

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
Instituto de Economia e Relações Internacionais

Ana Flávia da Cruz Montemor Cardoso

O perfil dos fluxos financeiros na Índia a partir dos anos 2000

Um estudo sobre a volatilidade dos capitais estrangeiros a partir da hierarquia da moeda no
Sistema Monetário Internacional

Uberlândia

2018

ANA FLÁVIA DA CRUZ MONTEMOR CARDOSO

O PERFIL DOS FLUXOS FINANCEIROS NA ÍNDIA A PARTIR DOS ANOS 2000

Um estudo sobre a volatilidade dos capitais estrangeiros a partir da hierarquia da moeda no
Sistema Monetário Internacional

Monografia apresentada no Instituto de Economia e Relações Internacionais da Universidade Federal de Uberlândia como requisito básico para a obtenção do grau de Bacharel em Relações Internacionais, sob orientação da Prof^ª. Dr^ª. Vanessa Petrelli Corrêa.

Uberlândia

2018

O perfil dos fluxos financeiros na Índia a partir dos anos 2000

Ana Flávia da Cruz Montemor Cardoso

Uberlândia 06 de julho de 2018

BANCA EXAMINADORA

.....
Vanessa Petrelli Corrêa
(Orientadora – IERI- UFU)

.....
Vanessa da Costa Val Munhoz
(IERI -UFU)

.....
Sandra Aparecida Cardozo
(IERI – UFU)

Agradecimentos

Este trabalho e todos os anos de universidade foram realizados com muito esforço pessoal e dedicação. No entanto, eles só foram possíveis por conta de algumas pessoas próximas a mim que proveram todo suporte e estrutura necessária para tais feitos.

Em primeiro lugar gostaria de agradecer à Deus, pela saúde que tenho e pelas oportunidades postas em meus caminhos. Em segundo lugar aos meus pais, Flávio e Elisângela, que deram todo o suporte material e psicológico, me sustentando à 610km de casa e fazendo com que todos os problemas fossem facilmente solucionados e que me apoiaram em cada decisão que tomei e que me trouxe até este dia. Eles são a base mais sólida de educação e amor que tenho em minha vida. E a minha irmã, Maria Eduarda, que sempre esteve ao meu lado.

Em um terceiro lugar gostaria de agradecer meus avôs, Jayro e Nedy, que me apoiaram e foram figuras de suma importância nesses anos de faculdade. Aos meus amigos, Renata, Vinícius, entre outros, que se tornaram famílias e ombros quando a distância foi cruel e quando as dificuldades pareciam maiores do que de fato eram. A graduação só foi possível graças ao conjunto destas pessoas tão importantes que somadas tiveram cada uma um lugar especial. Devo a eles total agradecimento e, por tanto, compartilho esse momento e essa vitória com vocês. Obrigada!

Resumo

A dinâmica dos fluxos de recursos dirigidos aos países periféricos no período entre 2000 e 2016 está fortemente influenciada política monetária dos países centrais, especialmente a dos EUA, explicada pela teoria da hierarquia monetária, na medida em que o caráter cíclico da economia internacional e a assimetria monetária determinante da liquidez das moedas internacionais influenciam as decisões de políticas doméstica nos países periféricos. Dessa forma, existe uma maior dificuldade dos países em recuperarem-se quando a economia internacional entra em períodos de crise, e ao mesmo tempo de promoverem políticas que diminuam os impactos destes períodos.

Palavras Chave: Índia; Capital Externo; Abertura Comercial; Balança de Pagamentos; Fluxos Financeiros

Abstract

The capital flows dynamic to peripheral countries in the period between 2000 and 2016 is strongly influenced by the monetary policy of the central countries, especially the US, explained by the theory of the monetary hierarchy. Insofar as the cyclical character of the international economy and the monetary asymmetry determining the liquidity of the international currencies influence the domestic policy decisions in the peripheral countries. Thus, there is a greater difficulty for countries to recover when the international economy enters periods of crisis, while at the same time promoting policies that reduce the impacts of these periods.

Keywords: India; External Capital; Commercial Opening; Balance of payments; Financial Flows

Lista de Tabelas

| | |
|--|----|
| Tabela 1: Dados referentes ao Gráfico 11..... | 59 |
|--|----|

Lista de Figuras

| | |
|--|-----|
| Figura 1: Níveis de Abertura da Conta Financeira (até 3º nível) | 46 |
| Figura 2: EMBI+ Índia..... | 95 |
| Figura 3: CDS Indiano entre 2004 e 2011..... | 98 |
| Figura 4: CDS dos país do BRIC entre 2009 e 2011..... | 99 |
| Figura 5: Índice VIX..... | 101 |

Lista que Quadros

| | |
|---|----|
| Quadro 1: Periodicidade da Liquidez Mundial..... | 63 |
|---|----|

Lista de Gráficos

| | |
|---|----|
| Gráfico 1: Taxa de juros norte-americana – dados mensais de 2000 a 2016..... | 65 |
| Gráfico 2: Influxos de capitais brutos para os países emergentes (em porcentagem do PIB) | 67 |
| Gráfico 3: Fluxos líquidos dirigidos a países Emergentes: Total, Investimentos em Carteira e Investimentos Diretos– em US\$ bilhões..... | 68 |
| Gráfico 4: Crescimento Real do PIB (% por ano) | 75 |
| Gráfico 5: Ciclo dos Fluxos de Capitais (fluxos de entrada – inflows) dirigidos para a Índia pós 1990 – em US\$ milhões | 80 |
| Gráfico 6: Índia - Conta Financeira Líquida (primeiro nível de abertura) - dados trimestrais em US\$ milhões..... | 82 |
| Gráfico 7: Brasil - Conta Financeira Líquida (primeiro nível de abertura) - Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões..... | 82 |
| Gráfico 8: África do Sul - Conta Financeira Líquida (primeiro nível de abertura) - Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões..... | 83 |
| Gráfico 9: Rússia - Conta Financeira Líquida (primeiro nível de abertura) - Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões..... | 83 |
| Gráfico 10: Índia - Fluxos componentes de Investimento Direto - Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões..... | 86 |
| Gráfico 11: Brasil: Fluxos componentes de Investimento Direto Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões..... | 86 |
| Gráfico 12: África do Sul: Fluxos componentes de Investimento Direto - Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões..... | 87 |
| Gráfico 13: Rússia – Fluxos componentes de Investimento Direto - Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões..... | 87 |
| Gráfico 14: Índia – Investimento em Carteira Líquido - Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões..... | 89 |
| Gráfico 15: Índia – Fluxos de Investimentos em Carteira – Passivos- Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões..... | 89 |

| | |
|---|----|
| Gráfico 16: Brasil – Investimentos em Carteira: Ações e fundos de Investimento X Títulos de Renda Fixa- Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões..... | 90 |
| Gráfico 17: Brasil – Investimentos em Carteira Passivos - Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões..... | 90 |
| Gráfico 18: África do Sul – Investimentos em Carteira: Ações e Fundos de Investimento X Títulos de Renda Fixa Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões..... | 91 |
| Gráfico 19: África do Sul – Investimentos em Carteira Passivos- Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões..... | 91 |
| Gráfico 20: Rússia – Investimentos em Carteira: Ações e Fundos de Investimento X TRF- Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões..... | 92 |
| Gráfico 21: Rússia – Fluxos de Investimentos em Carteira Passivos. Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões..... | 92 |
| Gráfico 22: Dívida Externa Indiana (% do PIB) | 93 |
| Gráfico 23: Passivo externo e índice do PIB (RHS) – Em US\$ milhões..... | 94 |

Sumário

| | |
|---|-----------|
| Introdução | 12 |
| Capítulo 1: Moeda e Dinheiro em Keynes e a hierarquia da moeda e a liquidez do sistema internacional..... | 16 |
| 1.1. Moeda e Dinheiro em Keynes - a economia monetária da produção..... | 16 |
| 1.2. Pós-keynesianos, fragilidade financeira e avanço da internacionalização dos capitais..... | 29 |
| 1.3. Hierarquia de moedas, finanças especulativas e países periféricos..... | 32 |
| Capítulo 2: O Balanço de Pagamentos e as Inovações Financeiras | 43 |
| 2.1. A estrutura da Conta Financeira dos Balanços de Pagamentos..... | 43 |
| 2.1.2. Investimento Direto..... | 47 |
| 2.1.2. Investimento em Carteira | 48 |
| 2.1.3. Outros Investimentos..... | 48 |
| 2.1.4. Derivativos | 49 |
| 2.2. Inovações financeiras dos anos 1960 em diante e a mudança do volume e perfil dos fluxos que transitam pela Conta Financeira..... | 49 |
| 2.2.1. O avanço das operações do mercado de créditos bancários: anos 1950/1960 e 1970..... | 50 |
| 2.2.2. Inovações financeiras dos anos 1980, 1990 e 2000 | 55 |
| 2.3. A Periodização dos ciclos econômicos mundiais | 62 |
| Capítulo 3: Abertura financeira e perfil dos fluxos financeiros dirigidos à Índia pós anos 1990 - o crescimento dos volumes e a indicação de perda de autonomia..... | 70 |
| 3.1. Contextualização da política indiana e o período pós década de 1990 – o cenário de fundo da liberalização financeira nos anos 1990 e 2000 | 71 |
| 3.2. Os fluxos financeiros indianos a partir da abertura financeira: características e instabilidade..... | 77 |
| 3.2.1. Dinâmica geral | 77 |
| 3.2.2. Análise dos fluxos após 2006 – período da abertura financeira mais profunda na Índia..... | 81 |

| | |
|---|------------|
| 3.3. Análise de alguns impactos da dinâmica dos fluxos financeiros | 94 |
| 3.4. Impactos dos fluxos sobre a gestão de políticas macroeconômicas – a primazia da instabilidade e da subordinação | 100 |
| Conclusão | 107 |
| Referências | 109 |

Introdução

As teorias mais convencionais de economia tratam a moeda com a exclusiva função de meio de troca. Por esse fator, os modelos econômicos que estas propõem, do ponto de vista monetário, não apresentam os aspectos exógenos aos países e suas diferenciações quando ao posicionamento que assumem no sistema internacional. Do mesmo modo, tais teorias não consideram as relações entre os Estados, tanto no campo político, como no campo econômico, desconsiderando assim os reflexos destas para as políticas nacionais. Dessa forma, quando observamos a relação entre os fluxos financeiros e as políticas dos países periféricos, notamos um vácuo entre as explicações ortodoxas e os movimentos de capitais financeiros nas economias contemporâneas.

Em contrapartida, alguns autores estudam as finanças e as relações dos países periféricos a partir das suas peculiaridades e buscando entender o complexo papel que a moeda desempenha, tanto no Sistema Monetário Internacional (SMI), quanto dentro das economias em desenvolvimento. Keynes¹, é um autor chave para entender as especificidades da moeda e a sua liquidez no sistema internacional, e assim, propor uma relação que esta tem com as taxas de juros de cada país. Para além da teoria keynesiana, Hyman Minsky², que ficou conhecido como teórico da instabilidade, apresenta como a liquidez da moeda influencia o ciclo da economia internacional e como a dimensão do endividamento dos países periféricos, sequenciado pela crise, está intrinsecamente ligada ao papel do capital estrangeiro e a volatilidade dos fluxos no sistema. Assim, para ambos os autores, as economias assumem um ritmo “normal” que causa a fragilidade sistêmica constante para a qual a moeda é de suma importância.

Sendo assim, é possível notar que os países periféricos apresentam um fluxo financeiro derivado do fluxo dos países centrais. Por esse motivo, possuem peculiaridades nas suas taxas de câmbio e de juros, bem como na condução das suas políticas macroeconômicas, que os de mais países não apresentam. Esta relação direta tem como

¹ John Maynard Keynes foi um economista britânico cujas ideias foram de oposição ao pensamento neoclássico e fundamentaram as suas análises das causas dos ciclos econômicos e da teoria do emprego, do juros e da moeda.

² Hyman Philip Minsky foi um economista americano pós-keynesiano, conhecido por seus estudos sobre as crises financeiras e sua ligação com o ciclo econômico.

principal consequência uma dificuldade maior desses países em promoverem políticas domésticas autônomas e acíclicas.

As moedas nacionais apresentam diferentes liquidez no cenário internacional, e portanto, assumem diferentes papéis quanto a demanda que geram no sistema monetário. Os fatores geopolíticos e geoeconômicos exercem forte determinação de causalidade e hierarquia dessas moedas, explicando como tais relações assimétricas ocorrem. Assim, é possível perceber que os países periféricos têm dinâmicas de ativos diferentes, ou seja, a liquidez destes, influência nas taxas de câmbio, uma vez que a capacidade de os ativos periféricos serem transformadas em meios de pagamento sem a perda de capital é menor que a capacidades dos ativos centrais.

Posto isso, vemos que algumas perguntas devem ser feitas ao problema desta pesquisa. Tais perguntas serão respondidas e exemplificadas analisando os casos da Índia. Ambos considerados países periféricos, com aberturas financeira e influências comerciais muito semelhantes até 2008, bem como moedas que desempenham papeis periféricos no SMI. Neste sentido, indaga-se qual a dinâmica que se estabelece entre o fluxo de investimentos nesse país e a liquidez do sistema monetário internacional? É necessário que haja um aprofundamento sobre o perfil dos investidores internacionais. Desse modo, em que medida os capitais, que são determinados pela hierarquia da moeda, afetam as políticas macroeconômicas domésticas dos países periféricos dificultando a recuperação nos períodos de crise sistêmica da economia mundial?

