira. No entanto, os dois campos são organicamente associados, visto que a realização do valor distribuído entre eles só pode derivar da produção de mais-valia. Por isso, entende-se aqui que no processo de financeirização não é a totalidade do sobreproduto econômico que é desviada para a esfera financeira, senão o capitalismo estaria solapando a base que lhe dá sustentáculo. Somente uma parte do lucro é destinada ao capital monetário e financeiro e a outra fração desse lucro é reinvestida na produção, de modo que possa haver continuidade na realização da mais-valia, cujo crescimento é garantido essencialmente via elevação da produtividade do trabalho e da contração do salário real.

Ainda, os ganhos financeiros antecipados geram necessariamente algum efeito renda, isto é, gastos de consumo realizados em antecipação de ganhos financeiros, de sorte que a lógica financeira não se aparte da esfera real. Assim, não há dualidade entre ativos reais e ativos financeiros, embora a importância da *finance* reduza o potencial de acumulação de capital, e a taxa de juro passe a regular a taxa de lucro na economia. O risco de crise surge quando o crescimento dos ativos financeiros ocorre de forma desproporcional em relação ao dos ativos

reais, causando incertezas quanto à transformação do impulso financeiro em riqueza real (cancelamento dos débitos adicionais pela formação de novos ativos reais) e dificultando a alimentação do juro pelo lucro. A incerteza aumenta à medida que a lógica financeira se torna norma principal para a rentabilidade e domina o circuito econômico total, envolvendo-o em “bolhas estruturais”.

O lucro transformado em capital portador de juros na forma de empréstimos bancários ao setor produtivo não é capital especulativo ou fictício, mas pode se transformar, dentro de um sistema sofisticado de mercados de capitais, em títulos com direitos sobre os ativos reais e que são objeto de sucessivas compras e vendas que encarecem as ações e outros papéis. Esse fato cria a oportunidade de obter lucros fora do processo normal de reprodução (Marx 1975, III, p.484) e estimula mais a utilização de crédito para efeitos de especulação, levando a inchaços nominais destoantes com o patrimônio em ativos reais.

À medida que se acelera o ritmo dessa transformação e, com ele, a importância do capital “fictício”, aumenta a opressão da esfera real até romper sob forma de instabilidade geral. Esse processo é intrínseco ao desenvolvimento do capitalismo e não representa nenhuma novidade, apenas se aprofunda com a globalização e a inovação financeira. Marx havia analisado a expansão do sistema de crédito como motivo de crise e instrumento de divergência entre o capital portador de juros e o capital produtivo, na medida em que reduz a um mínimo a capacidade de acumulação. Hilferding desenvolveu essa análise com o objetivo de explicar que no capitalismo há sempre um capital dinheiro latente, cuja transformação em capital de empréstimo pelo sistema de crédito pode causar problemas de reprodução.

Sob a hegemonia do pensamento econômico neoliberal, a lógica da acumulação financeira nos países do Mercosul se desenvolveu sobre novas bases institucionais e num ambiente caracterizado pela estabilidade econômica. A nova arquitetura institucional permitiu que os ganhos dos ativos de renda fixa conectados à dívida pública fossem os menos arriscados e os mais lucrativos. A combinação da liberalização financeira e comercial com elevado endividamento e a necessidade de impedir a fuga de capitais levaram a uma forte pressão por taxas reais de juros extremamente elevadas pelos padrões internacionais. O resultado disso foi uma rápida expansão do rendimento financeiro real acumulado, reforçando o peso político do capital financeiro e dos *rentiers* residentes e não residentes frente às condições de acumulação do capital produtivo.

