

Fragilidade Financeira e vulnerabilidade externa em países periféricos

- uma análise da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos brasileiro entre 2000 e 2011 à luz da interpretação de François Chesnais -

Vanessa Petrelli Corrêa¹

Seções Ordinárias SEP 2014

Mesa 5: Dinheiro, finanças internacionais e crescimento

5.1: Economia e Finanças Internacionais

Introdução

Este trabalho sustenta-se na abordagem de Chesnais, por sua apreensão das mudanças processadas na dinâmica econômica mundial desde os anos 1980, sobretudo a partir da intensificação dos processos de liberalização e desregulamentação dos mercados. O foco específico é para os países de moedas subordinadas e sem curso internacional, como os da América Latina. Neles, a nova configuração dos fluxos de recursos financeiros na nova dinâmica econômica mundial potencializou a vulnerabilidade externa: as Contas Financeiras são dominadas por fluxos dirigidos à compra e venda de títulos em mercados monetários e de capitais.

A tese é que, tendo em vista a dinâmica do capital portador de juros, que domina os fluxos de Investimentos em Carteira e de Derivativos, o potencial de entradas abruptas e vultosas de recursos, pode se reverter em fortes fluxos de saídas, em momentos de mudanças na conjuntura internacional, especialmente de modificação na política monetária norte-americana. Um dos pontos da discussão é o de que parte dos Investimentos Diretos podem ter esta mesma dinâmica instável, na qual o capital opera com lógica de curto prazo, buscando flexibilidade para reverter rapidamente de posição. Desta forma, quando maior o peso dos capitais com viés de curto prazo, tanto maior será o potencial de vulnerabilidade do país, na medida em que pode haver forte reversão de recursos, tanto de capitais de residentes, quanto de estrangeiros.

O trabalho está estruturado em duas partes. Na primeira, retomamos a abordagem de Chesnais da dominância financeira e do papel central do mercado secundário de títulos na dinâmica capitalista mundial. Na segunda, mostramos como esta nova dinâmica é particularmente perversa para os países periféricos, pelo acirramento da vulnerabilidade de Contas Financeiras dominadas por fluxos de capitais com viés de Curto Prazo. Para ilustrar a tese, são apresentados dados do Brasil no período de 2003 e até 2012.

¹ Professora do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia

1-A abordagem Chesnais e o papel do capital portador de juros

No livro “A mundialização do capital” (1996a) Chesnais explorou o próprio conceito de mundialização, relacionando-o a uma etapa no processo de internacionalização do capital produtivo, que se estabelece especialmente a partir dos anos 1980.

A interpretação é a de que, na etapa anterior, no período do pós segunda guerra mundial, o capital estava constrangido por regulações no âmbito monetário e financeiro², e limitado pela efetividade das conquistas de trabalhadores, que lograram amplo leque de proteção social e do emprego. Os constrangimentos aguçaram as contradições próprias ao desenvolvimento capitalista, de modo que paulatinamente os limites foram se rompendo.

De fato, percebe-se, já na década de 1960, inovações financeiras no âmbito do Sistema Bancário que vão reduzindo a capacidade das Autoridades Monetárias de controlar a criação de moeda³, aumentando em contrapartida o poder dos bancos em ofertar empréstimos nos períodos de expansão. Essas inovações darão a tônica do avanço da internacionalização bancária e da criação dos mercados *off-shore*.

Esses fenômenos ocorrem num período em que se observa grande crescimento mundial e avanço da internacionalização produtiva via transnacionais regidos ainda pela institucionalidade de Bretton Woods, cujo sentido era a gestão das relações internacionais (comerciais e financeiras) mediante a adoção do padrão dólar-ouro. A lógica desta institucionalidade assenta-se na condição dos Estados Unidos como grande exportador mundial e detentor de expressivas reservas em ouro, ademais de ser uma fase de escassez relativa de dólares em nível internacional.

No curso desse processo, as inovações financeiras vão flexibilizando a criação de moeda em nível nacional e rompendo as amarras da gestão dos empréstimos e transações financeiras interpaíses, numa fase de grande demanda por recursos e de forte oferta de liquidez. Os recursos gerados pelos petrodólares a partir da década de 1970 funcionam como elementos potencializadores. O ponto importante a sublinhar, destacado por Chesnais em seus escritos, é que o Sistema Bancário constituía-se ainda no centro das operações financeiras e que as transações em nível internacional se davam essencialmente via empréstimos sindicalizados.

Paralelamente, em nível da organização dos trabalhadores, o imediato pós segunda guerra é marcado pelo aumento do poder das grandes *Unions* nos países centrais, operando em defesa dos salários, na definição de garantias trabalhistas e de limites à jornada de trabalho. Em decorrência

² Regulações iniciadas já no período pós-crise de 1929.

³ Citamos as operações com Fundos de Reserva Federal E a criação dos Certificados de Depósitos. Minsky (1986), mostra como estes instrumentos vão aumentando o poder do sistema bancário na criação de moeda.

daquelas circunstâncias históricas, as demandas sociais encontravam respaldo, estabelecendo-se o avanço de políticas de proteção que desenham o “Estado de Bem-estar Social”, marcado por importante intervenção do Estado. No entanto, também neste caso, as mudanças vão se processando com a redução paulatina do poder dos sindicatos e crescimento da crítica ao intervencionismo estatal, especialmente pelo governo de Margareth Thatcher.

O movimento de empréstimos interpaíses, ainda nos parâmetros do padrão dólar ouro vai, gradualmente, mostrando fragilidade, na medida em que a criação de dólares contábeis nos mercados *off-shore* ocorre de forma altamente desregulada, inundando os mercados regulados de dólares, depreciando o valor da moeda norte americana. Surgem novas modalidades de lançamento de títulos privados em mercados de capitais, como, por exemplo, os *Commercial Papers*, *Notes Issuance Facilities*, *Floating Rating Notes*, dentre outros⁴. Ainda assim, o domínio da oferta de financiamentos em nível internacional se centrava no mercado bancário, com amplo aumento da oferta de dólares no mundo, indicando a inconsistência do câmbio fixo, fundado na quantidade de ouro em reservas.

A magnitude do influxo de recursos pela conta “Empréstimos Bancários”⁵ no balanço de pagamentos dos países mostrava o potencial da instabilidade do câmbio que se estabelecia. O fim da convertibilidade do dólar em ouro na década de 1970 marca o início do fim da institucionalidade montada em Bretton Woods, explicitando a inconvertibilidade da moeda americana e o poder da criação fictícia de moeda por parte dos bancos.

No que se refere ao potencial de instabilidade do câmbio, é relevante ressaltar a especificidade dos países periféricos, que não têm moeda forte. A condição de algumas economias da América Latina é exemplar, dentre elas a do Brasil. É possível estabelecer uma periodicidade para o período do pós guerra até a década de 1980, quanto ao perfil da entrada de recursos externos na Conta Financeira do Balanço de Pagamentos dos mesmos.

Num primeiro momento, nas décadas de 1950 e 1960, o ingresso de capitais se dá fortemente pelo influxo de Investimentos Diretos, cuja característica é a estabilidade. Na década de 1970, observa-se mudança de perfil, com significativas entradas de recursos através de empréstimos bancários pós-fixados⁶, tomados pelo capital privado, tendo em vista as condições altamente favoráveis da oferta de recursos nos mercados internacionais. A este respeito, ressalte-se o crescimento da magnitude do ingresso de recursos e das saídas vinculadas a pagamentos de juros e

⁴ Para a análise das inovações financeiras dos anos 1960, 1970 e 1980, vide Corrêa (1996)

⁵ A conta Financeira dos Balanços de Pagamentos é formada por: “Investimento Direto”, “Investimento em Carteira”, “Derivativos” e “Outros Investimentos”. Esta última conta é formada pelas seguintes sub-contas: (i) Empréstimos Bancários, (ii) Moeda e Depósitos, (iii) outros.

⁶ *Eurocredits*

amortizações, além da remessa de lucros relativa à transnacionalização do início do período. Ou seja, a exigência de dólares para estes pagamentos é crescente.

A relação entre o endividamento desses países e a política monetária norte-americana passa a ser flagrante. Com os mercados financeiros do mundo crescentemente inter-relacionados, com o dólar mantendo-se como moeda central, o movimento dos juros dos Estados Unidos passa a afetar diretamente o dos demais países. Efetivamente, a política monetária restritiva, implantada por Paul Volker no final dos anos 1970, com elevações abruptas da taxa *Prime*, afetou profundamente os mercados financeiros mundiais. Houve agravamento dos efeitos porque grande parte dos empréstimos internacionais passou a ser efetuado com correção pós-fixada, baseada nas taxas *Prime* ou *Libor*.