Após o longo ciclo de liquidez financeira internacional, que engloba a primeira metade dos anos 1990 e se estende até 1998, observa-se a reversão desses fluxos a grande parte dos países periféricos. Os países periféricos, como a Índia, ajustam suas economias e observa-se um retorno da liquidez aos mesmos, especialmente após 2002. A diferente inserção da Índia na dinâmica da economia mundial de investimentos nos anos de 1990, permite uma análise sobre os diferentes canais da relação monetária entre as economias em si, e as economias com o sistema monetário. Assim, é possível analisar os diferentes impactos da crise do *subprime* norte americana de 2008, em ambas as economias por meio dos Investimentos Diretos. O caráter dos investidores internacionais, que tem ação “em manada”, afeta diretamente os fluxos financeiros para os países periféricos, uma vez

que determinam as quantidades de reservas e de divisas internacionais dessas economias perante a moeda-chave (no caso da economia moderna, o dólar).

A hipótese central é a de que a dinâmica dos fluxos de recursos dirigidos aos países periféricos no período entre 2000 e 2016 está fortemente influenciada política monetária dos países centrais, especialmente a dos EUA, explicada pela teoria da hierarquia monetária. Na medida que caráter cíclico da economia internacional e a assimetria monetária determinante da liquidez das moedas internacionais influenciam as decisões de políticas doméstica nos países periféricos. Dessa forma, existe uma maior dificuldade dos países em recuperarem-se quando a economia internacional entra em períodos de crise, e ao mesmo tempo de promoverem políticas que diminuam os impactos destes períodos.

Destarte, em termos de periodização, esta hipótese é a de que o período 2002-2008 se apresenta como uma fase de forte direcionamento aos países periféricos, mais especificamente para os asiáticos, como é o caso indiano, e que entre o final de 2009 e 2011 o direcionamento se torna mais forte, mas mais especulativo. Após 2012 indica-se uma relativa perda de dinâmica dos fluxos dirigidos aos países periféricos.

No primeiro capítulo desta monografia será discutido a teoria necessária para entender o papel da moeda no Sistema Internacional. A economia capitalista, enquanto uma economia de hierarquia de agentes, a relação de capital e trabalho e em que a lógica central é a valorização do capital. Neste sentido, o "lado real e o monetário" estão intrinsecamente ligados, tornando aquela, uma economia em que a especulação faz parte da dinâmica de decisão, na medida em que não é possível prever o futuro.

Já o segundo capítulo, retomaremos a questão das inovações financeiras que afetaram o desenho dos mercados financeiros ao redor do mundo e que, paulatinamente geraram maior integração financeira, tornando a subordinação das moedas periféricas mais complexas, ainda que o valor das mesmas (o câmbio) e as exigências sobre os contratos de endividamento firmados por devedores periféricos (os juros) fortemente sujeito a fatores expectacionais permanecessem os mesmos.

Por fim, o terceiro capítulo deste trabalho, terá como objetivo central analisar o caso indiano com a finalidade de exemplificar a hipótese de que as economias periféricas se tornaram cada vez mais subordinadas às economias centrais à medida em que passa a

ocorrer o processo de internacionalização financeira. Ao mesmo tempo, aumenta o potencial de as mesmas estarem sujeitas a intensa instabilidade provocada por fatores conjunturais. Essa questão se exacerba a partir da configuração em que o endividamento via mercado de capitais passou a dominar a dinâmica dos fluxos de capitais. A isso se somou o processo de abertura financeira, conforme comentado no capítulo anterior.

Capítulo 1: Moeda e Dinheiro em Keynes e a hierarquia da moeda e a

liquidez do sistema internacional

Nesse capítulo será apresentado o plano teórico de fundo de análise que embasará esta monografia. O destaque é a caracterização da economia capitalista, enquanto uma economia de hierarquia de agentes, a relação de capital e trabalho e em que a lógica central é a valorização do capital. Neste sentido, o "lado real e o monetário" estão intrinsecamente ligados, tornando aquela, uma economia em que a especulação faz parte da dinâmica de decisão, na medida em que não é possível prever o futuro.

1.1. Moeda e Dinheiro em Keynes - a economia monetária da produção

As teorias mais convencionais de economia, como as que partem do modelo de equilíbrio geral, tratam a moeda com a exclusiva função de meio de troca, onde há os pressupostos de que há concorrência perfeita, plena informação, ou seja, é possível definir um "agente representativo". O sentido desse último é o de que, tanto os donos do "fator de produção" (K), quanto os vendedores de trabalho (ou emprego N), têm o mesmo poder, sendo agentes maximizadores.

O cerne da determinação da renda e do emprego se dá no âmbito do "lado real" da economia, havendo completa separação com o chamado "lado financeiro". A ideia desses modelos, que hoje conformam o chamado "consenso macroeconômico", é o de que há uma dicotomia entre o "mercado real" e o "monetário", sendo que nesse último, variações na quantidade de moeda afetam apenas os preços.

Esta perspectiva também se apresenta em nível das análises de modelos de macroeconomia aberta, em que o câmbio é definido essencialmente por variáveis reais, definidoras da dinâmica dos países. Um ponto importante é o de que na análise dos modelos de macroeconomia aberta não há hierarquia entre países, e, portanto, não há hierarquia entre moedas. A livre movimentação dos mercados levaria a uma equalização das taxas de juros e geraria um câmbio de equilíbrio, que refletiria as condições da própria dinâmica produtiva de cada país.

Isto posto, antes de seguirmos adiante, é interessante retomarmos as bases e as hipóteses constitutivas do modelo de equilíbrio geral walrasiano, que é o pano de fundo da chamada "teoria neoclássica" e do avanço consubstanciado pelos modelos novo-clássico e novo keynesiano que, hoje, conformam o chamado consenso macroeconômico.

O Ponto de partida comum é o modelo de equilíbrio geral Walrasiano, que parte do modelo de concorrência perfeita e de plena informação. Nesse modelo, a Função de Produção relaciona o nível de renda ao emprego (N) e ao estoque de capital (K): $(Y=FN,K)$, sendo que é no mercado de trabalho que se estabelece o nível de emprego, para um "K" dado no curto prazo. No mercado de trabalho se encontram os demandadores de emprego (as firmas) e os ofertadores de emprego (os trabalhadores). As firmas irão maximizar lucro em condições de concorrência perfeita e considerando uma função de produção Cobb Douglas, com produtividade marginal decrescente.

Nessa situação, as firmas maximizam lucro quando $w/p=P_{mgN}$, que se estabelece como uma curva negativamente inclinada para o plano w/p e N. Paralelamente, os trabalhadores maximizam uma função utilidade, relacionando renda e lazer, sujeita a uma restrição orçamentária. O resultado determina uma curva positivamente inclinada no plano w/p e N. Como as curvas de oferta e demanda por emprego são plotadas no mesmo plano que relaciona w/p e N, elas se confrontam. O Ponto de coincidência entre as duas define o nível de Emprego (N) em que os ofertadores e demandadores de emprego estão satisfeitos, a um nível w/p , considerado de equilíbrio de pleno emprego. Aí está então o conceito de Pleno Emprego, a partir do qual nenhum trabalhador que aceite aquele salário real estará desempregado. Existe assim, apenas o desemprego voluntário e uma taxa natural de desemprego.

Neste modelo, definido o nível de emprego, chega-se ao nível de Renda de pleno emprego, considerando-se a Função de Produção (para K fixo no CP). A definição do emprego e da renda considerou apenas variáveis do chamado "lado real" da economia, sendo que as variáveis monetárias não afetam, nem a produção, nem o emprego.

Uma vez definida a Renda de Pleno emprego, é também no "mercado real", que serão definidos os níveis de Consumo e de Investimento. Para uma dada renda de pleno emprego estabelecida ex ante, a definição dos Gastos com Investimento se dará pelo confronto entre poupadores e investidores. Os primeiros estão dispostos a abrir mão de

sua renda, desde que recebem uma remuneração pela postergação do consumo: a taxa de juros. Isso define uma curva positivamente inclinada no plano $i \times S(I)$. De outra parte, os investidores comprarão mais bens de investimento, desde que o pagamento dos empréstimos que têm que fazer (i) se coadune com a produtividade do investimento. Como essa produtividade é decrescente, eles irão comprar mais bens de investimento, se a taxa de juros cair e vice e versa. Isso estabelece uma curva negativamente inclinada no plano $i \times S(I)$.

Mais uma vez os dois grupos de agentes estabelecem relações no plano $i \times S(I)$. Plotando-se as curvas, no ponto em que elas se encontram fica estabelecido o nível de poupança (S), que também é o próprio nível de investimento (I). Nessa relação, é o estoque de poupança que se dirige ao Investimento.

A perspectiva é a de que é um modelo de equilíbrio, em que o comportamento e as variáveis podem ser definidas ex ante. O sentido é o de que, sabendo-se ex ante o nível de renda e sabendo-se ex ante o comportamento dos poupadores, é possível definir ex ante a curva de poupança futura, confrontada com a taxa de juros. Uma vez definido o nível de poupança de equilíbrio já se sabe que esses recursos dos “agentes superavitários” se dirigirão para o financiamento dos “agentes deficitários”: os investidores.

Definido o Investimento, para uma dada renda de pleno emprego, o Consumo sai por diferença: $Y_{\text{Pleno emprego}} - I = C$. Mais uma vez podemos ver que a definição dos gastos com Consumo e Investimento foram decididos, sem qualquer consideração com o “lado monetário”. Aliás, a taxa de juros é definida no mercado de bens, pelo confronto entre poupadores e investidores. Ademais, essas definições se deram sem qualquer consideração com a demanda.

A perspectiva é a da plena informação, em que os agentes têm condições de saber o comportamento dos demais, não havendo fuga do fluxo circular da renda. Não há sentido na demanda de moeda por si própria. Por fim, o mercado monetário define apenas o nível de preço, considerando-se a teoria quantitativa de moeda (versão Cambridge), para dado nível de renda (de pleno emprego) e para dada velocidade de circulação da moeda. Nessas condições variações na quantidade da moeda, afetam apenas preços.

$$M=kPY$$

Ou seja, a partir do modelo de equilíbrio geral walrasiano está estabelecida a dicotomia dos mercados, que também é considerada pelo modelo novo-clássico, e parte das premissas do modelo de Equilíbrio Geral. A perspectiva de inflação também parte dessa dicotomia. Uma vez que é tomado o pleno emprego walrasiano e tendo-se o mercado como agente regulador da oferta e demanda, o aumento geral de preços ocorre caso o governo expanda a base monetária.

Temos assim, as duas hipóteses, presentes tanto no modelo de equilíbrio geral que embasa a construção da chamada teoria Neoclássica quanto da teoria Novo-Clássica: (i) a existência de uma taxa natural de desemprego e de um produto potencial; (ii) a concepção da dicotomia dos mercados, levando à concepção monetarista da inflação.

Para as teorias que partem dos modelos de equilíbrio geral, a poupança é determinada a partir da acumulação de renda, e esta parte da renda é definida como investimento. Assim, o que não se converter em gastos diretos, é poupado, já que para a teoria as instituições financeiras não fazem parte. Portanto, tanto as finanças, como os investimentos constroem a teoria (MINSKY, 2008).

Nesses termos, tanto considerando a análise de uma economia fechada, quanto na de uma economia aberta, as variáveis monetárias e financeiras não têm influência real, a não ser temporariamente. Ademais, esses modelos não consideram a existência de diferenças das estruturas produtivas e institucionais dos diferentes países e os impactos que esses aspectos têm quanto ao posicionamento que eles assumem no sistema produtivo/comercial, bem como monetário/financeiro internacional. Do mesmo modo, tais teorias não consideram as relações entre os Estados, tanto no campo político, como no campo econômico, desconsiderando, assim, os reflexos destas para as políticas nacionais.

Dessa forma, quando observamos a relação entre os fluxos financeiros e as políticas dos países periféricos, notamos um atraso interpretativo entre as explicações ortodoxas e os movimentos de capitais reais nas economias contemporâneas. Isso por que as hipóteses restritivas dos modelos (plena informação e não existência de hierarquia dos agentes) levam a que os desvios de uma posição de equilíbrio são explicados por fatores exógenos³

³ Nos modelos de *real business cycle*, por exemplo, choques tecnológicos são considerados. Esses modelos são uma versão mais forte dos modelos novo clássicos, que avançaram a partir da década de 1980 e que

– dentre eles o central: a ação do Estado – tida geralmente como excessivamente expansionista. Nestes termos, os desequilíbrios são vistos como um desvio da trajetória de equilíbrio, provocados por uma intervenção indevida.

Um dos pontos centrais da abordagem, conforme citado acima é a dicotomia existente entre o "lado real" e o "lado monetário", sendo que esse último define apenas os preços. Ou seja, a moeda não exerce influência sobre as determinações do emprego; sobre as decisões de gasto em geral – dentre eles o Investimento. Dessa forma, a teoria quantitativa da moeda é o ponto de partida do "lado monetário" e define a relação salários reais e preços relativos como unidades monetárias básicas (MINSKY, 2008).