Operou-se então uma transição forçada para um novo padrão de acumulação financeira, que não teria sido possível sem que um conjunto de transformações estruturais tivesse sido promovido pela intervenção do Estado, consistindo em políticas monetárias e fiscais

incompatíveis com uma retomada forte e sustentada do crescimento econômico. Comparativamente às décadas de 1970 e 1980, as taxas reais de juros do período pós liberalização permaneceram em patamares muito elevados, provocando uma forte transferência de renda da sociedade para os segmentos detentores dos títulos da dívida pública e privada<sup>22</sup>. Trata-se de uma *rentier income*, em que os títulos de renda fixa (públicos na maioria) predominam nos ativos financeiros totais em detrimento das ações, impedindo o desenvolvimento do mercado de capitais. Os dados mostram para o Brasil uma surpreendente participação de mais de 22% da renda de juros na renda disponível bruta, no período de 1993-2005: uma proporção excessiva quando comparada à parcela da renda destinada à formação do capital fixo, que se mantém a uma média inferior a 2%, a metade do que foi no período 1950-1980 (IBGE, 2007).

Na era da globalização do comércio e das finanças, a proporção dos lucros investidos no sistema produtivo do Mercosul se situou em 41%, entre 1990 e 2005, contra 80% nos anos de 1970. A elevação da rentabilidade financeira aumenta o custo de oportunidade dos projetos de investimento produtivo, cujas taxas esperadas de retorno e de risco são avaliadas como insatisfatórias frente à rentabilidade financeira. A persistência da queda na relação lucros/soma dos ativos financeiros não destinados ao investimento produtivo aponta para a vigência de um processo de financeirização da poupança das empresas e explica porque a recuperação da taxa média de lucro nos últimos anos não está capaz de elevar as capacidades instaladas de produção. Boa parte dessa poupança é investida nas transferências de propriedade sobre ativos existentes, e não na produção de mais bens e serviços.

Na ciranda financeira, os mercados financeiros servem mais para a negociação dos ativos existentes do que a facilitar o acesso ao crédito que possibilitaria a expansão do investimento produtivo. A nova configuração dos mercados financeiros liberalizados tem impulsionado o enriquecimento privado sem encorajar o investimento produtivo e o emprego, fazendo com que as taxas de acumulação de capital produtivo se desvinculem das taxas de lucro, desviando recursos do circuito econômico e contraindo a demanda agregada.

## **Bibliografia**

AGGARWAL, R.; KLAPPER, L.; WYOSOCKI, P. D. (2003). Portfolio preferences of foreign international investors. *World Bank Research working paper*, n. 3101.

ALBUQUERQUE, R. (2003). The composition of international capital flows: risk sharing through foreign direct investment. *Journal of International Economics*, 61, p. 353-383.

---

<sup>22</sup> A média da taxa real básica de juros no Brasil, para o período de 1999 a 2008, foi de 10% (BACEN, 2009).



ALVERSON, K. (1991). Foreign Direct Investment in Indonesia: a comparison of industrialized and developing country investors, *Law & Policy in International Business*, vol. 22, p. 92.

ALVES, J.E.D. ; BRUNO, M. (2006). População e crescimento econômico de longo Prazo no Brasil: como aproveitar a janela de oportunidade demográfica? *XV Encontro Nacional de Estudos Populacionais*, setembro, MG, Brasil.

AMADO, A.M. (2003). Minsky e o ciclo econômico: uma análise para economias periféricas. *Anais VIII Encontro de Economia Política*. Florianópolis.

ARETA, C.; EICHENGREEN, B.; WYPLOSZ, C. (2003). When Does Capital Account Liberalization Help More Than It Hurts? In: HELPMAN, E., SADKA, E. (eds.). *Economic Policy in the International Economy: Essays in Honor of Assaf Razin*. Cambridge, Cambridge University Press.

BAEK, I. (2006). Portfolio investment flows to Asia and latin America: pull, push or market sentiment? *Journal of Asian Economica*, 17, p. 368-373.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim, Relatório Anual*. Diferentes anos.

BANCO CENTRAL DE LA REPUBLICA ARGENTINA. *Estadísticas e Indicadores*. Diferentes anos.

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY. *Indicadores Económicos*. Diferentes anos.

BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY. *Estadísticas Económicas*. Diferentes anos.

BIRD. *Annual Report*. Diferentes anos.

BEKAERT, G.; HARVEY, C. R.; LUNDBLAD, C. (2005). Does financial liberalization spur growth? *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, nº 1, p.3-55.