O interessante a observar é que a problematização dos mercados abriu espaço para o aparecimento de inovações financeiras, protetivas que definirão o novo momento de expansão dos recursos em nível mundial. Destacam-se aí três movimentos. O primeiro é o avanço dos instrumentos de derivativos, como os mercados de futuros, de opções e de operações swaps, que envolvem esquemas de proteção quanto à variações de juros e de câmbio, mas que se colocam também como locus de especulação⁷. O segundo é o avanço do crescimento das operações de empréstimos via títulos e de novas engenharias financeiras de securitização e a lógica será a de que os países abram seus Balanços de Pagamentos para a entrada e saída de fluxos financeiros em mercados de capitais⁸ e também pela via do movimento livre de moedas⁹, o que estava proibido em grande parte do mundo.

Por fim, o terceiro movimento, será o de desregulamentação das amarras que separam os movimentos de mercado de créditos e de capitais, uma vez que várias das inovações financeiras que avançarão irão relacionar operações dos dois mercados. Nesta nova configuração, os bancos passarão a ter um novo papel pois além de continuar ofertando empréstimos, também atuarão como bancos de investimento, operando na montagem de engenharias financeiras, o que será comentado mais adiante.

Percebe-se que no período anterior à etapa da mundialização analisada por Chesnais engendraram-se as mudanças que definirão os contornos e a lógica da nova fase. No livro “A mundialização do Capital” (CHESNAIS,1996a), Chesnais destaca justamente a lógica das

⁷ De fato, operam neste mercado, tanto agentes que procuram hedge (proteção e cobertura) para suas operações, quanto os especuladores. Esta é uma característica de mercados que operam com grande número de transações.

⁸ Neste caso, fluxos do Balanço de Pagamentos que correspondem à conta de “Investimentos em Carteira”: em títulos de renda fixa ou em ações

⁹ Neste caso, fluxos que de “Moedas e Depósitos”, que fazem parte da conta “Outros Investimentos” do Balanço de pagamentos.

mudanças apontadas acima e anuncia esta nova etapa em que a tônica passa a ser a da liberalização e desregulamentação dos mercados, tanto em termos comerciais, quanto financeiros.

Paralelamente, outro movimento essencial apontado por ele é o do dismantelamento progressivo da ação dos sindicatos dos trabalhadores e da rede de proteção social. Chesnais enfatiza que o rompimento das “amarras” anteriores permite o avanço do capital, com crescimento, sem precedentes, da concentração da produção e da comercialização, acompanhado da liberalização comercial em nível mundial. Neste contexto, o capital passa a priorizar o movimento de fusões e aquisições e a utilizar critérios de “racionalidade” e “seletividade” nas definições locais de novas plantas.

Todos esses elementos não confrontam a lógica financeira deste capital, antes pelo contrário, a destacam. A ênfase dada por Chesnais é a de que as decisões de Investimento e mesmo de localização, levam em consideração sobretudo a escala mundial e são influenciadas pelo nível das taxas de juros internacionais e do país para o qual se dirigem, quer seja por que elas definem o patamar mínimo de remuneração requerido, quer seja porque o grande o capital que domina esta dinâmica vai usar parte importante de sua lucratividade na busca contínua de aplicações financeiras alternativas em diferentes países, tendo em vista a abertura dos mercados internacionais e o grande potencial de valorização e flexibilidade que as operações via títulos passarão a oferecer.

Ainda que a explicitação do crescimento do papel da órbita financeira seja parte indissolúvel da análise referente à “mundialização do capital”, o que se pretende observar é que na publicação mencionada, e nos escritos imediatamente posteriores (CHESNAIS, 1986b), o destaque de Chesnais será para a importância do capital industrial, que definia essencialmente o movimento do capitalismo mundial

Mesmo assim, a sua interpretação envolve a modificação do perfil do próprio capital, que se centraliza e vai em busca de formas variadas de aplicações na esfera financeira. Além do que, na análise está fortemente presente o fato de que parte importante desse grande capital refere-se a corporações, no formato de Sociedades Anônimas, em que a propriedade e o controle dependem do perfil da distribuição das ações. Ele ressalta, ainda, que a atuação dos Fundos de Pensão e investidores institucionais em geral, gestores de grandes massas de capital concentrado, passavam a ter papel crescente nessa dinâmica, comprando e vendendo grandes lotes de ações e de títulos de dívida e também atuando em mercados de derivativos, de forma que passam a ser agentes que influirão nos caminhos dessas empresas.

Ou seja, desde as primeiras análises sobre as características da mundialização do capital, ficava claro que a busca contínua de valorização na esfera financeira e as múltiplas alternativas

existentes tornam a lógica produtiva profundamente relacionada à dinâmica conjuntural dos mercados financeiros. Em grande parte dos mercados de capitais do mundo passou a dominar a estrutura de maior diluição da propriedade e menor regulação, seguindo o perfil do modelo anglo-saxão. O papel dos investidores institucionais vai se tornando cada vez mais expressivo, tanto do lado da compra de ações, quando em sua influência dos caminhos a serem trilhados nas empresas que participam e têm maior interesse no seu direcionamento.

Nesta configuração, de um lado, o funcionamento das grandes corporações vai ficando cada vez mais dependente de demandas de rentabilidades de curto prazo, requeridas pelos acionistas, sendo que isto compromete a gestão de longo prazo da empresa e as próprias decisões de Investimento. De outro lado, a comparação contínua entre a rentabilidade auferida na esfera produtiva e a possibilitada pela esfera financeira, passa a definir a exigência de altos níveis de lucratividade, a ponto de inviabilizar novos investimentos. Ou seja, o nível das taxas de juros e sua dinâmica de curto prazo afeta o nível e a orientação da acumulação, observando-se o movimento de financeirização dos grupos industriais.

A conclusão é que os níveis de crescimento mundiais tendem a ser mais baixos, embora isto não resulte em comprometimento da rentabilidade do investimento. De fato, Chesnais chama a atenção para a redução dos salários como fator poderoso para reestabelecer a referida rentabilidade. No entanto, um dos destaques essenciais da abordagem refere-se aos obstáculos ao avanço do capital produtivo típico desta nova configuração do capitalismo. Sua análise se ajusta ao movimento mundial dos anos 1990, em que se observava o baixo crescimento do produto, a redução de salários e o desemprego em boa parte dos países, fatos que vinham junto com o enorme crescimento do valor dos ativos financeiros.

No artigo *Contribution au débat sur le cours du capitalisme à la fin du XXe siècle* (CHESNAIS, 1996c), Chesnais destaca que o movimento do capital dinheiro imprime sua marca sobre o conjunto das operações do capital (MARQUES e NAKATANI, 2009). De fato, para o autor, o funcionamento e reprodução do capitalismo passam a ser “*comandados cada dia mais claramente pelas prioridades do capital dinheiro concentrado*” (CHESNAIS, 1996c), sendo caracterizado o caráter rentista deste capital.

Neste contexto, o autor passa a destacar que para além da mundialização das trocas, a globalização é configurada pelas operações do capital em escala mundial, estabelecendo-se novas relações entre seus componentes (capital produtivo e capital dinheiro). A dinâmica envolve um capital concentrado, que forma seu valor na esfera produtiva e tem potencial de valorização sem

precedentes na esfera financeira. O destaque é que as modalidades de valorização derivam do capital portador de juros (CHESNAIS, 1996c. p. 64).

No que se refere à construção da interpretação de Chesnais, a própria dinâmica da economia concreta vai explicitando as tendências apontadas pelo autor, permitindo maior delineamento de suas teses. Seu passo seguinte foi o de explicitar a questão da dominância financeira, o que pode ser considerado um avanço em comparação à interpretação desenvolvida até então (MARQUES e NAKATANI, 2009), sendo que esta análise aparece nos escritos que são publicados logo após à crise da Ásia e da Rússia, onde se destaca a conjuntura instável entrecortada por sobressaltos monetários, com alto poder de contágio sobre os países periféricos, especialmente os da América Latina.

Nesta mesma direção, vale a referência ao livro coordenado por Chesnais “*A mundialização financeira: gênese, custos e riscos*”, especialmente ao último capítulo¹⁰, intitulado “*Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica*”. Neste livro, Chesnais avança em sua interpretação e inicia a explicitação da questão da citada dominância financeira (MARQUES e NAKATANI, 2009).

Na introdução da versão brasileira, ele sustenta que “a mundialização do capital”, “*apesar de ter sido tratado o papel desempenhado pelas taxas de juros reais positivas sobre o nível e a orientação da acumulação, como da financeirização dos grupos industriais, a interpretação do movimento de conjunto do capitalismo partia, ainda, das operações do capital industrial. A partir dos dados e das análises reunidos neste novo livro, um deslocamento qualitativo se impõe. É da esfera financeira que é necessário partir se desejarmos compreender o movimento em seu conjunto*” (CHESNAIS, 1988, p. 7).