Outro importante aspecto das teorias que partem do equilíbrio geral walrasiano é a análise de curto prazo da inflação e do desemprego. Conforme destacamos acima, a livre movimentação dos mercados remete ao pleno emprego, sendo que os modelos mais modernos avançam para analisar a existência concreta da inflação e do desemprego, mas não negam as hipóteses iniciais. Dessa forma, mesmo considerando os modelos mais sofisticados, retorna-se à indicação de que a inflação é resultado de excesso de demanda e que o desemprego é provocado por desequilíbrios exógenos, dentre eles a ação de sindicatos. Assim, a forma explicada por estes autores é que ambos são resultados de forças externas à economia local e ao desenvolvimento interno, agindo com forte influência (MINSKY, 2008).

O ajuste dos desequilíbrios se dá pela retirada dos obstáculos à livre movimentação dos agentes nos mercados. O excesso de demanda ajustado pela redução dos gastos (via políticas de redução de gastos de governo e política monetária restritiva) e os desequilíbrios resultantes da obstrução de mercado sendo resolvidos pela retirada da mesma (retirada do papel dos sindicatos, retirada das barreiras à livre movimentação do comércio e de capitais).

Primeiro vemos que existe uma relação direta entre a taxa de crescimento do produto e a taxa de crescimento da força de trabalho somada à acumulação de capital. Minsky

construíram a perspectiva das "expectativas racionais". Para esses últimos, desequilíbrios são provocados por uma ação inesperada do Governo. Nos termos que estaremos aqui tratando, os modelos que partem do "equilíbrio geral" e que são dominantes hoje são os modelos "novos clássicos" e "novos keynesianos", que performam o que hoje é conhecido como "consenso macroeconômico".

resume a teoria neoclássica como “à visualização da economia como um conjunto articulado de curvas de oferta e demanda relacionando a quantidade e o preço de cada mercadoria que assegura sua absolvição completa pelo mercado” (MINKSY, 2013 p. 119).

Podemos então notar que as teorias que partem do modelo de equilíbrio geral não consideram a intrínseca relação entre o "lado real" e o "lado monetário" das decisões de gasto em uma economia capitalista e a instabilidade endógena no sistema. Considerando a abordagem em nível de uma economia aberta, tais teorias não consideram a existência de diferenças produtivas estruturais entre os países, como explicativas de suas diferentes dinâmicas, bem como não consideram a existência de uma hierarquia de moedas, que geram divergências fundamentais quanto ao poder e o não poder de determinadas moedas em termos de aceitação internacional para a indexação de contratos e quanto à sua aceitabilidade como riqueza. Outra questão fundamental, em nível da economia aberta é a de que, para esses modelos os fluxos de bens, serviços e financeiros são definidos essencialmente "pelo lado real". Desequilíbrios no câmbio e nos juros são vistos como resultantes das mesmas questões analisadas nos modelos fechados.

Nesses termos, os desequilíbrios no câmbio não são vistos como resultantes de fatores especulativos, sendo que a livre movimentação dos capitais é um fator central para a convergência das taxas de juros e para que o câmbio reflita o nível de competitividade do país.

Contrariamente, para entendermos as implicações da hierarquia de moedas considerando diferentes países, para entender o porquê da existência de diferenciais de juros inter países, para entendermos a instabilidade do câmbio, para entendermos a própria instabilidade endógena das economias, precisamos de uma teoria que inicialmente nos esclareça a função da moeda dentro da dinâmica capitalista moderna e complexa, a partir de uma análise que considere a íntima relação entre "o lado real" e o "lado monetário" e que considere a existência de hierarquia entre agentes: os detentores de poder de decisão (os financistas e os donos dos meios de produção) *versus* aqueles que não detêm esse poder – os trabalhadores (MINSKY, 2008).

A teoria Keynesiana, procura entender o complexo papel que a moeda desempenha, em economias fechadas, podendo-se estender essa questão, de forma compatível, ao âmbito dos mercados financeiros mundiais.

Considerando a perspectiva que desenvolveremos ao longo do presente trabalho, Keynes é autor central utilizado, considerando ainda a contribuição mais recentes de autores Pós-Keynesianos (especialmente Hyman Minsky) e de autores que partem dessas abordagens para considerar a questão da hierarquia das moedas (PRATES, 2005; DE CONTI, 2014; CORRÊA, 2006).

Nesse ponto, é importante destacar que, para os propósitos desta análise o intuito é o de levantar os aspectos principais da perspectiva Keynesiana, para podermos seguir adiante, bem como dos autores que avançaram nas questões indicadas por esse autor, para levantar a especificidade da dinâmica capitalista moderna e dos países periféricos no que tange à sua subordinação financeira. Keynes apresenta três importantes conceitos para entender a dinâmica da economia capitalista. Sendo eles: o tempo, a incerteza e a moeda. O primeiro conceito é fundamental, na medida em que, para a perspectiva teórica construída pelo autor, o tempo importa.

Numa economia em que há generalização das trocas, a moeda está intrínseca à mesma. Nessa economia, já está explícita a questão da existência da produção excedente e a possibilidade de postergação de pagamentos. Está explícita, a necessidade de um equivalente geral, socialmente aceito (o dinheiro), sendo que também vem daí a possibilidade inexorável do crédito.

Ou seja, uma economia com generalização de trocas, o equivalente geral – o dinheiro – é um ativo, que pode ser trocado por qualquer outra coisa. Na construção de Keynes, é visto como "a liquidez por excelência", sendo seu atributo fundamental a flexibilidade de poder ser trocado rapidamente por um bem ou por um título de dívida. Esse atributo fundamental vem de sua própria aceitação como "equivalente geral".

Keynes trata de uma economia capitalista, na qual o dinheiro já é "papel dinheiro", em que o dinheiro é "dinheiro de Estado". Essa é uma qualificação importante, pois, por ser dinheiro de Estado, só pode ser "produzido" pelo mesmo, mantendo sua "escassez relativa" (veremos que com o avanço do crédito essa própria questão é relativizada).

Nessa economia, o dinheiro "produzido" pelo Estado – a moeda – é demandada pelo fato de ser o equivalente geral e também por que é reserva de valor.

Considerando o que foi dito acima, quatro são as funções determinadas por Keynes para a moeda: a primeira, é como unidade de conta, garantida pela estabilidade de valor da mesma (não é passível de produção privada). A segunda é a de meio de pagamentos, sendo que tal função se relaciona aos contratos monetários e às transações, sejam elas de débito ou crédito. A terceira, relacionada a moeda com transações futuras, permitindo ao indivíduo que possui garantir poder de compra, no momento que quiser. E por fim, a função de elemento unitário, abarcando aqui todas as funções anteriores.

Nessa economia, a possibilidade do crédito está posta, e os próprios capitalistas podem efetuar financiamento entre si, colocando títulos de dívida em circulação. Esses títulos, por sua vez, são negociados. O avanço desse processo leva aos mercados organizados que transacionam títulos de renda fixa e ações. Ainda que Keynes não desenvolva detalhadamente essas questões, em seus escritos está explicitado que ele está considerando uma economia em que o mercado de capitais está posto, aonde se negociam títulos de dívidas e ações, aonde se podem comprar títulos para especulação. Esses títulos, por sua vez poderão não ser honrados.

Ademais, nessa mesma economia, conforme indicado inicialmente, os bancos são grandes aglutinadores de capital, que passam a exercer a função de grandes emprestadores. O ponto central da análise dos bancos – grandes financistas – é o de que os mesmos também buscam a valorização do capital e ofertam crédito criando moeda, justamente por seu poder aglutinador de recursos líquidos. Keynes explicita essa questão em artigos posteriores à Teoria Geral (1936), quando mostra que esses agentes econômicos são financiadores das decisões de gasto, dentre eles o gasto com investimento. O autor destaca que os bancos são mais do que intermediadores, e não dependem da "poupança passada" para ofertar o crédito. Por tanto, fazem isso “criando moeda”. Paralelamente é a decisão de investir e a efetivação do investimento que gera a renda, a partir da qual, retirando-se o consumo, define a poupança, que se iguala ao investimento inicial.

Ainda que o investimento crie a poupança de igual magnitude, o financiamento do investimento pelos bancos sempre é uma operação instável, pois o procedimento só se

encerra quando os devedores efetivamente pagam seu débito (se houver a expectativa de que grandes devedores não efetuem seus pagamentos pode haver corrida bancária).

O autor destaca que os devedores precisarão transformar sua dívida de curto prazo bancária em uma dívida de longo prazo, para pagar sua dívida. De fato, tendo em vista a magnitude dos recursos de investimento, em um período de produção o devedor não consegue levantar os recursos para pagar o banco, apenas pela venda das mercadorias que irá produzir. Será necessária uma nova dívida (*funding*) para pagar a dívida inicial (*finance*).

Mais uma vez, o autor não desenvolve essa questão, mas autores pós keynesianos o fazem, indicando que geralmente os devedores buscarão esses recursos no mercado de capitais. A forma mais inovadora foi a abertura de capital, processo a partir do qual os devedores conseguem os recursos para pagar sua dívida, encerrando o processo. Tal fato só é possível se os detentores de recursos estiverem dispostos a comprar tais títulos. Dessa maneira, os detentores são aqueles que detêm a poupança gerada pelo próprio processo de investimento. Assim, teríamos então o processo: *Finance - Investimento - Poupança - Funding*, como sendo característico de uma economia capitalista desenvolvida.

Então, a instabilidade desse processo, por não se saber se, de fato, os poupadores, irão comprar os títulos de dívida lançados pelos investidores. Justamente por essa questão é que, geralmente, os bancos só efetuam o *finance* se acreditarem que o *funding* será possível. Em situação de estabilidade se pode inferir que tal perspectiva ocorra. No entanto, a qualquer indicação de instabilidade, os bancos são os primeiros a duvidar e se recusam a avançar recursos para o investimento, o que obsta o investimento (CORRÊA, 1996).

Nesses termos, essa discussão nos esclarece que em uma economia capitalista os agentes compram bens e compram títulos de dívida para buscar a valorização de seu capital. Isso nos remete à discussão do conceito de dinheiro e de moeda e do papel das "variáveis monetárias"

Como vimos, a caracterização básica de uma economia capitalista é a de que ela é uma economia de trocas generalizadas em que é necessário haver um equivalente geral, socialmente aceito: o dinheiro. Ele é um ativo que significa a própria riqueza. Ele é um

ativo que é flexível, pois pode ser trocado por qualquer outro – é o ativo que tem o que Keynes chama de liquidez.

A decisão de abrir mão da liquidez pode envolver diferentes tipos de bens: dos mais líquidos (títulos de dívida com amplos mercados secundários), aos mais ilíquidos (máquinas e equipamentos). Assim, os agentes compram títulos para ganhar com a distribuição de seus rendimentos, mas também, para ganhar eventualmente com a diferença entre preço de venda e preço de compra, para que haja ganho com a especulação. Nesses termos podem querer ficar com o ativo flexível e socialmente aceito para, no momento que quiserem, poderem estar em condições de especular (KEYNES, cap. XVII, 1936).

A partir disso, a moeda é demandada: (i) pelo motivo transação (motivo renda e motivo negócios); (ii) pelo motivo *finance* para investimento; (iii) pelo motivo precaução e (iv) pelo motivo especulação. Essa demanda é completamente diferente da advogada pelos modelos Walrasianos. Para os modelos que partem de Keynes, em sua perspectiva original (os modelos pós keynesianos), a demanda por moeda e a oferta de moeda definem a taxa de juros. A demanda por moeda, por sua vez articula elementos dos chamado "lado real" e "monetário".

A liquidez da moeda, bem como as condições de oferta da mesma, são os determinantes da taxa de juros, sendo que seu valor não é conhecido. O desconhecimento do futuro da taxa de juros está relacionado à incerteza e à possibilidade de especulação, sendo que o caráter especulativo da demanda por moeda depende, pois, das expectativas relativas ao valor futuro da taxa de juros. A taxa de juros é um fenômeno monetário e depende da preferência pela liquidez dos agentes e das condições da oferta de moeda (AMADO, 2000).

Paralelamente, a decisão de investir é uma decisão de aplicação financeira. Ademais, à medida em que não se sabe o que os agentes vão fazer, à medida em que existe especulação, a moeda é demandada por si própria. Ela simboliza a continuidade entre o passado e o futuro. Amado afirma em seu texto, “a moeda como base para os contratos é um dos elementos fundamentais que permite que a economia se desenvolva sem que seja destruída pela incerteza absoluta e pela instabilidade que esta gera” (AMADO, 2000, p.57).

A decisão de investir, não está relacionada à "decisão de poupar", que, para Keynes, não tem sentido *ex ante* uma vez que não é possível saber qual é a renda, *ex ante*. Na verdade, considerando-se a necessidade de financiamento, os financistas - especialmente os bancos, têm a chave do crescimento econômico. Quando o conjunto dos investidores quiser crescer a taxas crescentes, são os bancos que permitem esse salto de atividade, criando moeda.

Nesses termos, a decisão de aplicação dos investidores, define a magnitude do investimento planejado (investimento *ex ante*), a partir da comparação entre a EMgK e a taxa de juros. De outra parte, a decisão dos financistas em alavancar os recursos necessários, define a efetivação desses investimentos planejados. O caminho é o de que a taxa de juros tem influência sobre o investimento. O investimento gera a renda e a renda não consumida é a poupança, que tem a mesma magnitude o investimento, mas não é seu sinônimo. Dessa forma, a taxa de juros é definida no mercado monetário e não no mercado real e influencia a poupança, mas pela influência direta sobre o investimento. A poupança é um resíduo.