BIAGE, M.; MOLLO, M.L.R (2008). Vulnerabilidade de mercado x vulnerabilidade de país: a volatilidade dos fluxos financeiros no Brasil e a continuidade da instabilidade. *Anais do XXXVI Encontro Nacional de Economia - ANPEC*.

BRANDÃO, E. Quiaratto (2009). Abertura do Sistema Bancário Nacional: uma Análise de suas Características e Consequências no Período de 1997 a 2007. *Revista de Relações Internacionais e Economia*, nº 1, Dez/2009.

BRENNER, R. (2009). “What is good for Goldman Sachs is good for America: the origins of the current crisis”, UCLA, *Center for Social Theory and Comparative History*.

BRESSER-PEREIRA, L.C.; GALA, P. (2007). Por que a Poupança Externa não Promove Crescimento? *Revista de Economia política*, 27(1), P 3-19.

BRUNO, M (2007). Regulação e crescimento no Brasil: um regime de acumulação bloqueado pelas finanças. *Anais do XXXIV Encontro Nacional de Economia*. ANPEC.

CALVO, G. A.; LEIDERMAN, L.; REINHART, C. M. (1996). Inflows of capital to developing countries in the 1990s. *Journal of Economic perspectives*, Vol. 10, n. 2, p.123-139.

CARCANHOLO, R. ; SABADINI, M. (2009). “Capital fictício e lucros fictícios”. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, no. 24, junho.

CARKOVIC, M. ; LEVINE, R. (2002). *Does foreign direct investment accelerate economic growth?* Univ of Minnesota Dept of Finance Working Paper.

CEPAL — *Relatório Anual*. Diferentes anos.

CEPASTAT — Estadísticas e Indicadores Económicos.  
<http://websie.eclac.cl/sisgen/ConsultaIntegrada.asp>.

CHESNAIS, F. (2004). Le Capital de placement: accumulation, internationalisation, effets économiques et politiques. In : F. CHESNAIS (org.) *La finance mondialisée: racines sociales et politiques, configuration, conséquences*. Paris: La Découverte.

\_\_\_\_\_. (1996). *A Mundialização do capital*. São Paulo: Xamã,

\_\_\_\_\_. (1998). *A Mundialização financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã.

CORSETTI, G; PESENTI, P.; ROUBINI, N. (1998). What caused the asian currency and financial crisis. *NBER Working Paper*, n. 6833, Cambridge.

COUTINHO, L. (1997). A especialização regressiva: um balanço do desempenho industrial pós-estabilização, in: VELLOSO, J. P. R. (org.). *Brasil: desafios de um país em transformação*. Rio de Janeiro: José Olympio.

CROTTY, J. (2005). The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and ‘modern’ financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era, G.A. Epstein (Ed.), *Financialization and the World Economy*. Cheltenham, UD/Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

DE SANTIS, R.; LUHRMANN, M. (2009), On the determinants of net international portfolio flows: a global perspective. *Journal of International Money and finance*, 28, p.880-901.

DEVLIN, R.; FRENCH DAVIS, R.; GRIFFITH-JONES, S. (1995). Repuntes de las corrientes de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas. In: Las Nuevas Corrientes Financieras Hacia América Latina: fuentes, efectos e políticas. Cepal. *El trimestre Económico; Fondo de CulturaEconômica. Cepal*. México.

DOS SANTOS, P. (2009). “At the heart of the matter: household debt in contemporary banking and the international crisis” *Research on Money and Finance*, Discussion Paper no. 11, maio, [www.soas.ac.uk/rmf](http://www.soas.ac.uk/rmf). Acesso: 22/09/2010.

EDWARDS, S. (2007). Capital controls, capital flow contractions, and macroeconomic vulnerability. *NBER Working Paper*, n. 12852. Janeiro.

EICHENGREEN, B.; LEBLANG, D. (2002). Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right? *Internacional Journal of Finance and Economics*, 8, p.205-224.

EPSTEIN, G. A. ; JAYADEV, A. (2005). The Rise of rentier incomes in OECD countries: financialization, central bank policy and labor solidarity. In: *Financialization and the world economy*. Epstein, G. (edit.). Political Economy Research Institute. Edward Elgar.