Daí em diante, suas teses radicalizam para assumir que as tendências do capitalismo mundial contemporâneo são comandadas pelas operações de um Capital Financeiro altamente concentrado e centralizado. Ainda assim, o autor faz questão de frisar que parte importante do capital que se dirige ao mercado de ativos e que acabará aí permanecendo e valorizando-se origina-se do lucro proveniente do capital produtivo e só posteriormente transfere-se para a esfera financeira.

Neste sentido, o mundo contemporâneo apresenta uma configuração específica do capitalismo, na qual o capital portador de juros está localizado **no centro** das relações econômicas e sociais (CHESNAIS, 2005). Uma parte importante do capital tem traços particulares, na medida em que **permanece** na esfera financeira (instituições bancárias e não bancárias). É um capital que busca aplicações flexíveis, podendo reverter rapidamente suas posições em situação de mudança

¹⁰ Na edição brasileira ele é responsável também pela introdução geral do livro

conjuntural. É um capital que se dirige a mercados de diferentes países em busca de novas oportunidades e de diferenciais de rentabilidade. Aliás, Chesnais coloca que a instituição central da finança é o mercado secundário de títulos.

Uma característica derivada desse mundo contemporâneo é a de que os detentores das ações e de volumes importantes de títulos de dívida (pública e privada) devem ser definidos como “proprietários” situados em posição de exterioridade à produção. Não devem ser vistos como “credores”. Na verdade, os títulos negociados nos mercados secundários são ativos já emitidos e os resultados do financiamento original já pertencem ao passado. A negociação, neste caso, refere-se apenas a uma troca de propriedade (CHESNAIS, 2005) do ativo.

Ou seja, após as crises da Ásia e da Rússia, a interpretação de Chesnais reposiciona a discussão da mundialização, avançando na questão da dominância financeira. Uma contribuição importante é o destaque de que na nova configuração financeira mundial os indicadores de risco podem estar descolados do que ocorre com a economia real. Entendemos que isto ocorre especialmente no caso dos países periféricos. Parte importante do movimento de compras e vendas de títulos pode ter a ver com ações especulativas. Ademais, Chesnais enfatiza a vulnerabilidade das economias a esta nova configuração das finanças, indicando o surgimento de riscos sistêmicos específicos de um regime de acumulação predominantemente financeiro. É justamente deste ponto que pretendemos avançar na sequência do artigo, procurando explicitar o avanço do potencial de vulnerabilidade dos países periféricos.

2-Fluxos financeiros em países periféricos após da década de 1990 e questões relativas à dinâmica da conta financeira brasileira entre 2003 e 2012

2.1-Países periféricos, fluxos financeiros e potencial de vulnerabilidade

Tendo sido indicados brevemente os contornos gerais da dinâmica do capitalismo mundial a partir da década de 1990 e seguindo a abordagem de Chesnais, queremos agora articular a esta interpretação a alguns elementos específicos dos países periféricos e à questão do potencial de vulnerabilidade desses países, relacionado ao novo perfil do Balanço de Pagamentos, especialmente da Conta Financeira, por conta do financiamento via títulos e à maior mobilidade dos fluxos de Moedas e Depósitos.

Um dos traços importantes da análise da dinâmica capitalista atual, conforme comentado acima, é o da centralidade do capital portador de juros e dos mercados secundários de títulos. Ora, a busca contínua de valorização em diferentes mercados por parte de um capital altamente centralizado (especialmente de investidores institucionais), potencializa a questão da instabilidade,

pois mudanças de conjuntura nos países centrais, especialmente a dos Estados Unidos, afeta rapidamente uma parte importante destes recursos, provocando compras e/ou vendas abruptas de títulos e mudanças de posição em mercado. Para Chesnais, *“o espaço ocupado pelos mercados financeiros na arquitetura do regime financeirizado torna pouco verossímil um movimento de reprodução minimamente estável deste”* (CHESNAIS, 2002 pp 44).

Isto, ademais, é especialmente grave no caso dos países periféricos, que sofrem ondas de entradas expressivas de recursos financeiros nos momentos de expansão da liquidez e são os primeiros a sofrer movimentos de saídas abruptas e vultuosas nos momentos de reversão. Ao analisar as crises financeiras da década de 1990 (CHESNAIS, 1997 e 1998) Chesnais destaca esta questão, mostrando o caráter financeiro das mesmas e enfatizando que o efeito contágio explicita o descolamento existente entre as condições reais de algumas economias periféricas que sofreram o ataque especulativo e as especulações de mercado.

Mesmo levando em conta que os ajustes efetuados pelos países periféricos no sentido da renegociação de suas dívidas externas, de ajuste fiscal e de controle inflacionário foram importantes para explicar o retorno dos recursos para os mesmos na década de 1990, seguimos abordagem de que os fatores fundamentais estiveram vinculados à lógica especulativa dos grandes capitais que estiveram à frente da demanda por abertura financeira e ao movimento das taxas de juros internacionais. Neste sentido, destacamos que o direcionamento de liquidez para os países periféricos na referida década teve a ver fortemente com o fato de que os Estados Unidos mantiveram sua taxa de juros em patamares mais baixos do que a do período anterior durante os anos 1990.

No caso do Balanço de Pagamentos norte americano, ocorreram mudanças na dinâmica da Conta Capital e Financeira deste país; registrando-se saídas líquidas de capitais, após um longo período de entradas líquidas. Parte deste processo se relaciona ao movimento de capitais privados para comprar títulos relativos a devedores Latino Americanos, em busca de maior rentabilidade. Neste contexto, a exigências destes capitais é a de que os papéis de periféricos ofereçam uma rentabilidade extra, vis a vis à dos títulos em moeda forte, que cubra os “riscos” considerados por eles. Ademais, um dos pontos que ressaltamos é o de que os níveis desses “riscos” dependem das condições dos ciclos financeiros, fortemente influenciados pela política monetária dos países centrais, além de elementos especulativos.

Em condições de ampla abertura financeira, a demanda dos investidores para ficar com um título de dívida lançado por um devedor de um país periférico nos mercados financeiros internacionais é a de que a taxa de juros do mesmo (i^*) cubra a taxa de juros de um título

internacional seguro de mesma maturidade (i) mais um “Prêmio de Risco”. Este último é chamado de “Risco País”, quando a comparação é feita entre dois Títulos Soberanos (de Governos).

Desta forma, de um lado, temos que a taxa do título internacional mais seguro, geralmente considerada é a do Título do Tesouro Norte Americano (Treasury Bond). De outro lado, tem-se a taxa do título de mesma maturidade, lançado pelo Governo do país periférico em questão, no mercado internacional, em dólar. A partir daí:

$$i^* = i + \text{Risco País}_{\text{mercado internacional}}$$

$$\text{Risco País}_{\text{mercado internacional}} = i^* - i$$

Esta forma de medir o “Risco País” é o chamado “*Spread over Treasury*”, calculado a partir de Títulos Soberanos negociados em Dólar, e mercados internacionais¹¹. Ora, nas condições de aumento da liquidez internacional, cresce a busca por títulos que ofereçam um diferencial de juros relativamente mais alto.

No caso de títulos lançados nos mercados locais, na moeda do país periférico, demanda-se que a remuneração dos mesmos (i^{**}) cubra ainda a variação esperada do câmbio, definida no mercado futuro (*Forward Premium*) e que se refere à diferença entre o dólar a futuro e o dólar spot. Este último componente refere-se à cobertura que o investidor pagaria (ou receberia), no caso de desvalorização (ou valorização) indicada da moeda nacional frente ao dólar quando ele se protege destas variações¹² em mercado futuro. A partir daí teríamos, por diferença:

$$i^{**} = i + \text{Risco país}_{\text{mercado doméstico}} + (-) \text{forward premium}$$

$$\text{Risco País}_{\text{mercado doméstico}} = i^{**} - i - (+) \text{forward premium}$$

Ainda que seja este o cálculo da demanda de rentabilidade para os títulos domésticos, ocorre que grande parte do capital que ingressa no país, não se protege nos mercados futuros. Especialmente quando a trajetória do câmbio é de valorização, eles preferem correr o risco de câmbio e ganhar o diferencial de juros internos ao final do contrato.

Ou seja, a entrada de capitais via conta de Investimentos em Carteira envolve a compra de títulos que ofereçam uma rentabilidade adicional, tanto no caso daqueles que são negociados em mercados internacionais, quando daqueles que são negociados no mercado doméstico do país em questão. Neste contexto, a taxa básica de juros do país é afetada por esta dinâmica.

¹¹ O índice Embi+ medido pelo J.P. Morgan utiliza esta metodologia considerando um conjunto de títulos do país sob análise e é muito utilizado.