Ademais, fica explícito que a economia capitalista é uma economia de endividamento e os financistas têm o forte poder de criar moeda e de decidir ficar com os títulos lançados por aqueles que buscam recursos. O ponto importante, é o destaque ao poder dos financistas, que podem criar moeda, permitindo que a economia cresça a taxas crescentes, sem depender da "poupança anterior". Ademais, o autor esclarece que no início do processo não é possível calcular a "poupança futura", pois é impossível calcular a "renda futura". O autor critica profundamente o modelo walrasiano de equilíbrio geral, justamente por levantar as características próprias de uma economia capitalista: essa é essencialmente e endogenamente uma economia incerta e instável.

Ou seja, essa é uma economia que traz consigo a possibilidade do crédito e a emissão de títulos de dívida, que poderão ser negociados e seus preços podem variar a depender a dinâmica da negociação – abrindo-se a possibilidade de especulação. A incerteza quanto ao comportamento dos agentes é parte constitutiva dessas economias e a relação intrínseca entre a tomada de decisão de gasto dos agentes e as variáveis monetárias também está constitutivamente presente em uma economia capitalista.

Em tais economias, se títulos financeiros têm preços e podem gerar rentabilidade, eles concorrem com qualquer outra decisão de aplicação, havendo uma inexorável relação entre o “lado real” e o “lado monetário”. Ademais, existe sempre a possibilidade de a dívida não ser coberta, o que gera o movimento de compra e venda dos títulos abaixo ou acima de seu preço original.

Keynes, caracteriza essa economia como sendo a “economia monetária da produção”. Outro aspecto fundamental levantado quando à mesma é a de que há uma clara hierarquia dos agentes. Os tomadores de decisões, que afetam o crescimento são os financistas e as firmas, enquanto, em uma hierarquia menor estão os trabalhadores.

Nesses termos, conforme destacado anteriormente, o conceito de “agente representativo”, tal qual definido pelos modelos ortodoxos, não tem sentido nessa abordagem, na qual os trabalhadores podem definir, quando muito o seu salário nominal. Eles não têm poder de definir a produção e o emprego.

Quem tem o poder de tomar essa decisão são os financistas e as firmas, que levam em conta o tempo histórico em sua tomada de decisão, tendo consciência do passado e assumindo as responsabilidades dos efeitos no futuro. Entendemos aqui que o tempo para Keynes é extremamente importante, uma vez que este determina como a economia irá agir baseando-se no tempo passado para definir resultados futuros (AMADO, 2000).

O comportamento dos agentes não é sempre o mesmo, e não existem sempre o mesmo perfil de decisão. O passado imediato afeta o futuro de forma inexorável e as decisões, uma vez tomadas, não retornam. A concepção de incerteza é imprescindível para entender o funcionamento dos mercados de capitais. Está diretamente ligada à concepção de tempo, pois o fator incerteza é obrigatório quando se trata de futuro, tornando-se assim uma característica fundamental da economia (AMADO, 2000 p.48).

Os economistas que trabalham com a perspectiva de Keynes consideram que a tomada de decisão ocorre em um ambiente altamente instável, e que depende do "estado de confiança", tanto individual, quanto social.

Nesse contexto é que se desenvolve a "racionalidade" da tomada de decisão: (i) os agentes consideram a expectativa média do mercado (e não a sua própria, individual); (ii)

os agentes consideram que o passado imediato irá se replicar, a não ser que algum acontecimento indique a possibilidade dessa mudança. Ocorre que essa segunda disjuntiva pode mudar rapidamente quando um agente central nos processos decisórios (como os bancos e os financistas) reverter suas expectativas.

Outra questão importante para a compreensão da racionalidade desenvolvida é a de que os agentes criam "institucionalidades" para tentar estabilizar as condições de mercado. Uma institucionalidade fundamental, por exemplo, é a existência de contratos. Dentre eles um é central: o contrato de salário, firmado na moeda aceita para tal. Ou seja, nessa economia há a necessidade de se criarem mecanismos sociais que protejam os agentes da completa incerteza e permitam a tomada de decisão de forma cautelosa. Assim, o comportamento convencional é fundamental para a tomada da decisão, mas também o *animal spirit* é central, pois envolve a decisão de se arriscar (AMADO, 2000).

O comportamento convencional tem três pilares formadores. O primeiro afirma que o presente é um bom guia para as tomadas de decisão futuras, pois ignora as possíveis alterações na dinâmica. O segundo é que o consenso está baseado nas informações existentes sobre o futuro. E o terceiro é o de que não se toma uma decisão sozinho e, portanto, o maior número de opiniões sobre o mesmo assunto gera um estado de confiança positivo para a tomada de decisão.

O mesmo modo, o *animal spirit* expressa a ação conjunta dos tomadores de decisão a partir de um acontecimento espontâneo, e muitas vezes não explicado, mas que terá efeito positivo para os investidores (AMADO, 2000).

Dessa forma, a decisão de investir está diretamente ligada à natureza da incerteza, uma vez que os investimentos somente geram frutos em um futuro distante. Assim, há uma necessidade de sejam criados mecanismos institucionais, socialmente aceitos, com a finalidade de proteger os agentes, e de gerar um estado de confiança positivo (ainda que a incerteza permaneça).

Pode-se observar, por tanto, que as características da economia monetária da produção, relacionando tempo, incerteza e moeda, em um ambiente em que os detentores de capitais buscam a valorização de seu capital, independentemente de sua forma. São esses agentes aqueles que têm o poder de decisão, enquanto que os trabalhadores são agentes

subordinados, não tendo poder de determinar a produção e o emprego, podendo então influenciar no valor de seus salários nominais. Ademais, são os detentores de capital que definem o emprego, podendo haver desemprego involuntário.

Assim, a postura de Keynes e dos pós-keynesianos é incompatível com a apresentada pelos modelos de equilíbrio geral e pelos modelos que partem do mesmo. Minsky explicita essa divergência incontornável indicando que esses modelos levam “à visualização da economia como um conjunto articulado de curvas de oferta e demanda relacionando a quantidade e o preço de cada mercadoria que assegura sua absolvição completa pelo mercado” (MINSKY, 2000 p. 119).

1.2. Pós-keynesianos, fragilidade financeira e avanço da internacionalização dos capitais

É partir da discussão apresentada acima e das formulações de Keynes, que os autores pós-keynesianos avançam, buscando destacar os aspectos financeiros das decisões dos agentes e a dinâmica de portfólio dos balanços de bancos e empresas, tomadoras de decisão, considerando a intrínseca relação entre o "lado real" e o "lado monetário" das economias capitalistas. Nesses termos, rejeitam o "keynesianismo bastardo" dos modelos IS/LM, e que ficaram conhecidos como modelos keynesianos. Contrariamente, os pós-keynesianos abrem uma nova frente teórica, avançando nas questões financeiras apontadas por Keynes (MINSKY, 2000).

Mostram que esses agentes estão continuamente tomando decisões que afetam seus ativos, mas levando em conta as condições de seus passivos. Além dos conceitos trazidos da teoria keynesiana, como o tempo, a incerteza e principalmente a não neutralidade da moeda, os autores pós-keynesianos aprofundam conceitos.

A primeira questão importante é desenvolvida por Minsky (2000) e refere-se ao fato de que é necessário analisar a dinâmica de ativos e passivos, quando se analisa a decisão dos agentes. Retoma-se o financiamento do investimento de Keynes mostrando a importância da alavancagem, e indicando que o investimento se refere à compra de um

ativo e que essa posição de ativo é atingida por meio de financiamentos externos à firma⁴, fatores de passivo para a empresa. Ou seja, o investimento depende dos fundos financeiros externos à firma, dependendo da tomada de decisão dos financistas (MINSKY, 2013).

A novidade de Minsky é a de que ele se aprofunda na análise da dinâmica de portfólio dos bancos e firmas, destacando que ambos os agentes geram fluxos de recebimento, mas também incorrem em fluxos de pagamento. Destaca o fato de que o sistema capitalista é “um sistema de crédito bancário com margens de segurança” (MINSKY, 2013).

Nesses termos, destaca a importância de se analisar a dinâmica de ativos e passivos dos agentes que tomam decisão. Indica ainda que a "margem de segurança" depende do momento do ciclo econômico. Nos momentos de expansão, as margens tendem a se reduzir fortemente. A tomada de decisão considera diferentes momentos dos fluxos financeiros.

“Financial-market conditions enter into the determination of investment two ways: They determine the supply price of investment output, because they are a cost that must be recovered, and they determine the demand price, because the price of capital assets depends on the way positions in capital assets can be financed” (MINSKY, 1982, p. 29).

A questão fundamental aprofundada por esses autores é a de que nos momentos de expansão econômica há a tendência de os agentes engendrarem posturas financeiras mais arriscadas, aumentando a chamada "fragilidade financeira". Em Minsky (2013), especificamente desenvolve o conceito citado e mostra a existência de três posturas financeiras básicas: "hedge", "especulativa" e "ponzi".

Na postura hedge os agentes tomam recursos, considerando que o fluxo de rendimento esperado de seus ativos existentes é capaz de cobrir, tanto os juros quanto o principal da dívida. Essa é a chamada "postura financeira coberta". Na postura "especulativa" o agente considera que o período é de expansão e por isso a facilidade no endividamento. Assim,

⁴ Neste caso, o autor está tratando exclusivamente das firmas. Por tanto, o capital externo que se refere é o capital bancário de empréstimos e taxas de juros.

avança em uma postura financeira mais arriscada: chamada de "especulativa" por Minsky. Nessa situação o agente econômico se endivida, considerando que o fluxo de rendimentos esperado de seus ativos é suficiente para pagar os juros, mas não o principal da dívida. Para esse último é necessário fazer novo endividamento. Por fim, a postura financeira mais arriscada é "ponzi", a partir do qual o agente se endivida, considerando que o fluxo de recebimentos esperados não é capaz de cobrir nem os juros, nem o principal. A ideia é a de se financiar e refinanciar constantemente. Essa, sem dúvida é a postura financeira mais arriscada (MINSKY, 2013).

Essa discussão tem notório destaque para os propósitos deste trabalho, uma vez que irá analisar os fluxos financeiros dirigidos a países periféricos. De fato, as condições de pagamento dependem do ciclo econômico, pois se houverem problemas de demanda, o fluxo de rendimentos esperado pode não se concretizar, levando à inadimplência de devedores. De fato, as expectativas podem se reverter, na medida em que os agentes de mercado considerem que há um excesso de endividamento.

Nessa condição, os financistas são os primeiros a reverter suas decisões, reduzindo o avanço de recursos para empréstimos. Isso afeta o investimento e afeta a reciclagem de dívidas, gerando, imediatamente, a possibilidade de rompimento de posturas financeiras mais arriscadas. Na medida em que há dificuldade de financiamento, rapidamente as posturas financeiras "especulativas" podem se transformar em "ponzi". Paralelamente, rapidamente, posturas financeiras "hedge" podem se transformar em especulativas, uma vez que os lucros esperados não se concretizam, quando há queda de demanda.

O mercado, por si só, não segura a desaceleração e as rupturas financeiras que se seguem, daí a importância da ação anticíclica do Estado. De qualquer forma, quanto maior e generalização do endividamento e quanto maior a alavancagem de recursos, mais difícil e custosa é a ação do Estado. A concretude da situação é a de que a economia capitalista contemporânea está cada vez mais sujeita a descontinuidades. Minsky destaca isso, especialmente após o avanço das inovações financeiras que facilitaram a criação de moeda bancária e dificultaram o controle das mesmas (movimento de diversificação dos passivos) (CORRÊA, 1996).

Outro aporte importante, trazido pelos Pós-Keynesianos é o avanço na discussão sobre a institucionalidade criada em economias monetárias da produção e que tenta

"aliviar" as condições de incerteza. Esse aspecto será importante para analisarmos a instabilidade de países periféricos, uma vez que os agentes detentores de capital consideram o dólar a moeda desejada para manter reserva de valor, enquanto que as moedas periféricas não são aceitas para indexar contratos internacionais. Na verdade, mesmo agentes do próprio país periférico estão continuamente observando o valor em dólar de suas aplicações. Esse é um aspecto central a ser tratado, especialmente quando se considera a discussão de que o valor do câmbio reflete também aspectos especulativos.

Esse aspecto também diverge da postura apresentada pelos modelos que partem do equilíbrio geral walrasiano. Para Keynes e os pós-keynesianos os balanços o câmbio podem refletir uma dinâmica altamente especulativa. Um aspecto importante, tratado por autores pós-keynesianos é o de que na atualidade, parte importante dos fluxos de recursos que se movem no mundo são mais resultantes de movimentos financeiros (inclusive de aspectos especulativos), do que de pagamentos reais de bens e serviços. Os movimentos financeiros especulativos afetam o câmbio. O mercado secundário de câmbio é fortemente determinado por esses movimentos. Esse aspecto é importante para os propósitos deste trabalho, especialmente quando se considera que após a década de 1980 grande parte dos fluxos financeiros se dá pela via da compra e venda de títulos de renda fixa e ações, que entram rapidamente, mas também podem reverter rapidamente.