FELDSTEIN, M.; HARIOKA, C. (1980). “Domestic saving and internacional capital flows. *The Economic journal*, 90 (358), P. 314-329.

FERNANDEZ-ARIAS, E. (1996). The new wave of private capital inflow: push or Pull? *Journal of Development Economics*, Vol. 48, n.2, p.389-418.

FISCHER, S. (2003). Globalization and its challenges. *American Economic Review*, v. 93, n. 2, p.1-30.

FMI. World Economic Outlook. Diferentes anos.

FOSTER BELLAMY, J.; MAGDOFF, F. (2009). Implosão financeira e estagnação: de volta à economia real. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, no. 24, junho.

FREITAS de, M. C. P.; PRATES, D. M. (2008). Investimentos estrangeiros nos sistemas financeiros latino-americanos no contexto da globalização: os casos da Argentina, do Brasil e do México. *Revista Economia contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 12, n. 2, p. 189-218, maio/agosto.

FROOT, K. A.; O'CONNELL, P. G. J.; SEASHOLES, M. (2001). The portfolio flows of international investors. *Journal of Financial Economics*. Vol. 59, n. 2, p.151-193.

FURMAN, J.; STIGLITZ, J. (1998). Economic Crisis: evidence and insights from east Asia. *Brooking Papers of Economic Activity*. N.2, p.1-114.

GARCIA, C. J. (2008). Desnacionalização da indústria brasileira: uma avaliação pós-abertura. *Anais do XIII Encontro Nacional de Economia Política*. João Pessoa.

GONÇALVES, R. (2003). *O Brasil e o comércio Internacional: transformações e perspectivas*. São Paulo: Contexto, 2ª edição.

GONTIJO, C.; OLIVEIRA de, F.A. (2009). A Crise da Globalização Financeira. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*. Disponível em: [http://www.sep.org.br/artigo/1684\\_727fec2b4c2406f4d691e96d1.pdf](http://www.sep.org.br/artigo/1684_727fec2b4c2406f4d691e96d1.pdf). Acesso: 02/02/2010.

HAU, H.; REY, H. (2004). Can portfolio rebalancing explain the dynamics of equity returns, equity flows and exchange rates? *NBER Working Paper* N°10476, p. 1-17.

HENRY, P. (2006). Capital account liberalization: theory, evidences, and speculation. *NBER Working Paper* 12.698. Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research. Nov, 2006.

HILFERDING, R. (1985). *Finance Capital: a study of the latest phase of capitalist development*. Londres.

HUSSON, M. (2010). “Finance, hyper-concurrence et reproduction du capital”. Disponível em <<http://hussonet.free.fr/finamarx.pdf>> Acesso: 25/07/2010.

(IBGE (2007). Coordenação de Contas Nacionais.

<http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/economia/contasnacionais/referencia1985/2003/tab2324.pdf>. Acesso: 15/03/2010.

IPEADATA (2010). Participação do consumo final e das exportações no PIB 1991-2005. <http://www.ipeadata.gov.br/ipeaweb.dll/ipeadata?Tick=904203859>. Acesso: 22/09/2010

ITOH, M. (2009). “On the historical significance and the social costs of the sub-prime financial crisis: drawing on the Japanese experience. *Research on Money and Finance*, Discussion Paper no. 7, 15 de março de 2009, [ww.soas.ac.uk/rmf](http://www.soas.ac.uk/rmf). Acesso: 24/08/2010.

KLIMAN, A. (2009). On the roots of the current economic crisis and some proposed solutions. <http://www.marxisthumanistinitiative.org/2009/04/17/on-the-roots-of-the-current-economic-crisis-and-some-proposed-solutions/>. Acesso: 23/08/2010

KOSE, M. A.; PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S. (2006). Financial globalization: a reappraisal. IMF, *Working Paper*, n. 189.

LAPAVITSAS, C. (2009). *El capitalismo financiarizado*. Madrid: Maia Ediciones.