¹² Na verdade, a diferença entre o dólar futuro e o dólar spot (Forward Premium) não reflete apenas a desvalorização (valorização) esperada. Ela incorpora também um pagamento de Risco de Câmbio.

Uma questão que deve ser enfatizada é a de que os níveis das taxas de compra e venda de títulos nos mercados secundários mudam, de acordo com os ciclos financeiros e com a conjuntura nos momentos de negociação. Por isto o Prêmio de Risco e o *Forward Premium* envolvem, inclusive, elementos especulativos, que podem mudar continuamente.

Assim, o ponto que queremos levantar em nosso trabalho é o de que, não só os fluxos podem mudar de comportamento de acordo com a conjuntura, como também as demandas de rentabilidade mudam, acompanhando os ciclos de liquidez. Assim, quanto maior o peso das posições especulativas nos fluxos de Balanço de Pagamentos e quanto maior a necessidade de reendividamento constante, maior é o impacto das reversões de expectativas sobre a Conta Financeira e maior a pressão sobre a economia doméstica, no sentido de que se paguem as demandas dos capitais (CORRÊA, 2005). Neste caso, a Vulnerabilidade externa refere-se à “baixa capacidade de resistência a pressões, fatores desestabilizadores e choques externos” (GONÇALVES, 1999; CORRÊA, MOLLO & BIAGE, 2008).

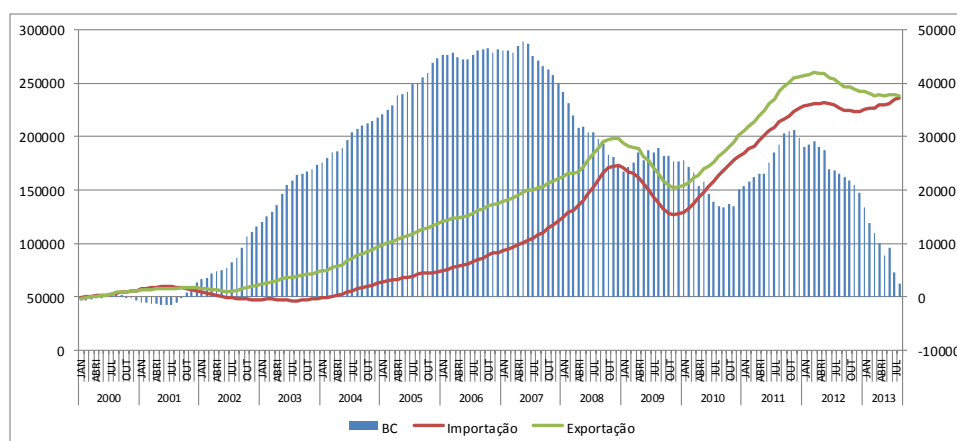
2.2- Balanço de Pagamentos Brasileiro entre 2003 e 2011: a dinâmica dos fluxos financeiros com viés de curto prazo.

Nos anos que estamos considerando no presente estudo, o regime cambial brasileiro é o de câmbio flexível, ainda que haja intervenção, no sentido de limitar o excesso de volatilidade da taxa. Ademais, vigora o regime de Metas de Inflação, no qual a taxa de juros de adequa às condições necessárias ao atingimento da referida Meta. É uma fase em que as taxas médias de crescimento observadas são maiores do que as dos 20 anos anteriores, em que ocorre um processo de melhora da distribuição de renda, em que há uma expressiva redução dos níveis de pobreza. Apesar do crescimento ter sido puxado pelo setor externo, observando-se um forte resultado favorável da Balança Comercial (Gráfico 1), um componente importante da nova dinâmica é o do crescimento dos componentes internos da demanda na explicação das taxas de crescimento observadas (CORRÊA et alii, 2013).

À despeito dos resultados favoráveis, o que queremos destacar é o fato de que a dinâmica dos fluxos financeiros brasileiros continuou fortemente influenciada por movimentos relativos à lógica da liquidez internacional, fora do controle do país.

Para fazer esta análise, o período 2003 – 2012 é bastante ilustrativo. Isto porque ele intercala fases de liquidez e de redução de recursos. Ademais, é um interregno em que as contas externas e internas do país se encontram ajustadas, ficando claro que os momentos de saídas de recursos não se referem à “desajustes” domésticos ou a “maus fundamentos” macroeconômicos.

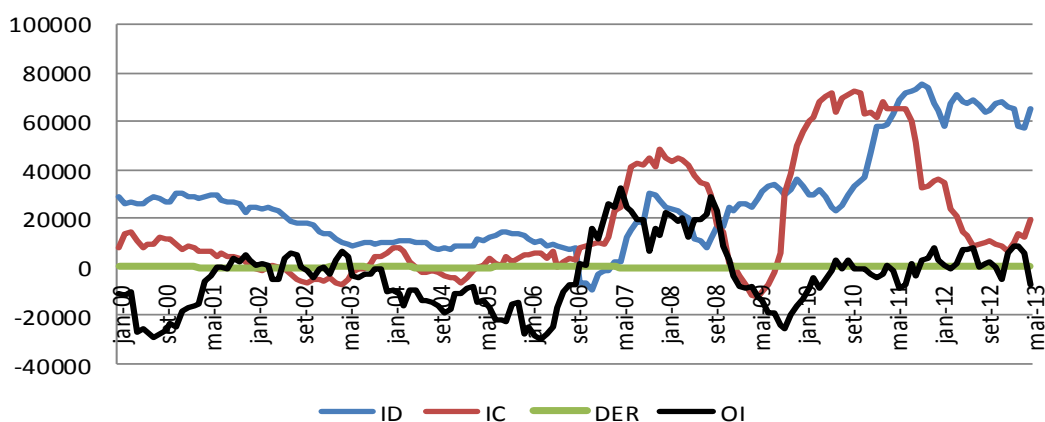
Gráfico 1- Balanço de Pagamentos brasileiro: Balança Comercial, Exportação, Importação
 Dados mensais, acumulados em 12 meses. Em US\$ milhões.



Fonte: Banco Central do Brasil - Elaboração própria

Para a compreensão de nossas considerações é importante destacar que os Fluxos do Balanço da Pagamentos de um país que apresentam essencialmente um viés de Curto Prazo são: “Investimentos em Carteira” (em Ações e Títulos de Renda Fixa); “Outros Investimentos – Moeda e Depósitos” e “Derivativos”¹³. No caso do presente artigo centraremos nossa análise nos fluxos de Investimentos em Carteira, mas também analisaremos os fluxos de Investimentos Diretos. Por suas características, a primeira conta é aquela que apresenta os fluxos de recursos de residentes e estrangeiros comprando e vendendo títulos de dívida (em Renda Fixa e em ações), negociados no país ou no exterior. Paralelamente, os Investimentos Diretos seriam aqueles fluxos que apresentariam um potencial de maior estabilidade, estando mais diretamente relacionados à dinâmica produtiva, mas queremos enfatizar que eles devem ser qualificados.

Gráfico 2- Conta Financeira brasileira: Investimentos em Carteira, Investimento Direto, Outros Investimentos e Derivativos



Fonte: Banco Central do Brasil -Elaboração própria

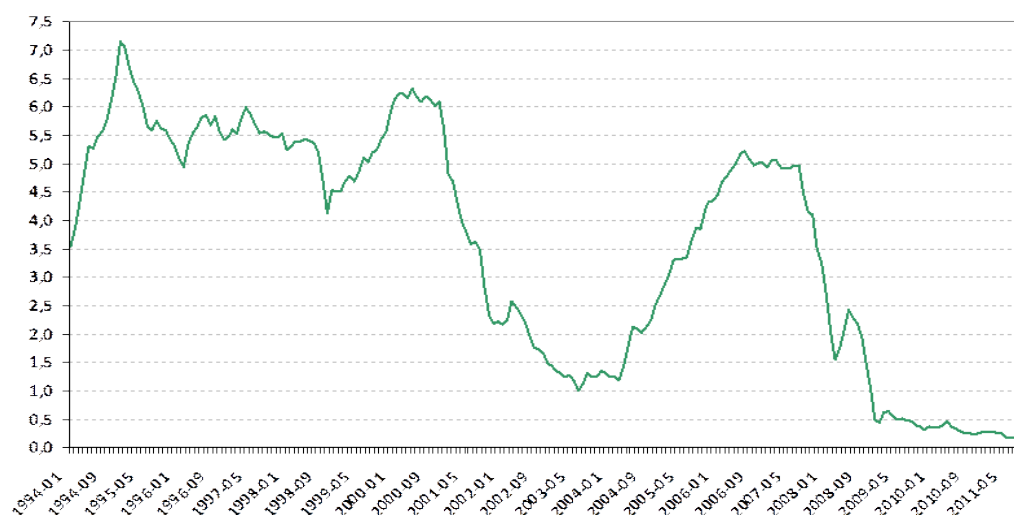
¹³ Os movimentos de “Outros Investimentos – Empréstimos”, referem-se a empréstimos bancários.