Ademais, a entrada e saída desses capitais não refletem unicamente a busca por oportunidades de lucratividade, considerando a estrutura produtiva. Mas também, a busca por rentabilidade rápida e de fácil transação desses papéis, sendo que não há, de fato, um movimento de equalização dos juros, conforme advogado pelos modelos que partem do equilíbrio geral. Contrariamente, a estrutura apresentada é a de mercados instáveis, de finanças especulativas, de alavancagem de recursos e de contínua rolagem de dívidas.

1.3. Hierarquia de moedas, finanças especulativas e países periféricos

Economias periféricas, efetuaram, concretamente, processos de abertura comercial e financeira ao longo dos anos 1990 e, desde então, têm recebido vultosos volumes de capitais em mercados de capitais, atraídos pelos diferenciais de juros e pela possibilidade de ganhos com ações. Tem-se observado importante movimento de pressão para

apreciação de suas moedas, nos momentos de liquidez internacional. No entanto, se observou também uma forte instabilidade do câmbio e movimentos de reversão de recursos quando ocorrem mudanças conjunturais na política monetária dos países centrais, especialmente do mercado norte-americano.

Essa dinâmica reflete uma característica particular desses mercados periféricos. As moedas dos países periféricos são vistas como subordinadas, exigindo-se um diferencial de juros estrutural para o direcionamento de recursos aos mesmos – não há convergência de juros e o câmbio será continuamente instável, uma vez que fortemente relacionado à dinâmica financeira da evolução atual do capitalismo.

Nesses termos, trataremos subsequentemente da dinâmica intrinsecamente instável de uma "economia monetária da produção", indicando a relação entre os chamados, "lado real" e "lado monetário", e os fatores especulativos que são endógenos a essas economias. Essa discussão é desenvolvida por Keynes e retomada pelos pós-keynesianos e são o pano de fundo teórico deste trabalho. Ademais, o ponto que indicamos na parte final do capítulo é o de que essa discussão é compatível com a análise de países periféricos, que têm características particulares.

Dessa forma, destaca-se que os recursos dirigidos aos países emergentes via compra e venda de títulos em mercados de capitais (títulos de renda fixa ou ações), consideram a dinâmica do câmbio como o diferencial dos juros e a possibilidade de existência de mecanismos de proteção, como mercados futuros, essencial para o funcionamento desta.

No entanto, um dos fatos fundamentais é o de que a moeda desses países é considerada subordinada, independentemente do quão bons sejam seus fundamentos macroeconômicos. A instabilidade dos mercados de câmbio reflete a fragilidade dessas moedas, na visão dos aplicadores. Toda vez que há um problema conjuntural nos mercados financeiros do mundo, se estabelece o que se convencionou chamar de "fuga para a qualidade", sendo que os mercados são compostos por uma extensa gama de agentes, fortemente conectados (CORRÊA, 2006).

Dessa forma,

“exchange rates interconnect money managers: when some Money managers sell their assets, they push for an

exchange rate depreciation that decreases the value of other money manager portfolio and create an expectation of further depreciation, leading other money manager to sell their EMEs position, fueling the spiral further”
(RAMOS, 2017, p. 18)

O ponto importante dessa dinâmica é a de que fugas de ativos podem ocorrer quando há mudanças conjunturais ou, por vezes, expectativas de mudanças conjunturais nos mercados financeiros. Uma possibilidade é quando ocorrem alterações em mercados financeiros periféricos, gerando efeitos contágio e fuga para a qualidade, como o ocorrido nas crises do México, da Ásia, da Rússia, do próprio Brasil e da Argentina, que ocorreram na segunda metade da década de 1990 e início dos anos 2000.

Outra possibilidade é quando ocorrem mudanças nos países centrais, e com mais ênfase, na política monetária norte americana. Esses movimentos podem gerar forte saída de capitais dos países periféricos "em busca de qualidade", como o ocorrido na crise de *subprime* e seu impacto sobre a Europa em 2008/2009, como ocorrido em 2011 quando continua se explicitando o problema dos bancos europeus. De outra parte, esses países centrais também podem provocar movimentos de forte aumento de liquidez e de uma enxurrada de recursos nos países periféricos. Foi o que ocorreu após a adoção da política de redução de juros e de “Quantitative Easing” dos Estados Unidos, para ajustar a crise de *subprime*.

Os pontos essenciais ao tratarmos dos países periféricos são:

- i. As moedas de países periféricos são consideradas subordinadas e não são geralmente aceitas para a indexação de contratos internacionais. Não são consideradas dinheiro em termos de reserva de valor. Para emprestar (quer seja via bancos, quer seja via mercado de capitais, quer seja via mercados monetários), os agentes exigem um diferencial de juros;
- ii. Os capitais mais voláteis (essencialmente os vinculados a compra e venda de papéis e a movimentos de depósitos) são fortemente influenciados por esses fatores conjunturais e podem ser fortemente instáveis. Se é verdade que os fluxos bancários já estabilizaram os países periféricos nos anos 1970 e 1980,

sendo ofertados via criação de moeda, a situação recente é mais grave, por estar fortemente centrada em mercado de capitais, que envolvem fluxos mais voláteis.

Em primeiro lugar, destacamos que a hierarquia monetária tem implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. Diferentes autores que partem da abordagem de Keynes têm levantado esse aspecto. Para eles, a diferença do posicionamento das moedas no Sistema Monetário Internacional (SMI) constitui o elemento central da explicação das peculiaridades verificadas no comportamento da taxa de câmbio e juros” (DE CONTI; PRATES; PHILON, 2014).

Conforme já destacamos, consideraremos a partir deste momento, o avanço do sistema bancário internacional e a criação de dólar fora do território norte América, assim definindo a expansão dos empréstimos internacionais a partir da década de 1960. Agregando-se a essa dinâmica levaremos em conta o avanço do processo de securitização dos anos 1980, que definiu a maior utilização de endividamento via mercado de capitais, aspectos que serão discutidos no próximo capítulo.

O ponto a ser salientado, é o de que o grande avanço dos mercados de capitais e de investidores em busca de valorização nesses mercados é um forte propulsor do avanço teórico dos modelos liberalizantes, que partem do arcabouço da tendência ao equilíbrio, desde que os mercados sejam deixados livres, ou seja, dos modelos que partem do equilíbrio geral walrasiano.

É nesse contexto que as ideias liberalizantes retornam ao centro do pensamento econômico mundial e que os modelos do "novo consenso macroeconômico" passam a ser dominantes, fato que, não por acaso vai ao encontro dos anseios dos capitais em busca de valorização nos mercados de capitais e monetários de diferentes países.

A partir daí,

“No início da década de 90 do FMI e o Banco Mundial anunciaram a nova agenda de reformas para os países em desenvolvimento. Entre as recomendações figurava com brilho e aplomb a abertura da conta de capitais. Os modelos teóricos utilizados pelo FMI e pelo Banco Mundial garantiam que a abertura e a desregulamentação

financeiras promoveriam a atenuação das flutuações da renda nos países periféricos” (BELLUZZO, 2016, p. 59)

Os países periféricos efetuaram basicamente essa agenda ao longo dos anos 1990, e passaram a permitir a entrada de capitais de estrangeiros via compra e venda de títulos de renda fixa e ações em seus próprios mercados domésticos ou no exterior. Paralelamente, também permitiram que residentes pudessem aplicar no exterior seus recursos em mercados de capitais. Ou seja, se observou forte abertura da Conta de Investimentos em Carteira, além de Moedas e Depósitos e do próprio Investimento Direto. Esses aspectos serão mais detalhados no terceiro capítulo, mas para o momento o essencial é a compreensão de que os fluxos via mercados de capitais e monetários avançam, bem como os movimentos livres de recursos (moedas e depósitos).

A abertura financeira dos diferentes países define o “transacionamento” de títulos em diferentes moedas, considerando capitais que pressionam por não haver barreiras à entrada e à saída. Um elemento importante para compreender, é que o foco desta análise agora é o de que os títulos em questão não são considerados realmente comparáveis. Não há um movimento de equalização da taxa de juros, descontada a variação do câmbio.

Dessa forma, as diferentes moedas têm diferentes hierarquias. Também no caso dos mercados financeiros internacionais, o conceito de liquidez é fundamental. A consideração é a de que a liquidez da moeda de um país se define, considerando o uso desta fora do território nacional. Se estamos tratando de um país periférico o destaque fundamental é o de que este não tem moeda conversível (aceita internacionalmente). Ou seja, a moeda será conversível se tiver aceitação como meio de pagamento internacional e indexadora de contratos e de ativos no sistema internacional. A liquidez da mesma depende da capacidade dos ativos domésticos transformarem-se em um meio de pagamentos aceitos internacionalmente, sem que ocorra perda de capitais (PRATES, 2005).

Dessa maneira, podemos notar que no cenário internacional, as moedas apresentam diferentes níveis de liquidez a medida que os agentes internacionais têm menor/maior interesse sobre as mesmas. Assim, a moeda periférica é vista como de menor rendimento frente as moedas centrais quando seu poder de convertibilidade é menor – quando sua

liquidez é baixa. A falta de liquidez gera o pagamento de "um pedágio" para a atração de capitais.

A atual hierarquia do Sistema Internacional, se apresenta da seguinte forma: o dólar norte-americano – considerado como a moeda de maior liquidez do sistema internacional; seguido em segundo lugar pelo euro; em terceiro lugar por moedas de países centrais com economias robustas (libra esterlina, iene, franco suíço, etc.). Em seguida vêm os países que são considerados mais inseguros em termos de conversibilidade. As moedas de países periféricos se encontram nessa categoria; de moedas com menor liquidez (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2014). Nesse contexto, Amado (2000), levanta a questão de que economias consideradas mais remotas (com menos acesso a informações) apresentam graus de liquidez menores (AMADO, 2000).

Assim, outro fator importante é procurar entender qual o posicionamento destas moedas no sistema e quais os meios que os determinaram. A proposta apresentada por Prates et al (2014), é de que a geopolítica e a geoeconomia do sistema influenciam na cadeia hierárquica da moeda.

Destaca-se então a hierarquia do dólar, como resultante de seu poder bélico e econômico no imediato pós-guerra que definiram o padrão-dólar ouro, no acordo de Breton Woods – colocando essa moeda como o centro do Sistema Monetário Internacional. Após a consolidação dessa questão, os grandes aplicadores mundiais passaram a ter sua riqueza posicionada em dólar, definindo, de certa forma uma forte irreversibilidade para essa situação. Esses agentes não querem perder essa posição e a hierarquia superior de moedas passa a ter o dólar em seu topo. Essa posição de dominância explicita seu caráter quando os Estados Unidos suspendem a conversão do dólar ao ouro, desnudando seu caráter fiduciário.

Dessa maneira, o dólar torna-se um ativo “plurimonetário”⁵, ou seja, passa a fornecer liquidez imediata, a garantia de segurança nas operações de investimento de risco e também servir como unidade de conta de riqueza. Conseqüentemente os fluxos

⁵ Termo utilizado por Prates no seu artigo: “As Assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional, publicado em 2005

financeiros internacionais tornam-se estreitamente dependentes das políticas domésticas americanas, e, portanto, do ciclo econômico deste país (PRATES, 2005).

Destarte, pode-se dizer que as economias mundiais são fortemente influenciadas pelo dólar e os ativos das demais economias passam a ser precificados em dólar. O estreitamento das relações financeiras internacionais pelo avanço dos empréstimos bancários na década de 1960/1970, estabeleceu forte relação das contas capitais dos países periféricos com o dólar, e um excesso de endividamento nessa moeda, instabilizando o balanço de pagamento desses países. Qualquer ajuste no dólar e nas taxas de juros internacionais provocaria forte impacto sobre o câmbio desses países periféricos e sobre os devedores dos mesmos.

Tal situação se torna mais grave quando o ingresso de recursos se dá via mercado de capitais. A exigência de diferenciais de juros para o ingresso está no cerne do movimento e a demanda por forte e contínua liberalização é outra exigência desses capitais. Os países periféricos, com hierarquias menores de moeda ficam subordinados à dinâmica desses capitais.

No contexto dessa dinâmica, o "comportamento em manada" dos investidores que operam nos mercados de capitais, gera entradas em massa e saídas em massa de recursos quando mudam as condições conjunturais dos mercados financeiros ao redor do mundo, e especialmente nos mercados financeiros dos países centrais: dos Estados Unidos e da Zona do Euro. Nos momentos de instabilidade a saída se estabelece, mesmo quando os condicionantes domésticos do país periférico em questão se apresentem como "bem-comportados". Nessas condições há uma saída de recursos em favor da "qualidade" – o chamado "*fight for quality*" – na busca por ativos com menor risco nos momentos de instabilidade. Assim a demanda por ativos dos países periféricos cai, levando a uma queda do preço dos ativos desses países (e a uma alta dos juros). O comportamento pode ser tanto mais grave, quando se constata que os capitais que saem não são apenas os estrangeiros, mas também os de residentes têm esse potencial.

Ademais, a mera instabilidade gera intensos movimentos nos mercados secundários de câmbio desses países periféricos fortemente integrados aos mercados financeiros mundiais. A dinâmica é de um câmbio que pode ter alta volatilidade, e ela poderá ser tanto maior, quanto maior for a referida integração.