LAPLANE, M.; SARTI, F. (2006). Prometeu acorrentado: o Brasil na indústria mundial no início do século XXI. *Política Econômica em Foco*, n. 7, seção IX, nov.2005/abr.2006. Campinas: NEIT/IE/UNICAMP.

LUCAS, R. (1990). Why doesn't capital flow from rich to poor countries? *American Economic Review*, n. 80, 92-96.

- MARX, K. (1967). *Capital, a critique of political economy*, v.III. New York: International Publishers.
- MINSKY, H. (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.
- MISHKIN, F. (2005). Is financial globalization beneficial? *NBER Working Paper*. W11891. National Bureau of Economic Research.
- MISHKIN, F. S. (2000). Lessons from the asian crisis, *NBER Working Papers*, 7102. National Bureau of Economic Research.
- MOSELEY, F. (2008). US Home Mortgage Crisis: How Bad Will It Be? Causes and Solutions. Mimeo. Mount Holyoke College. In: IV Colóquio Internacional da SEPLA, Buenos Aires.
- NEWFARMER, S.; FRISCHTAK, C. (1992). Transnational corporations, market structure and industrial performance. *Research Policy*, 22: 163–90.
- PORTER, M. (1986). *Global industries: o Conceptual Framework*, in Porter M.E. (ed.) *Competition in Global Industries*. Harvard Business School Press, Boston, Mass.
- OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. (2002). Globalization and capital markets. *NBER Working Paper Series* 8846. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- OSTRY, J. *et al.*, (2010). Capital inflows: the role of controls. *Staff Position Note*, FMI.
- PRASAD, E.; RAJAN; SUBRAMANIAN, A. (2007). Foreign capital and economic growth. *NBER Working Paper* No 13619.
- PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S.; KOSE, M. (2003). Effects of financial globalization on development countries: some empirical evidence, *mimeo* (www.imf.org). Acesso: 09/08/2010.
- PRATES, D. M.; CUNHA, A. (2009). O efeito-contágio da crise financeira global nos países emergentes. XIV Encontro da Sociedade Brasileira de Economia Política.
- QUINN, D. (1997). The correlates of change in international financial regulations. *American Political Science Review*, 91 (3).
- RESENDE, M.F.C.; AMADO, M.A. (2007). Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina. *Revista de Economia política*. São Paulo, v. 27n.1, p. 41-59, jan/mar. 2007.
- RODRIK, D.; SUBRAMANIAN, A. (2009). Why did financial globalization disappoint? *IMF Staff Papers*. Vol. 56, n.1, p.112-138.
- SARTI, F.; LAPLANE, M. F. (2003). O Investimento direto estrangeiro e a internacionalização da economia brasileira nos anos 90, In: LAPLANE, M. F.; COUTINHO, L.; HIRATUKA, C. [orgs.]. *Internacionalização e desenvolvimento da indústria no Brasil*. São Paulo: Ed. UNESP; Campinas: Instituto de Economia, UNICAMP.
- SERFATI, C. (1996). “Le rôle actif des groupes à dominante industrielle dans la financiarisation de l’économie”, in CHESNAIS (org.) *La mondialisation financière. Gênes, coût et enjeux*. Paris: Syros.
- SMITH, M. E. G. (2008). “Causes and consequences of the global economic crisis: a marxist-socialist analysis”. *American Political Science Review*, 93 (1).
- STIGLITZ, J. (2003). Globalization and growth in emerging markets and the new economy. *Journal of Financial Economics*.

SINGH, A. (2002). Capital account liberalization, free long-term capital flows, financial crises and economic development. Cambridge: *ESRC Working Paper n.245*. Centre for Business Research, 2002.

TAYLOR, M. ; SARNO, L. (1997). Capital flows to developing countries: long and short term determinants, *The World Bank Economic Review*, Vol.11, n. 3, p. 451-470.

TWOMEY, M. J. (1996). *A century of foreign investment in the third world*. Routledge. Oxon.

UNCTAD (1999). *Comprehensive Study*. Junho.

YELPAALA, K. (2009). The efficacy of tax incentives within the framework of the neoclassical theory of foreign direct investment: a legislative policy analysis. *Texas International Law Jornal*, v. 19, p. 374.