Um dos elementos que nos interessa analisar é a trajetória das contas e, por isto, observaremos os fluxos mensais, acumulados em 12 meses (Gráfico 2). Podemos observar, há uma mudança de trajetória de todas as contas ao longo do período estudado e, para fazer comentários mais detalhados, analisaremos a dinâmica dos dados em 2 período, sendo que a análise dos fluxos de recursos para o Brasil será inserida no contexto da dinâmica da liquidez internacional.

O período 2003-2007: melhora dos indicadores domésticos e volatilidade dos fluxos

No que se refere à dinâmica econômica do período, é importante salientar que esta é uma fase de crescimento contínuo do Brasil, em que os indicadores domésticos apresentam bons resultados: queda da DLSP, importante nível de superávit primário, superávit expressivo da Balança Comercial, melhora nos níveis de todos os indicadores de vulnerabilidade externa. Para analisar a fase em questão é interessante considerar a dinâmica dos anos imediatamente anteriores. Conforme podemos observar pelo Gráficos 2, entre 2000 e 2002 observou-se uma queda acentuada dos recursos de Investimentos em Carteira, como também dos Investimentos Diretos, devido à redução da liquidez internacional, que ocorreu especialmente após a Crise da Rússia. Fizeram parte deste período: a crise cambial brasileira em 1999; as crises da Turquia e da Argentina em 2001/2002. Além do mais, destaca-se também o desinflar da bolha especulativa nas bolsas de valores americanas, que repercutiu nos preços das ações no mundo todo; os ataques de 11 de setembro de 2001; e a revelação de escândalos contábeis em corporações americanas de capital aberto¹⁴.

Gráfico 3 - Taxa Treasury Bond (1 Year) - %



Fonte: Banco Central do Brasil
Elaboração própria

¹⁴ No caso do Brasil, também se pode citar as incertezas quanto ao futuro da política, afinal, era ano de eleição presidencial.

Esta é uma fase de instabilidade e os fluxos de recursos para os países periféricos são fortemente influenciados por todos os acontecimentos relatados. Ademais, ocorrem também mudanças importantes na política monetária norte americana, alternando um período de queda das taxas de juros desse país com momentos de aumento e nova redução das taxas (Gráfico 3). O ponto que salientamos é que a caracterização do período que vão de 1998 a 2003 são definidos pela alternância de momentos de expansão da liquidez internacional, seguidos por períodos abruptos de retração de recursos, indicando-se ciclos curtos (dinâmica de *feast or famine*) (IMF, 2003).

Em meio a este cenário de instabilidade, observa-se um processo de aumento dos Prêmios de Risco das economias periféricas e ocorrem movimentos de fortes vendas dos papéis relacionados a estes países. Toda a vez que havia algum elemento conjuntural de instabilidade ou em que ocorria a **expectativa** de crescimento da taxa de juros norte americana, os capitais se moviam maciçamente para os títulos desse país. Nesta situação, para além da volatilidade, ocorreu uma queda no volume dos fluxos para os países periféricos e especialmente para os países da América Latina

No caso do Brasil, a conta de Investimentos em Carteira apresenta estes movimentos de entradas e saídas abruptas de recursos. Paralelamente, em termos de sua trajetória, destaca-se a queda dos fluxos (Gráfico 2). É interessante observar que esta queda ocorre também para o caso dos Investimentos Diretos e dos Empréstimos Bancários, indicando que o período, em geral, é de redução de liquidez.

Paralelamente, pode-se dizer que, a partir de 2003, abre-se um novo ciclo de liquidez, com aumento de fluxos de capitais para os países periféricos (BIS, 2003) e isto também ocorre para o caso dos países da América Latina¹⁵.

Uma característica desta fase é a de que as Contas Públicas e a Dívida Externa dos países dessa região encontram-se ajustadas. Ademais, outro fato importante refere-se ao crescimento do preço das *Commodities*, e à expansão da China que provocaram o rápido crescimento da exportação de produtos primários, com consequências altamente positivas para o resultado do balanço de Transações Correntes dos países que entraram nesta estratégia. Assim, no caso da América do Sul, este é um período de queda dos indicadores de Risco¹⁶ e de grande crescimento das Reservas Internacionais¹⁷.

¹⁵ Classificados como “emergentes do Hemistério Ocidental” pelo FMI. Cabe observar que em 2002 e 2003 a Argentina e o Chile ainda apresentaram um resultado negativo das Contas de Investimentos em Carteira.

¹⁶ Observa-se a queda do índice Embi+ calculado para a América Latina, além da queda do índice para os países da região, individualmente.

¹⁷ Entre 2000 e 2007 as principais economias emergentes acumulam mais de \$2 trilhões de dólares em reservas cambiais (BIS, 2009).

No entanto, o que mencionamos é que, mesmo nesta fase de liquidez e, mesmo considerando a melhora dos indicadores econômicos domésticos desses países, continuaram ocorrendo importantes movimentos de volatilidade nos recursos de Investimentos em Carteira dirigidos aos mesmos.

Esta dinâmica esteve, mais uma vez, fortemente relacionada com o comportamento da economia norte americana e dos seus mercados de títulos. As análises dos organismos multilaterais enfatizam esta questão, indicando que o movimento da política monetária dos Estados Unidos provocaram movimentos de reestruturação de portfólio dos investidores, que afetaram diretamente as aplicações dirigidas aos países periféricos. A este respeito destacamos três momentos em especial:

- (i) Primeiro semestre de 2004: período em que se observa a mudança de trajetória das taxas básicas de juros norte americanas em 2004, quando as mesmas passam a crescer, provocando um novo movimento de venda de papéis de países periféricos, no intuito de retornar ao mercado norte americano (IMF, 2004) ;
- (ii) Primeiro semestre de 2006: quando domina a expectativa de que se apresentaria um aumento mais expressivo das taxas de juros dos Estados Unidos , por conta do movimento da inflação daquele país, provocando ações de realocação nas carteiras dos investidores (de saída das economias emergentes, para os títulos do tesouro americano) (IMF, 2006);
- (iii) Segundo semestre de 2006: em ocorre a volta de um expressivo fluxo de recursos para os países periféricos, sob a difusão de novas expectativa de que as taxas de juros dos Estados Unidos passariam a apresentar apenas um crescimento moderado. Apresenta-se a partir daí um processo de redução das taxas de juros básicas dos Estados Unidos até 2008 (IMF, 2010).

Quando analisamos a Conta Financeira do Brasil, observamos que ela está integrada a estas mesmas explicações. Observa-se um retorno dos capitais a partir de 2003.

Da parte dos Investimentos Diretos, há um paulatino aumento da magnitude dos mesmos, em grande parte por conta da própria expansão do país e abertura de novas oportunidades lucrativas. A este ingresso se somam os de Investimentos em Carteira, e queremos indicar duas questões. Em primeiro lugar, o crescimento de seus volumes, sendo que a trajetória dos mesmos é determinada pelo fluxo de “Estrangeiros”. O comentário é o de que parte importante do ingresso desses capitais

esteve atrelado a movimentos de *carry-trade*¹⁸, incentivados pelo elevado diferencial de juros das economias emergentes em relação às centrais (AKYÜZ, 2011).

Em segundo lugar, queremos destacar as mudanças de trajetória desses fluxos. O Gráfico 2 nos mostra o retorno dos recursos de Investimentos em Carteira no final de 2003, mas é possível observar os movimentos dos mesmos que ocorrem: no início de 2004, no início de 2006 e no final de 2006. Ou seja: os mesmos estiveram associadas aos acontecimentos relatados acima, sem controle do país, mesmo quando se ofereciam altos juros internos e, mesmo quando os indicadores macroeconômicos domésticos haviam melhorado consideravelmente.

O período 2008-2012: volta rápida dos fluxos após a crise de subprime, dificuldade de controle e arbitragem regulatória

Após registrar resultados mensais negativos entre o final de 2008 e início de 2009, em função dos impactos da crise financeira internacional, o Balanço de Pagamentos brasileiro passou a exibir uma trajetória de resultados mensais superavitários. O que se observa é que os fluxos de Investimentos em Carteira financiaram os déficits de Transações Correntes que se observaram no país neste período que estamos considerando. Um fato importante a mencionar é que o Brasil, assim como os demais periféricos, sofreram uma forte perda de recursos com a eclosão da crise de *Subprime* nos Estados Unidos, que teve impactos profundos sobre a Europa. No entanto, rapidamente observa-se uma rápida reversão desse quadro, sendo que os capitais retornam ao país, em grandes magnitudes.