Assim, o aspecto que estamos aqui considerando é o destaque para a hierarquia das moedas e o papel subordinado e reflexo que as moedas dos países periféricos apresentam no Sistema Monetário Internacional (SMI). O conceito dessa hierarquia envolve, como vimos, a verificação de se uma determinada moeda tem o que se convencionou chamar de "liquidez de mercado" que é a condição que um ativo é transacionado em um determinado mercado, ou seja, é o valor dos ativos nacionais do mercado estrangeiro. Outro conceito que se diferencia, é o de moeda e divisa. Quando é usada para além do espaço nacional, a moeda transforma-se em divisa. E sua liquidez se manifesta a partir da correlação de forças no sistema monetário (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2014).

Tendo em vista esse cenário, a atração de capitais que têm um perfil especulativo envolve o ajuste das condições internas do país aos requerimentos desses capitais. Um dos pontos é o de que os países buscam atrair os investidores, adotando políticas doméstica favoráveis - como a de forte liberalização financeira. Outra questão central é a de ajustar os juros e câmbio domésticos aos requerimentos dos aplicadores. Temos, dessa forma, que as taxas de juros domésticas são a remuneração aos investidores internacionais pela iliquidez das moedas periféricas (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2014; CORRÊA, 2006).

Em termos dos requerimentos dos capitais e considerando títulos de dívida soberanos (os títulos mais seguros de um país periférico) lançados nos mercados internacionais em dólar, observa-se que os detentores de capitais demandam a existência de um *spread* sobre a rentabilidade da taxa de juros paga sobre os títulos do Tesouro Norte Americano (considerado o mais seguro do mundo).

Dessa forma temos⁶:

$$I \text{ título em dólar} = i^* + \text{spread}$$

Sendo:

i = taxa paga pelo título soberano do país periférico, em dólar

i^* = taxa de juros paga pelo título Treasury (com temporalidade semelhante à de títulos soberano periférico)

⁶ Para essa discussão vide Corrêa 2006

spread=Risco País

Ou seja, o spread que é cobrado é uma das formas do que se convencionou chamar de "risco país", nesse caso sendo o "spread over treasury", que é a taxa de juros básica da economia, ou seja, a taxa de juros do país emissor da moeda chave⁷.

Paralelamente, para títulos da dívida interna dos países com moedas subordinadas, lançados em seus mercados domésticos em moeda local teríamos:

$$i^{**}\text{em moeda local} = i^* + \text{Risco País} \pm \text{forward premium}$$

Sendo:

i^{**} = taxa paga pelo título da dívida interna do G em moeda local (com temporalidade semelhante à taxa Treasury que está sendo comparada)

Forward Premium = variação do câmbio negociada em mercado futuro (câmbio futuro – câmbio à vista).

Nesse caso, a demanda dos capitais é a de ganhar na aplicação doméstica o mesmo que ganham na aplicação em dólar. A partir daí a taxa ofertada pelo título doméstico deveria pagar: a taxa treasury; mais o risco país; mais a desvalorização esperada do câmbio medida no mercado futuro de câmbio. Nesse caso, a ideia é a de que o investidor internacional pagaria essa proteção no mercado futuro de câmbio, que deveria ser coberta pela taxa de juros da dívida interna. Isso garantiria essencialmente a mesma remuneração que aquela negociada pelo título soberano em dólar.

De outra parte, se a perspectiva indicada pelo mercado futuro for a de valorização da moeda nacional, teríamos $i^{**} = i + \text{Risco País} - \text{forward premium}$. Isso por que na proteção do mercado futuro o investidor internacional ganharia com a valorização esperada.

Nesses termos, o que estamos indicando é que o prêmio pela iliquidez da moeda é o spread sobre a taxa de juros pega pela emissão de títulos. Isso ocorre porque os

⁷ A moeda-chave é o ativo mais líquido no sistema internacional. Sua paridade é de 1 para 1, e é tomada com referência de câmbio. No contexto atual, como vimos, a moeda com maior liquidez é o dólar norte americano.

investidores internacionais têm preferência pela liquidez, no sentido de preferirem as moedas que são a liquidez por excelência nos mercados mundiais. Assim, “*a exigibilidade desse prêmio nos ativos que não possuem a liquidez da divisa determina, desde logo, que as taxas de juros desses títulos partam de um patamar superior àquele verificado nos títulos detentores da liquidez da divisa*” (DE CONTI; PRATES; PLIHON, 2014).

Nesse contexto, é importante entender que a hierarquia das moedas define a existência estrutural de “spreads over treasury” e os mesmos não são meramente “desvios da paridade coberta”, resultantes de maus fundamentos macroeconômicos, conforme advogados pelas teorias que defendem a liberalização e o livre movimento dos capitais.

Um dos pontos importantes, ademais é o de que esses spreads dependem dos ciclos financeiros e de fatores especulativos. De fato, nos momentos de instabilidade, o preço dos títulos cai, conforme já mencionado e a taxa de juros envolvida aumenta, indicando a exigência de um spread maior para ficar com os títulos. Ademais, detentores desses títulos poder efetuar movimentos de especulação, afetando o preço dos títulos - sem que esse movimento tenha a ver com os condicionantes da dinâmica produtiva do país.

Conforme vimos pela discussão de Keynes a especulação existe nos mercados e a demanda de liquidez (inclusive considerando a internacional), envolve esse aspecto, que afeta profundamente as taxas de juros de mercados financeiros de países periféricos que operam com altos graus de abertura financeira.

Paralelamente, para além da pressão pela liberalização, há também a pressão para a adoção de “boas políticas macroeconômicas”. O que se observa é que a precificação dos ativos cambiais ocorre pela incerteza, ou seja, pelas expectativas sobre a evolução futura da taxa de câmbio, determinando assim a taxa corrente. Aquela tende a ser altamente instável e subjetiva, movendo-se de acordo com os interesses dos agentes internacionais, principalmente os tomadores de decisões como os bancos. Nos países emergentes, tal vulnerabilidade tende a ser ainda mais acentuada. Com a finalidade de aumentar a estabilidade da moeda e dos ativos, as economias periféricas adotam políticas que tendem a aumentar a valorização da (apreciação) e a diminuir os custos de carregamento⁸, ou seja,

⁸ As taxas de juros nacionais são definidas pela equação: $R_a = a + q - c + l$. Onde “a” é a apreciação da moeda; “q” é a quase-renda; “c” é o custo de carregamentos e “l” é o prêmio pela liquidez.

diminuir as restrições à entrada e saída de capital estrangeiro por meio da compra e venda de ativos da economia. (FRITZ; DE PAULA; PRATES, 2016).

No caso da adoção de câmbio flutuante, o resultado é uma forte volatilidade desse último, quanto mais integrado for o mercado doméstico aos fluxos financeiros de mercados de capitais e quanto maior for o potencial especulativo das aplicações.

Posto isso, é possível analisar que a moeda exerce um papel na dinâmica econômica mundial muito mais complexo que apenas a função de meio de troca. É passível de análise que os países periféricos apresentam dificuldades em momentos de crises, pois não apenas sofrem uma rápida evasão de capital estrangeiro, mas também por terem suas políticas domésticas diretamente ligadas ao fluxo de capitais e as determinações monetárias do país emissor da moeda-chave do sistema. Assim, para este conjunto de países, a dificuldade de autonomia, de crescimento e de recuperação da crise é mais difícil. As teorias de Keynes e de autores pós-keynesianos, procuram explicar como essa assimetria monetária afeta os fluxos financeiros dos países periféricos e conseqüentemente, subordinando e instabilizando as políticas domésticas.

Considerando o momento dos mercados financeiros internacionais, dominados pelas finanças de mercados de capitais, a abertura financeira é a porta de entrada dessa maior condição de subordinação. É a partir dessa base teórica de fundo que desenvolveremos o presente estudo.

Capítulo 2: O Balanço de Pagamentos e as Inovações Financeiras

No presente capítulo, retomaremos a questão das inovações financeiras que afetaram o desenho dos mercados financeiros ao redor do mundo e que, paulatinamente geraram maior integração financeira, tornando a subordinação das moedas periféricas mais complexas, ainda que o valor das mesmas (o câmbio) e as exigências sobre os contratos de endividamento firmados por devedores periféricos (os juros) fortemente sujeito a fatores expectacionais permanecessem os mesmos.

O capítulo se inicia com a descrição da conta financeira dos Balanços de Pagamentos, para maior compreensão da dinâmica do perfil e a diversidade dos fluxos que compõem essa conta. Em seguida, serão descritos os principais aspectos das inovações financeiras dos anos 1960 aos anos 2000, que caracterizam o perfil dos fluxos que se dirigem aos países periféricos. O sentido dos breves apontamentos que faremos nesse capítulo é o de explicitar o avanço do peso da conta financeira nos balanços de pagamentos, indicando o avanço da dinâmica especulativa do câmbio. Ademais, outro intuito é o de indicar o fato de que após a década de 1990 avançam os fluxos via mercados de capitais, que têm um potencial mais volátil e instável. Uma vez destacadas essas questões, a terceira parte desse capítulo visa traçar a periodicidade da liquidez internacional, que define os movimentos gerais de expansão e retração de recursos aos países periféricos.

2.1. A estrutura da Conta Financeira dos Balanços de Pagamentos

Conforme destacado acima, antes de analisarmos quais foram as inovações financeiras a partir da década de 1960, faremos uma breve descrição da Balança de Pagamentos dos países, com a finalidade de esclarecer como as inovações vão impactar no direcionamento dos fluxos de recursos. O intuito é o de analisar a questão, especialmente sob o ponto de vista de países periféricos, na medida em que estes são essencialmente tomadores de empréstimos (via mercado de crédito e de capitais) e de

investimentos, o que gerará futuros envios de juros e lucros. Esses últimos conformam contas de Transações Correntes. Já o pagamento das amortizações, são contabilizadas como saída de recursos no âmbito da própria Conta Financeira. Este trabalho irá adotar a metodologia contida na sexta edição do Manual de Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional (BPM6).

Como se sabe, o Balanço de Pagamentos pode ser definido como um registro sistematizado de todas as transações econômicas (comerciais e financeiras) de um país com o resto do mundo. Tais registros são efetuados *ex-post*, considerando transações que já foram efetuadas pelo país no câmbio de fechamento.

Um elemento importante a perceber é o de que o câmbio de fechamento envolve praticamente sempre, a intervenção do Estado, mesmo quando o regime de câmbio é flutuante. Quanto essa intervenção ocorre, significa que um agente que não está participando diretamente de entradas e saídas diretas de divisas naquele momento (e que aparecerão no balanço de pagamentos) será comprador ou vendedor de dólares, para atingir o nível de câmbio que foi considerado para o fechamento do balanço de pagamentos. Quando a entrada de divisas é maior do que a compra de divisas pelos agentes que efetuam as transações que são contabilizadas no Balanço de Pagamentos, significa que houve intervenção do Estado, comprando as divisas "excedentes". O Balanço de Pagamentos autônomo (composto pelo somatório de "Transações Correntes"; da conta "Capital e Financeira" e de "erros e omissões"), apresentará um superávit, significando que o Estado comprou esse excesso, sendo que esses dólares passaram a compor suas reservas internacionais.

Quando o volume de ingressos voluntários dos vendedores de divisas é menor do que os compradores de divisas que compõe as operações de balanço de pagamentos no período considerado, ao câmbio de fechamento. O Balanço de Pagamentos autônomo aparecerá deficitário e o Estado terá oferecido divisas no mesmo valor do déficit: (i) vendendo suas reservas ou (ii) efetuando operações de empréstimos externos de curto prazo para o fechamento do Balanço de Pagamentos.

No que tange ao Balanço de Pagamentos Voluntário, ele é dividido em dois grandes grupos: (i) Transações Correntes e (ii) Conta Capital e Financeira. Ademais, temos ainda

"erros e omissões" e, por fim, as operações compensatórias, que se referem a ação do Estado para o fechamento do balanço de pagamentos àquele nível de câmbio.

Neste texto nos atentaremos apenas para a Conta Capital e Financeira. No entanto, antes de irmos adiante, é importante mencionar que a entrada de recursos pela Conta Capital e Financeira, tanto de Investimentos Diretos como de Empréstimos (créditos bancários, endividamento em mercado de capitais e monetário, além de compra de ações) têm, como contrapartida, um posterior envio de juros, lucros e dividendos ao exterior que apareceram na rubrica de "Serviços e Rendas" na conta de Transações Correntes.

É importante destacar aqui que os lançamentos envolvem o sistema é de partidas dobrada. Sendo assim, cada entrada ou saída registrada nas contas, envolve também uma saída ou entrada de operações registradas no mesmo Balanço de Pagamentos ou com o Estado em suas operações de regularização.

Para as explicações a seguir, consideraremos a organização proposta por Corrêa (1998). A proposta é a de analisar a Conta Financeira por "níveis de abertura". Dessa forma, a "primeira abertura" da Conta Financeira a subdivide em 4 grandes contas: Investimentos Diretos, Investimentos em Carteira, Outros Investimentos e Derivativos. O "segundo nível de abertura" refere-se à abertura de cada uma dessas grandes contas. Cada Uma delas contabiliza separadamente os fluxos líquidos ativos (de residentes) e de passivos (de Estrangeiros). Em sequência, o "terceiro nível de abertura" refere-se à subdivisão dessas últimas contas. Assim ocorre sucessivamente, pois seria possível chegar ao "quarto" e "quinto" nível de abertura, a depender do detalhamento da contabilização que se tem acesso. No caso dos dados do Banco Central brasileiro, esses dados são bastante detalhados (CORRÊA, 1998).

Antes de irmos adiante com a explicação, passemos brevemente pela Conta Corrente, verifica-se que ela é composta pelas seguintes subcontas:

- i. **Balança Comercial** – Exportação e Importação;
- ii. **Serviços e Rendas:**
 - a. **Serviços:** Resultados líquidos de royalties, viagens internacionais, aluguel de equipamentos, pagamentos de fretes, entre outros;
 - b. **Rendas:** Remessas líquidas de juros, lucros e aluguéis;

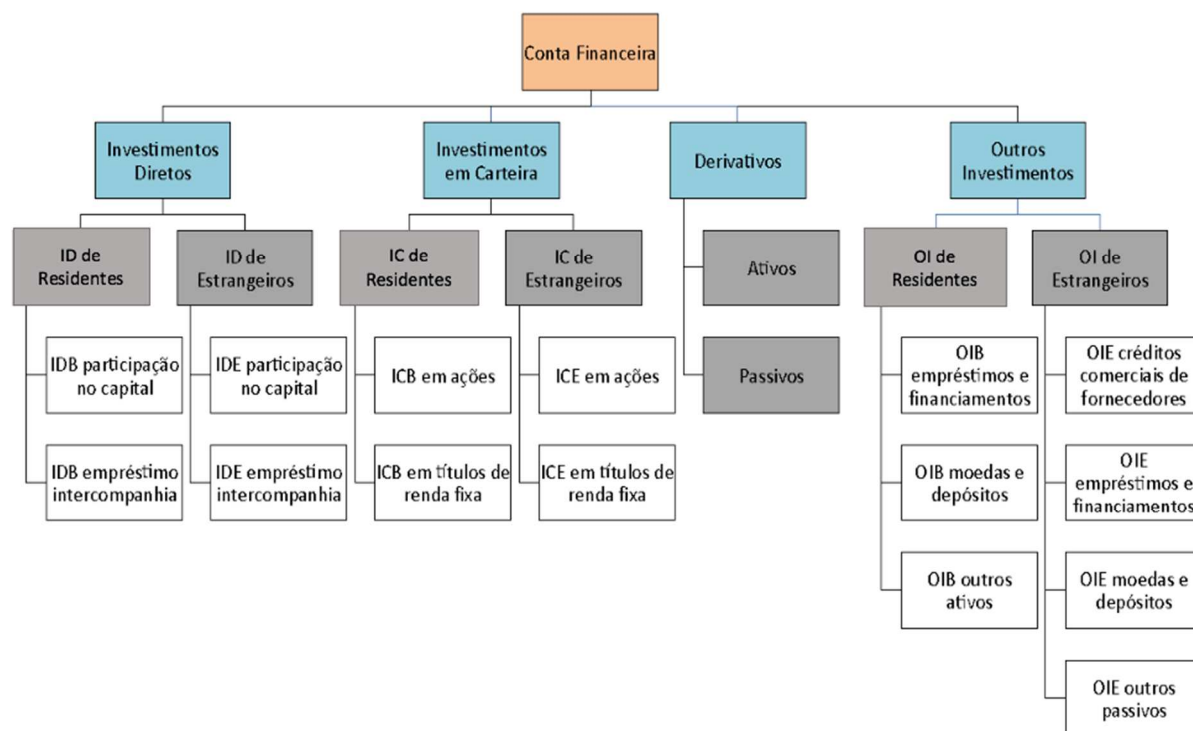
iii. **Transferências Unilaterais.**

É o que se convencionou chamar como "lado real do balanço de pagamentos", ainda que parte importante dos fluxos diga respeito a remessas e recebimentos de serviços financeiros.

Com relação à Conta Capital e Financeira, segundo o manual, a Conta Capital “agrega as transações relativas às transferências unilaterais de patrimônio de migrantes e a aquisição/ alienação de bens não financeiros não produzidos como tais como cessão de marcas e patentes” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2001, p. 9).

Já a Conta Financeira, faz o registro das transações referentes aos ativos e passivos de residentes e não residentes. Aprofundando um pouco mais, passemos a analisar os componentes da Conta Financeira até seu "terceiro nível de abertura", sendo que essa abertura pode ser visualizada na Figura 1, conforme comentado, a Conta Financeira apresenta o resultado líquido de 4 grandes contas (primeiro nível de abertura): (i) Investimento Direto, (ii) Investimento em Carteira, (iii) Derivativos e (iv) Outros Investimentos. Sendo que todos os fluxos de cada uma das contas são classificados como ativos (de residentes) e passivos (de estrangeiros). Ou seja, cada item tem um registro específico para ativos detidos por residentes do país e, também, para os passivos nos quais o credor não é residente do país.

Figura 1: Níveis de Abertura da Conta Financeira (até 3º nível)



Fonte: Elaboração Própria

2.1.2. Investimento Direto

A primeira grande conta que compõe a Conta Financeira é o Investimento Direto (ID), que se subdivide em Investimento Direto de ativos/residentes (IDR) e Investimento Direto passivos/ estrangeiros (IDE). Pela Figura 1, vemos que cada uma dessas subcontas se subdivide em: participação do capital e empréstimos intercompanhias. Ou seja, na conta Investimentos Diretos não constam apenas operações de compra e venda de empresas. Na verdade, engloba também envio e recebimento de recursos entre sedes e filiais (empréstimos intercompanhias). Ademais, a conta participação do capital indica a compra de empresas, mas engloba o formato de compra de ações. Dessa forma, se foram compradas ações que definam o controle de mais do que 10% das ações ordinárias, isso é contabilizado como Investimento Direto. Já se essa compra envolver a detenção de 9,9% ou menos de ações ordinárias isso será contabilizado como Investimento em Carteira.

Nesse ponto é importante comentar que a abertura financeira que se processa nos países periféricos a partir dos anos 1990, envolveu a autorização para que estrangeiros comprassem ações no mercado de capitais do país periférico em questão. Isso mudou o próprio conceito de contabilização dos Investimentos Diretos.

2.1.2. Investimento em Carteira

A segunda grande conta componente da Conta Financeira é a de Investimento em Carteira (IC). Essa conta é o principal alvo da abertura financeira pós década de 1990. Até então estava proibido que estrangeiros pudessem efetuar compras e vendas de títulos e ações lançados por residentes. Também estava proibido que Residentes comprassem títulos e ações de estrangeiros vendidos em mercados de capitais no exterior, ou seja, estava proibido o endividamento via títulos na relação do país com os financistas externos. Essa proibição foi paulatinamente relaxada.

Essa grande conta (IC) é subdividida em Investimento em Carteira ativos (de residentes) (ICR) e Investimento em Carteira passivos (de estrangeiros) (ICE). A primeira faz o registro dos fluxos de residentes do país, que compram títulos de renda fixa e ações no exterior. Estão aí contabilizadas as saídas de recursos (quando o capital de residentes sai para comprar títulos no exterior) e entrada (quando eles retornam), inclusive as amortizações.

Já o Investimento em Carteira passivos (ICE) faz o registro do movimento de estrangeiros que compram/vendem títulos de renda fixa e ações lançadas por residentes. Cabe ainda a explicação de que esses títulos podem ser comprados/vendidos nos mercados financeiros internacionais (em dólar) ou no país (em moeda nacional). Destaque-se que essa conta não estava aberta até a década de 1990 na maioria dos países periféricos. A abertura financeira, envolveu a permissão de que estrangeiros e residentes pudessem operar comprando e vendendo papéis em diferentes mercados. A partir dos processos de abertura financeira é que ficou permitido que estrangeiros pudessem comprar títulos de renda fixa emitidos por residentes no exterior (e que esses pudessem lançá-los no exterior) ou no próprio país (em moeda nacional, lançadas nos mercados domésticos). No caso das negociações do próprio país, os estrangeiros podem comprar títulos de renda fixa em mercados de capitais e em mercados monetários (títulos da dívida interna). A abertura também permitiu que estrangeiros comprassem ações de companhias nacionais.

2.1.3. Outros Investimentos

A terceira grande conta é a de "Outros Investimentos", que comporta diferentes perfis. Abrindo-se essa conta, chegamos ao segundo nível de abertura e essa conta se subdivide

entre Outros Investimentos ativos/residentes (OIR) e Outros Investimentos passivos/estrangeiros) (OIE). Cada uma dessas contas, será subdividida em: Empréstimos, Moeda e Depósitos "Outros". Na conta empréstimos é que são contabilizados os créditos realizados por bancos no exterior, para residentes. São créditos firmados pelo sistema bancário internacional, em moeda externa (por exemplo dólar ou Euro). A subconta Moeda e Depósitos, também foi aberta a partir dos anos 1990 nos países periféricos. Referem-se as movimentações de depósitos que são mantidos em outros países. São recursos de livre movimentação entre contas.

2.1.4. Derivativos

A quarta grande conta componente da Conta Financeira é a de "Derivativos", que “registra os fluxos financeiros relativos à liquidação de haveres e obrigações decorrentes de operações de *swap*, opções e futuros e os fluxos relativos aos prêmios de opções. Não inclui os depósitos de margens de garantia vinculados às operações em bolsas de futuros, alocados em outros ativos e outros passivos de curto prazo” (p. 12). É válido destacar que sua subdivisão de segundo nível é entre ativos e passivos, apenas e que nessa conta não são contabilizados fluxos consideráveis. Também foi uma conta que participou do processo de abertura (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2001).

2.2. Inovações financeiras dos anos 1960 em diante e a mudança do volume e perfil dos fluxos que transitam pela Conta Financeira

2.2.1. O avanço das operações do mercado de créditos bancários: anos 1950/1960 e 1970⁹

O período do imediato pós-guerra foi marcado por uma reconstrução das economias centrais, numa situação de dominância da economia norte americana, grande detentora das reservas mundiais de ouro e cuja moeda passou a ser o centro do sistema monetário internacional.

O contexto inicial do processo é o de que os Estados Unidos eram os grandes exportadores mundiais, numa situação de "escassez de dólares fora dos Estados Unidos". Se estabelece, nessa época, um movimento de forte entrada de dólares na Conta Financeira do Balanço de Pagamentos Norte Americano, por conta de que os investidores mundiais (especialmente os bancos centrais) optam por aplicar seus recursos em títulos em dólar (a moeda chave). De outra parte, saem fortes recursos da conta financeira no formato de Investimentos Diretos.

Paralelamente, do lado de Transações Correntes, há um movimento inicial de um importante superávit da Balança Comercial. Ocorre, no entanto, que os Estados Unidos passam paulatinamente a perder competitividade à medida em que a Europa e o Japão reconstroem suas economias. Nesses termos, há uma mudança na dinâmica produtiva.

De outra parte, um aspecto essencial de mudança vai se referir à conta financeira. De fato, à medida em que o Dólar se consolida como a moeda mais líquida do sistema financeiro mundial, os detentores de dólar procuram aplicações nessa moeda. A permissão de receber depósitos em dólar decretada pela Inglaterra leva ao afluxo de um grande volume de recursos no mercado Londrino, que permite tal ação. Vários são os fatores a influenciar essa dinâmica, podendo-se citar (PÁDUA LIMA, 1985):

- i. O afluxo de recursos dos Bancos Centrais dos países da Cortina de Ferro, que preferiam aplicar seus recursos em títulos em dólar, mas preferencialmente fora dos Estados Unidos;
- ii. O afluxo de recursos de grandes exportadores europeus e japoneses que passam a ser grandes detentores de dólar à medida em que sua reconstrução se consolida e

⁹ Nesse capítulo para analisar as inovações financeiras são utilizados: Belluzzo 1995 e 1999; Ferreira e Freitas, 1990; Minsky (1986); Corrêa (1996) e Pádua Lima (1985).

- passam a concorrer com os produtos americanos; e a se transformarem em grandes exportadores mundiais;
- iii. A partir dos anos 1960 o afluxo dos petrodólares;
 - iv. A internacionalização de bancos americanos que abriram filiais em Londres para fugir das restrições impostas no mercado americano;
 - v. As inovações financeiras processadas ao longo dos anos 1960 e 1970, que criaram depósitos remunerados (CDs) e que flexibilizaram os passivos dos bancos (inclusive os internacionais) gerando uma ação agressiva de captação.

Nesses termos, vemos uma forte aglutinação de depósitos em dólar, fora dos Estados Unidos, que permitiu a criação de moeda em dólar fora dos Estados Unidos, não regulada pelo Banco Central Americano – o Euromercado. Um dos aspectos adicionais que permitiu esse avanço foi o fato de esse ser um período de crescimento. A partir do final da década de 1950 os créditos bancários tiveram uma expansão para além do limite imposto pelas reservas. É nessa fase que se observa a grande entrada de recursos de empréstimos (Outros Investimentos de passivos – Empréstimos) nos países periféricos.

Além disso, outro fator que permitiu a aglutinação desses capitais em dólar e a forte operação de criação de crédito fora dos Estados Unidos, foram as Inovações Financeiras geradas nos Estados Unidos¹⁰ e que foram incorporadas pelos bancos que operam no Euromercado.