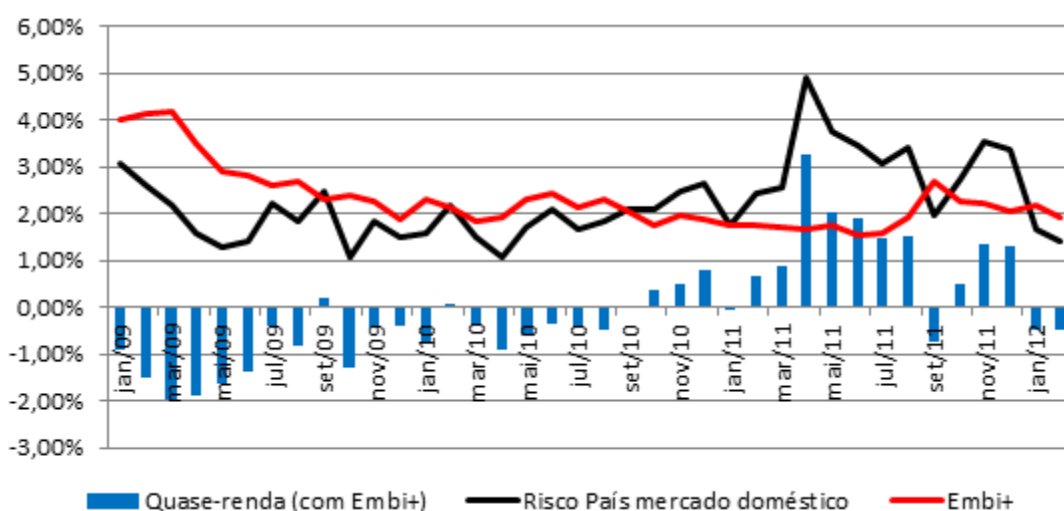
Uma das questões que queremos salientar é o de que no caso dos Investimentos em Carteira observam-se ingressos expressivos de recursos, que pressionaram fortemente o câmbio, no sentido de sua valorização. Neste caso, o nosso destaque vai para o fato de que a dinâmica desses fluxos esteve associada à ação da redução das taxas de juros dos Estados Unidos, articulada à política de *quantitative easing*, que aumentou rapidamente a liquidez internacional. Nesta situação, o diferencial de juros entre a taxa paga pelos títulos do Tesouro Americano e a paga pelos títulos domésticos aumentou drasticamente, especialmente para os títulos negociados no país. Para se ter ideia desta dinâmica o Gráfico 4 nos mostra a trajetória do Risco País requerido no Mercado doméstico e o Risco País requerido pelo mercado internacional, seguindo as explicações anteriormente indicadas neste trabalho. Ademais, apresenta-se a diferença entre os dois riscos (Quase Renda), sendo possível observar o Ganho extra dos capitais que aplicara no Brasil no período considerado, mesmo após a cobertura de risco de câmbio. Este processo, por sua vez,

¹⁸ Operação de arbitragem entre moedas, pela qual o investidor vende a moeda que lhe rende juros menores e adquire outra moeda, que rende juros maiores.

provocou um influxo de recursos consideráveis, tanto em títulos negociados no exterior, mas especialmente em títulos negociados no país..

A entrada maciça de dólares na economia brasileira e a consequente apreciação da taxa de câmbio levaram o governo brasileiro a intensificar fortemente a política de controle dos fluxos de capitais¹⁹, triplicando a alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) para as aplicações em renda fixa e empréstimos externos de até dois anos, e aumentando a incidência, no caso das ações (CORRÊA et alii, 2012)²⁰.

Gráfico 4 - Risco País (mercado doméstico), Risco País (mercado internacional) e “quase renda”



Fonte: Corrêa et alii, 2012

Esta ação e o avanço dos controles dos fluxos de Investimento em Carteira, logo em seguida, levaram a algumas mudanças qualitativas na composição dos fluxos, sendo que queremos comentar duas delas: (i) mudanças nas dinâmica dos Investimentos Diretos e Investimentos em Carteira; (ii) aumento da participação dos Investimentos Diretos de brasileiros (IDB) na composição dos Investimentos Diretos totais (ID).

Os fluxos mensais de Investimentos Diretos (ID) passaram a superar a dos Investimentos em Carteira (IC) no total da Conta Financeira a partir de novembro de 2010. Note-se que nos fluxos acumulados em 12 meses esta ultrapassagem aparece a partir de março de 2011 (Gráfico 2).

A análise dos Fluxos de “Estrangeiros” nos mostra claramente que, ao mesmo tempo em que as aplicações em Carteira caem expressivamente após as medidas de controle, os segundos crescem

¹⁹ No primeiro semestre de 2008 e depois no final de 2009 o governo já havia iniciado timidamente esta política.

²⁰ Para o detalhamento das políticas do controle de capital no período considerado vide Corrêa, V.P.et alii (2012)

fortemente (Gráfico 5). Além de se observar a sincronia dos dois movimentos, outro fato que chama a atenção é o de que os patamares do ingresso dos Investimentos Diretos de Estrangeiros mudam neste momento, o que pode ser observado no Gráfico 6.

O nosso ponto é o de que o elevado diferencial entre juros internos e externos e o controle exercido sobre os Investimentos em Carteira se constituíram em um atrativo para o desvirtuamento desses fluxos, intensificando a entrada de capitais especulativos sob a rubrica Investimento Direto²¹.

Gráfico 5: Investimento Direto Estrangeiro e Investimento em Carteira de Estrangeiros

Fluxos mensais em US\$ bilhões

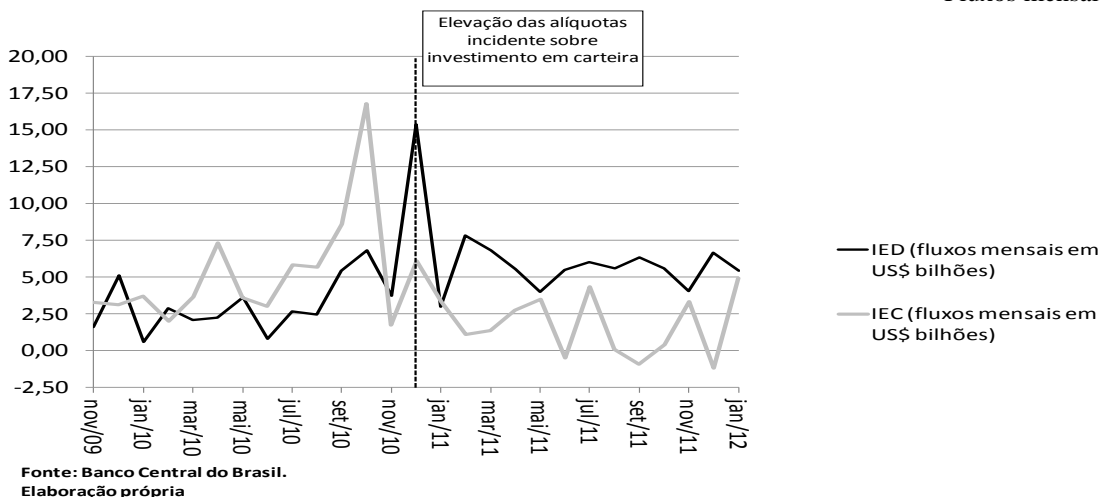
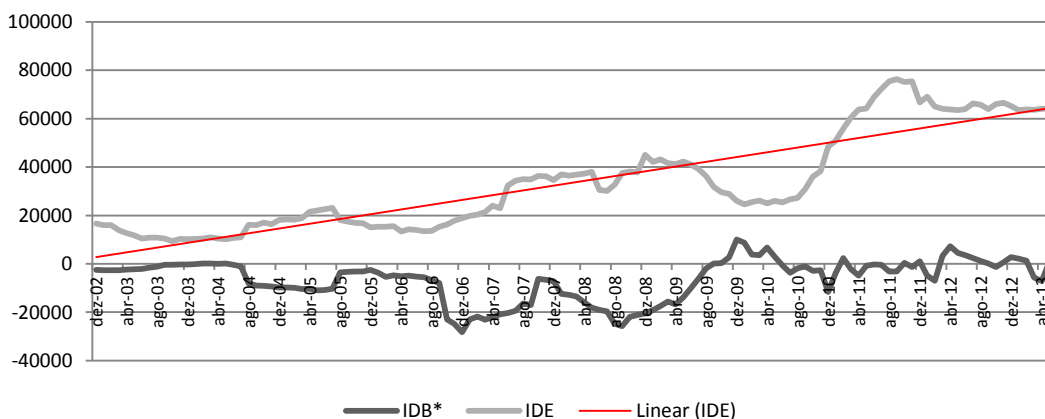


Gráfico 6: Investimento Direto de Estrangeiros e de brasileiros

- Fluxos mensais, acumulados em 12 meses em US\$ milhões



Fonte: Banco Central do Brasil
Elaboração própria

Isto, provavelmente, já vinha ocorrendo antes, mas a nossa hipótese é a de que este movimento se intensificou com o aprofundamento das medidas de controle. A perspectiva é a de

²¹ A discussão apresentada a seguir se baseia em Corrêa et alii (2013).

que, parte dos capitais especulativos deixaram de entrar no país sob a rubrica de Investimentos em Carteira, mas paralelamente este perfil de capitais retornou sob a rubrica de Investimentos Diretos²².

Tal situação é possível porque a rubrica de “Investimento Direto” contém uma parte relacionada à aquisição/alienação de participação em capital acionário e créditos/amortizações de empréstimos intercompanhia.

Neste sentido, o formato do registro do capital como Investimento Estrangeiro Direto (IED) pode mascarar o perfil do capital ingressante. De fato, a exigência para registro como IED é sua participação mínima de 10% no capital social de uma empresa com direito a voto (aquisição/subscrição/aumento de capital). Dessa forma, nada impede, por exemplo, que a compra de uma participação de 11% em ações ordinárias através de IED seja facilmente liquidada em seguida, descaracterizando inteiramente o que aparentemente constituiria um compromisso empresarial de longo prazo²³.

Outro movimento que pode acontecer é que, na ausência de fiscalização do destino desses recursos após seu registro de entrada, há possibilidade de abertura de novas sociedades anônimas pelos investidores estrangeiros seguida de aplicação, através de operações de tesouraria, em fundos de investimentos financeiros. Tais aplicações ficariam isentas, portanto, da tributação incidente sobre os ingressos dos investimentos em carteira.

Um dos indícios deste movimento é o de que o aumento da velocidade de crescimento dos influxos do IED ocorreu logo após a adoção de medidas destinadas ao controle maior dos fluxos de capitais. Neste sentido, abrimos mais estes dados para compreender melhor esta dinâmica, referente ao primeiro semestre de 2011, meses que sucedem as medidas de controle do final de 2010.

Uma primeira constatação é a de que o aumento dos níveis de IED líquido foi ocasionado, tanto pelos créditos dos empréstimos intercompanhias, quanto pelo ingresso da participação no capital (Tabela 1). No caso dos primeiros, nenhum tributo incidia sobre empréstimos superiores a 2 anos, indicando-se que parte do crescimento destes recursos poderia indicar a existência de arbitragem regulatória²⁴.

²² Note-se que não estamos dizendo que são os **mesmos** capitais que saíram de IC e entraram via ID. A hipótese é a de que capitais com viés especulativos saíram. No caso dos ID, parte dos capitais que ingressaram tem o mesmo este perfil.

²³ Kregel (2004), levanta esta questão.

²⁴ Em fevereiro de 2012 o governo brasileiro aumentou o prazo desses empréstimos de 2 para 3 anos e logo em seguida para 5 anos, num reconhecimento da possibilidade de arbitragem regulatória através de empréstimos intercompanhia.

Quando à participação do capital, analisamos os ingressos líquidos por volume. Observamos que as faixas de distribuição por valores que apresentaram maiores volumes de operações logo após a intensificação do IOF foram aquelas que registraram taxas mais pronunciadas de crescimento, destacando-se aquelas entre US\$ 500 milhões a US\$ 1 bilhão. Considerando-se o total dos capitais acima de US\$ 500 milhões, nota-se que por esta rubrica entraram US\$ 13,6 bilhões de dólares no primeiro semestre de 2011. No entanto, note-se que, paralelamente, as operações menores que US\$ 500 milhões também cresceram expressivamente, somando um total de US\$ 18,5 bilhões no mesmo período.

Tabela 1- Investimentos Estrangeiros Diretos em US\$ milhões

Discriminação	1º semestre 2010	1º semestre 2011	Taxa de variação (%)
Entrada Participação no capital	18.151	31.170	77
Saída Participação no capital	5.895	6.343	8
Receitas dos Emps. Intercompanhia	7.912	17.310	119
Despesas dos Emps. Intercompanhia	8.072	10.660	32

Fonte: Banco Central do Brasil, elaborado por Corrêa et alii (2013)

Tabela 2 – Investimentos Estrangeiros Diretos em US\$ milhões – discriminação por faixa

Discriminação	1º semestre 2010	1º semestre 2011	Taxa de variação (%)
Operações inferiores e iguais a US\$ 10 milhões	2.746	3.956	44
Operações entre US\$ 10 milhões e US\$ 20 milhões	1.280	1.687	32
Operações entre US\$20 milhões e US\$ 50 milhões	2.471	3.251	32
Operações entre US\$50 milhões e US\$ 100 milhões	1.777	3.391	91
Operações entre US\$100 milhões e US\$ 500 milhões	3.762	6.251	66
Operações entre US\$ 500 milhões e US\$1bilhão	1.372	4.563	233
Operações acima de US\$ 1 bilhão	4.743	9,071	91
Total	18.151	32.170	77

Fonte: Banco Central do Brasil, elaborado por Corrêa et alii (2013)

Na verdade, ocorre um aumento expressivo dos ingressos, tanto nas maiores, quanto nas menores operações e não há nada que impeça a ocorrência de dois movimentos simultâneos na economia: grandes aportes de investimentos em ampliação de capital das empresas, voltados para a geração de lucros e dividendos futuros, e volumes crescentes de operações objetivando ganhos especulativos mais imediatos, sendo esta a hipótese que levantamos. Ademais, parte desse capital relativo a operações de maior porte, também pode envolver a venda de ações em mercado.

Outra análise refere-se ao movimento de Investimentos Diretos de Brasileiros que, em determinados momento supera os valores dos Investimentos Diretos de Estrangeiros.

O estudo mais cuidadoso destes fluxos nos mostra (Tabela 3) que as altas entradas o primeiro semestre de 2011 ligadas a: (i) empréstimos das filiais estrangeiras a matrizes brasileiras; e (ii) recolhimento de amortizações recebidas por parte das matrizes brasileiras referentes a empréstimos (supostamente) concedidos no passado a suas filiais no exterior.

Tabela 3 – Investimento Direto de Brasileiros : Empréstimos Intercompanhias

US\$ milhões

	Total			Matriz no Brasil a filial no exterior			Filial no exterior a matriz no Brasil		
	crédito	Débito	líquido	Amortização recebida	Desembolso concedido	líquido	Ingresso	Amortização Paga	Líquido
1º sem 2010	6.734	-3.505	3.229	5.136	-971	4.164	1.598	-2.534	-936
1º sem 2011	18.398	-1.240	17.158	14.315	-396	13.919	4.083	-844	3.239
Taxa de variação (%)	173			179			155		

Fonte: Banco Central do Brasil, elaborado por Corrêa et alii (2013)

Isto indica que estes investidores optaram por trazer os capitais de volta para se beneficiar do alto diferencial de juros que se observava na época através de supostos “empréstimos” às matrizes, que não pagavam IOF. Paralelamente, trazem de volta outra parte dos recursos na forma das amortizações. Ou seja, são movimentos de ajuste à conjuntura.

Considerações finais

Neste trabalho quisemos articular a abordagem de Chesnais, relativa à dinâmica do capitalismo contemporâneo com a especificidade dos países periféricos. A análise do autor destaca que, desde o final da década de 1980, a economia global tem experimentado mudanças profundas, dentre elas enfatizando-se as mudanças na estrutura monetária e financeira.

Mostra-se que estas estiveram relacionadas com o crescimento da securitização, com o avanço dos mercados de derivativos e a um amplo processo de liberalização de desregulamentação de mercados. Estes processos provocaram impactos sobre o volume e a lógica de direcionamento dos capitais, afetando o perfil do direcionamento dos fluxos financeiros. Um dos pontos centrais da análise de Chesnais é o de que se deve partir da esfera financeira para entender “o nível e a orientação” da acumulação na atualidade. Para ele, o capital portador de juros está no centro das

relações econômicas, sendo que o mercado secundário de títulos é, hoje, a instituição central da finança globalizada.

A ideia é a de que a liberalização financeira e o endividamento via títulos magnificam a lógica e o alcance da operação desses capitais e explicitam o potencial de instabilidade desses fluxos. O fato importante é o de que parte importante desses capitais estão em busca de alta rentabilidade, associada, ainda, a aplicações que possam ser flexíveis. Ao mostrar que parte importante do movimento de compras e vendas de títulos pode ter a ver com ações especulativas, Chesnais enfatiza a vulnerabilidade das economias a esta nova configuração das finanças e o nosso ponto é o de que esta vulnerabilidade é ainda maior no caso dos países periféricos, que não têm moeda forte.

Para ilustrar esta questão, analisamos a dinâmica dos fluxos financeiros dirigidos aos países periféricos no período 2003-2012, tomando os dados do Brasil como foco do estudo. O ponto de partida foi o de verificar a dinâmica dos fluxos de Investimentos em Carteira, que referem-se a capitais (estrangeiros e domésticos) comprando e vendendo títulos de dívida.

A perspectiva é a de que estes apresentam um “viés de curto prazo”, na medida em que estão continuamente analisando a conjuntura, partindo centralmente do comportamento do mercado de títulos norte-americano. Ademais, o movimento dos capitais que se dirigem aos países periféricos, comprando/vendendo títulos envolve, não só a análise do direcionamento dos juros nos países centrais, como também a busca de ganhos adicionais na aplicação em títulos considerados mais “arriscados”. Assim, a o movimento desses capitais centralizados está ligado às condições de liquidez dos mercados globais.

O nosso ponto então é que o formato de endividamento via títulos tem o potencial de fragilizar fortemente os países periféricos que não têm moeda forte. A fragilização tem o sentido de vulnerabilidade, na medida em que estes movimentos não podem ser, efetivamente, controlados pelo país periférico.

Para nós, quanto maior o peso dos capitais com perfil especulativo e de alta flexibilidade na conta Financeira do Balanço de Pagamentos de um país periférico, maior o potencial de vulnerabilidade do país, na medida em que ele estará sujeito a bruscas reversões de recursos (nacionais e externos), que independem de “quão boa” e “adequada” seja a política interna adotada.

Foi então partindo desta perspectiva que analisamos os dados da Conta financeira da Economia brasileira entre 2003 e 2007. Estes dados nos mostraram que os fluxos de Investimentos em Carteira apresentaram movimentos importantes de volatilidade influenciados pela política monetária norte-americana,

mesmo em períodos de melhoras dos indicadores macroeconômicos domésticos e, mesmo oferecendo taxas de juros atrativas.

Assim, a rápida reversão dos fluxos neste período de liquidez internacional e de estabilidade doméstica, nos mostra que não têm sido, meramente, as questões relacionadas aos “fundamentos” dos países que geram o movimento de entrada desses fluxos, assim como não tem sido a piora dos mesmos, a gerar a queda.

A questão é a de que a duração do período de expansão é completamente desconhecido e, nesta dinâmica, a mera sinalização de que as taxas de juros norte americanas, ou no mercado de eurodólar, podem subir de forma mais abrupta, pode provocar uma venda dos papéis dos países periféricos.

Outra consideração que levantamos, emergiu da análise do período 2008-2012. Foi aí possível observar o retorno rápido dos recursos após a crise de *subprime*, indicando-se que a liquidez que se observa aí esteve ligada à política de *quantitative easing* dos Estados Unidos e ao diferencial dos juros do Brasil. O ponto salientado é o de que o ingresso excessivo destes capitais tem efeitos sobre a competitividade do país, mas o seu controle apresenta grande dificuldade. Aí destacamos que os próprios fluxos de “Investimentos Diretos” devem ser qualificados pois, pelas características de contabilização dessa conta, parte desses fluxos referem-se a compra de ações, que podem ser rapidamente vendidas em mercado. Ou seja: podem ocorrer operações que envolvam a fuga de regulações sobre os Investimentos em Carteira, como aquelas implantadas no país em 2009.

O nosso ponto é o de que, o capital que ingressa no país pelo diferencial de juros continua sendo muito volátil e é de difícil controle, provocando impactos, tanto na entrada, quanto na saída. Para nós, a análise do crescimento das Reservas do país e dos indicadores tradicionais de vulnerabilidade externa, não são suficientes para indicar o potencial de vulnerabilidade. É necessário analisar o perfil da Conta Financeira e o peso dos capitais com viés de curto prazo componentes da mesma e isto deve ser confrontado com a dinâmica das Transações Correntes do país.

Referências Bibliográficas

AGLIETTA, M.(1979). **Regulación y Crisis del Capitalismo**. Cidade do México: Siglo Vientiuno Editores.

BIS (2003). *Quarterly Review*, june. Basle: BIS ([HTTP://www.bis.org](http://www.bis.org))

BOYER, R.(1986). **La théorie de la régulation: une analyse critique**. Paris: La Découverte, «Agalma»,

CHESNAIS, F.(1996 a). **A mundialização do capital**. São Paulo: Xamã.

_____ (1996 b). *Notes en vue d'une caractérisation du capitalisme – à la fin du XX siècle*. Paris: **Carré Rouge**, n° 1

_____ (1996 c). *Contribution au débat sur le cours du capitalisme à la fin du XXe siècle*. In **Actualiser l'économie de Marx, actuel Marx confrontation**. Paris: Presse Universitaire de France

_____ (1997). *L'émergence d'un régime d'accumulation à dominante financière*. **La Pensée**, Jan./Mar. 1997.

_____ (1998). Prefácio à edição brasileira; Introdução geral e posfácio; *Mundialização financeira e vulnerabilidade sistêmica*. In: CHENNAIS, F. (org). **A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo: Xamã

_____ (2002). *A teoria do regime de acumulação financeirizado: conteúdo, alcance e interrogações*. Campinas: **Economia e Sociedade**, v. 11, n. 1 (18), jan./jun.

_____ (2005). *O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos*. In: CHESNAIS, F. (org). **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo.

_____ (2006). *La preeminence de la finance au sein du capital en general', le capital fictif et le mouvement contemporain de mondialisation du capital*. In: **Séminaire d'Études Marxistes. La finance capitaliste**. Paris: Presse Universitaire de France

CORRÊA, V. P. (1996). *A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento*. Campinas: **Tese de doutorado em Teoria Econômica** apresentada ao IE/Unicamp.

_____ (2005) *Fluxos de capitais, volatilidade e vulnerabilidade externa – uma análise do caso brasileiro pós abertura financeira*. **Anais do X ENEP – Encontro Nacional da Sociedade Brasileira de Economia Política**

CORRÊA, V.P.; BRAGA J. M.; R. C. SILVA & MESSENBURG, R. P. (2012). *Instability of Capital Inflows and Financial Assets Returns in the Brazilian Economy*. In: **AFEP / AHE / IIPPE Conference 2012, Paris**.

CORRÊA, V. P.; dos Santos, C. H.; ALMEIDA FILHO, N.(2012) Mudanças estruturais no Brasil – avanços e limites. **Anais do VI Encontro Internacional da Associação Keynesiana brasileira**.

GONÇALVES, R. (1996).Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira, in: BAUMAN R. (org), **O Brasil e a Economia Global**. Rio de Janeiro: Ed.Campus

GONÇALVES, R.(1999) *Globalização econômica*. Disponível em http://www.ie.ufjf.br/hpp/intranet/pdfs/texto_no._1_globalizacao_economica.pdf

GRIFFITH JONES, S. (2003). The context for capital account liberalization; where goes the international financial system ?Institute of Development Studies – University of Sussex (mimeo)

GRIFFITH-JONES, S. (1998). How to protect developing countries from volatility of capital flows? **Anais do Seminário Internacional: Modelos e políticas de desenvolvimento: tribute a Aníbal Pinto**. Rio de Janeiro, BNDES/CEPAL

IMF – **Regional Economic Outlook: Asia and Pacific** (2006). World Economic and Financial Surveys. Washington, DC, set.

IMF – **World Economic Outlook (2010). Rebalancing Growth**. Washington, DC, april.

IMF (2004). **Global Financial Stability Report: market developments and issues**. Washington, DC: IMF, april.

KREGEL, J. (2004). *Riscos e Implicações da Globalização Financeira para a Autonomia de Políticas Nacionais*, in Ferrari Filho, F. de Paula, L. F., orgs. **Globalização Financeira**. Petrópolis: Editora Vozes.

MARQUES, R. M. e NAKATANI, P. (2009). *A finança capitalista: a contribuição de François Chesnais para a compreensão do capitalismo contemporâneo*. Uberlândia: **Revista Economia Ensaio**, v. 1 n. 24.

MINSKY, H.(1986). **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press.

PRATES D. M. (1997). *A gestão dos fluxos de capitais na América Latina nos anos 90*. Campinas: **Leituras de Economia Política**- LEP, vol 4.

PRATES, D. M. (2005). *As Assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional*, **Revista de Economia Contemporânea**, Volume 9, Maio-Agosto.

UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT- UNCTAD (2008). *World Investment Report 2008: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*. Disponível em: http://www.unctad.org/en/docs/wir2008_en.pdf. Acesso em: 13 de julho de 2011.