Uma das importantes inovações foi a criação e avanço do mercado interbancário, que garante a ajuda a bancos de menor porte que operavam no Euromercado e que, eventualmente, precisavam de liquidez. As demais, dizem respeito a novas formas de captação de recursos por parte dos bancos (flexibilização dos passivos), que deduzem o peso dos depósitos à vista no total dos passivos e aumentam o poder de aglutinação de capital, ao tempo que reduzem o poder dos Bancos Centrais em controlar a criação de empréstimos bancários (CORRÊA, 1996).

No que tange aos instrumentos que permitiram a flexibilização dos passivos destacamos os indicados por Minsky (1986):

¹⁰ O detalhamento dessas inovações é efetuado por Minsky (1986)

- i. Avanço dos mercados Interbancários: os bancos passaram a ter uma relação de empréstimos entre si, ao invés de buscarem recursos apenas no banco central. Nos Estados Unidos iniciam esse processo negociando seus fundos de reserva federal (*Federal Funds Rate*). A negociação diária desses títulos passa a definir a taxa básica de juros, que é negociada no mercado interbancário. Ou seja, é a taxa cobrada pelos bancos comerciais que podemos realizar empréstimos de curtíssimo prazo para bancos menores uma vez que possuem um excesso de reservas no banco central. Esta tornou-se o indicador mais sensível de qual direção as taxas de juros tomariam em um curto espaço de tempo, já que é estabelecida diariamente pelo mercado e não periodicamente;
- ii. Certificados de Depósitos (CD's): “são os títulos de dívida que os bancos comerciais lançam e vendem para seus clientes, com o compromisso de recomprá-lo quando o aplicador desejar” (PEREIRA, 2010). Estes tornaram os mais importantes instrumentos de geração de liquidez (*position making*), pois permitiam aos bancos ter liquidez rápida e de grande escala;
- iii. Acordos de Recompra: trata-se de um contrato de compra de ativo com a venda simultânea do mesmo, assim, um pacote de dívida do governo, por exemplo, que é vendido com o compromisso de recompra em uma data futura pré-estabelecida. Porém, estes acordos tinham uma consequência direta para os governos, atrapalha a política do compulsório, que é a política de se exigir mais dinheiro em encaixes, visto que o compulsório é calculado sobre depósito à vista.

Para além dessas inovações citamos ainda o avanço dos *Commercial Papers*. Trata-se de títulos de curto prazo emitidos por empresas no mercado de capitais sem garantia real. Somente as empresas com excelentes colocações nas avaliações de reconhecidas agências de rating são capazes de vender esses papéis. Tais títulos contavam com uma maturidade entre 3 meses (90 dias) e 9 meses (270 dias), mas em sua grande maioria o menor prazo era o qual prevalecia. Esses títulos foram utilizados por grandes corporações, mas também por bancos quando necessitavam de recursos.

Esses instrumentos permitiram a geração de liquidez pelo lado do passivo, que podem operar rapidamente nos momentos de dificuldade, reduzindo o poder de controle via Banco Central. Os movimentos de compulsório e redesconto passam a ter menor poder.

Dessa forma, os bancos têm maior facilidade de criação de moeda nos momentos de expansão econômica, como o verificado entre a década de 1950 e 1970. Contudo, as inovações da década de 1960, geram paralelamente, o crescimento do que Minsky chamou de posturas financeiras "especulativa" e "ponzi" já citadas anteriormente nessa monografia. A forte expansão de crédito no Euromercado se dá pela via do surgimento dos *Eurocredit* e dos *Eurobonds*. O primeiro refere-se aos empréstimos que eram feitos em dólar e com uma correção pós-fixada, e o segundo foram os financiamentos por meio de títulos de renda fixa gerados no *Euromercado* e pelas corporações industriais (CORRÊA, 1996).

O avanço das posturas financeiras mais frágeis é resultado da forte oferta de empréstimos e da facilidade de endividamento que se estabelece, em um momento de crescimento mundial. A lógica de se priorizar uma postura financeira *hedge*, que havia emergido da crise de 1929 é superada pelo avanço da "economia do endividamento". Nessa situação, Famílias, Empresas e Governos aumentam seu grau de endividamento, gerando-se fortes pressões inflacionárias ao longo de diferentes países. Como destaca Corrêa (1995), esse processo permite grande avanço das operações de crédito nos estados Unidos, sendo que essa dinâmica se internacionaliza (CORRÊA, 1995).

Destaca-se então a importância da combinados essas duas inovações: (i) o avanço dos instrumentos de *position making* pelo lado do passivo, que reduzem o poder de controle das Autoridades Monetárias e que se internacionalizaram e (ii) a institucionalização dos mercados *offshore* (especialmente o de Londres), que permitem a captação de recursos em dólar e a criação de empréstimos contábeis em dólar fora dos Estados Unidos. Esses são fatores que permitiram que o sistema bancário fosse globalizado e desenvolvesse uma nova dinâmica financeira no cenário mundial, num momento inicial de expansão econômica.

Assim, os propósitos deste trabalho, é destacar o fato de que entre o final dos anos 1950 e até o final dos anos 1970 há uma fortíssima expansão de empréstimos internacionais bancários, com baixa taxa de juros, o que gerou uma enxurrada de recursos de crédito, inclusive para os países periféricos.

O contexto gera, paulatinamente, um excesso de dólares fora dos estados unidos: quer seja pela questão da perda de competitividade desse país (aumentando sua importação e

reduzindo o saldo de sua balança comercial), como pela criação de dólares, com baixo controle. Essa situação gera uma dinâmica em que ocorre:

- i. Grande expansão de movimentos pela conta financeira dos balanços de pagamentos dos países, via bancos (Conta Outros Investimentos passivos/estrangeiros OIE – Empréstimos);
- ii. Pressão para a desvalorização do dólar, sendo que se explicita a criação bancária contábil de dólar e a falta de sentido do sistema de conversão ao ouro;
- iii. Pressões inflacionárias e adoção de juros flutuantes, que indicavam a possibilidade de ajuste dos juros;
- iv. Crescimento do endividamento dos países periféricos e forte ingresso de recursos pela conta financeira, numa dinâmica de criação de moeda em nível do Euromercado. A dinâmica financeira passa a pressionar o câmbio doméstico, mais do que a dinâmica produtiva.

O que se explicitava com a expansão da criação de moeda bancária em dólar foi a inconsistência do padrão dólar-ouro e o caráter expansivo e contábil da criação da moeda central do sistema. Essa explicitação se dá com a desvalorização do dólar e, posteriormente, com o fim da conversibilidade, passando o SMI a ser essencialmente fiduciário, encerrando-se com a institucionalidade montada em Breton Woods.

De outra parte, essa criação contábil de moeda gerou forte entrada de dólares nos países periféricos e pressões de valorização do câmbio determinadas por variáveis financeiras, que não estavam sob o domínio do país. Essa questão se explicita quando os Estados Unidos, unilateralmente, dobram sua taxa de juros básica no final dos anos 1970 para combater a inflação. De uma só cartada dobra o pagamento de juros na conta de Serviços dos Balanços de Pagamentos dos países periféricos e ao mesmo tempo, a entrada de recursos bancários é reduzida, justamente quando os países periféricos precisam de mais recursos em dólares. Rapidamente, essa questão financeira provoca uma "falta de recursos" e uma pressão de desvalorização expressiva do câmbio de países periféricos, também por fatores financeiros inesperados. É nessa situação que diferentes países recorrem ao FMI (Fundo Monetário Internacional), para poder fechar seu balanço de pagamentos, segurando minimamente a desvalorização (Operação de regularização, que envolve endividamento externo do Estado).

Do lado dos bancos internacionais, a instabilidade provoca uma rápida reversão da oferta de crédito. Vários bancos se encontram problematizados, especialmente quando vários países periféricos passam a decretar moratória, ou seja, vai se explicitando o caráter financeiro da dinâmica cambial de países periféricos que passam a se integrar mais fortemente aos mercados mundiais.

O que fica claro no final dos anos 1970 é o fato de que a dinâmica financeira se expandira nos mercados mundiais (naquele momento, via bancos), provocando impactos abruptos e inesperados sobre juros e câmbio. A lógica de que era possível se tratar de uma separação entre "o lado real" e o "lado monetário" estava claramente posta em cheque. A resposta dos mercados é o avanço do processo de securitização e dos mercados de derivativos, sendo que aí avança a pressão pela liberalização financeira. A questão da hierarquia das moedas e da instabilidade financeira resultante desse processo vai se exacerbar.

2.2.2. Inovações financeiras dos anos 1980, 1990 e 2000

O avanço inicial do processo de securitização está ligado à redução do crédito e ao fato de que as corporações mais bem posicionadas passaram a lançar títulos diretamente nos mercados de capitais para obterem recursos. Essa dinâmica inaugura uma fase de maior endividamento nesses mercados. O mercado de crédito vai perdendo a dominância na oferta de empréstimos.

O próprio nome do processo esclarece a dinâmica: securitizar, significa operar com "securities", ou seja, com operações via títulos de dívida. Podemos dizer que essa dinâmica envolve uma dupla determinação (CORRÊA 1995):

- i. Avanço das operações em mercados de capitais aparecendo novos títulos de dívida em mercado, permitindo diferentes tipos de emissões com diferentes prazos;
- ii. Avanço de novas engenharias financeiras que geram operações casadas de mercados de crédito e de capitais, além do avanço de processos de securitização de recebíveis.

Ademais, envolve ainda uma questão adicional: o avanço dos investidores institucionais (fundos de pensão, fundos de investimento e companhias seguradoras) como grandes compradores de papéis.

Segundo Belluzzo (1995), as transformações da década de 1980 acabaram por “generaliza-se a dinâmica financeira e a supremacia dos mercados de capitais substitui à dominância anterior do sistema de crédito comandado pelos bancos”. Ou seja, os mercados de capitais ganharam importância frente aos mercados de crédito. Dessa forma, o processo de securitização tornou-se um dos eixos principais das inovações dos anos de 1990 (BELLUZZO, 1995).

Na verdade, o avanço desse processo ocorre como uma “convergência de interesses por partes dos credores (dentre eles os investidores institucionais), e dos vendedores de recursos” (p. 26), e isso fez com que, a partir dos anos 80, aumentassem significativamente o volume de empréstimos via mercado de capitais. Os tomadores passam a contrair dívida diretamente com os credores em mercados de capitais (PEREIRA, 2010).

O avanço das operações dos Fundos de Investimentos, gerando compra de papéis em conjunto com operações nos mercados de derivativos, provoca um forte direcionamento de recursos para esses fundos, que prometem grande rentabilidade. Isso gera uma concorrência com os depósitos bancários. Nesses termos, não só os bancos deixam de ser o centro do sistema de empréstimos (operação de ativos), como também passam a ter concorrentes não bancários para a captação de recursos (operação de passivo).

Retomando a questão da securitização, como citamos, vários papéis novos passam a surgir nos mercados de capitais e para se ter ideia, abaixo citamos alguns deles:

- i. Floating Rate Notes: títulos de médio e longo prazo;
- ii. Notes Issuance Facility: compromissos financeiros de médio prazo;
- iii. Forward Rate Agreement: contratos de futuro de taxas de juros
- iv. Revolving Underwriting Facilities: separa a função dos agentes que colocam o papel daqueles que subscrevem os títulos;

- v. Transferable Underwriting Facilities: facilitam a transferência dos agentes subscritos¹¹;
- vi. Títulos Bradies: títulos das dívidas públicas dos países periféricos via Plano Brady.

No caso das novas engenharias financeiras, supracitados, como exemplo o processo de securitização de recebíveis, que vai se tornando mais complexo, a medida em que ele avança. Refere-se ao lançamento de um título de dívida, que dá como garantia o recebimento futuro de um ativo devido pelo devedor. Um exemplo é o lançamento de títulos de dívidas pelas operadoras de energia elétrica, dando como garantia os recebimentos das contas de luz. Na medida em que os títulos (dívidas) dão como garantia os ativos, convencionou-se considerar que estaria ocorrendo uma "securitização". É como se esses ativos estivessem sendo "vendidos" e se transformando em garantias para "securities" (títulos).

Essa dinâmica afeta o próprio Sistema Bancário. Os bancos passam a captar recursos, lançando títulos de dívida e dando como garantia uma parte "empacotada" de sua carteira de crédito. É como se estivessem vendendo parte de sua carteira de crédito, que era um ativo ilíquido. Dessa forma, estariam transformando esse ativo em um instrumento mais líquido.

O processo avança com a alienação fiduciária dos ativos que servirão como garantia. Elas saem do balanço do agente que está captando os recursos. Nas engenharias financeiras mais complexas. Cria-se uma "companhia de propósito específico" (CPE), apenas para efetuar essas transações. Os ativos que servirão como garantia, saem do balanço da empresa (que pode ser um banco) e passam a compor o ativo da CPE. Assim, esta lança os títulos de dívida, que conformarão o seu passivo.

Através dessa engenharia financeira, os ativos que compõem as garantias não fazem mais parte do ativo da empresa que efetivamente está tomando o recurso e ficam custodiados na CPE. Por outro lado, a dívida não aparece no balanço da empresa que efetivamente está recebendo o recurso.

¹¹ Ou também chamados de *underwriters*, que são as instituições financeiras especializadas em operações de lançamentos de ações em mercados primários

O processo tem o formato de lançamento de títulos com grande segurança (uma vez que têm garantias), o que leva a que os mesmos tenham boas notas de classificação de risco pelas agências de *rating*. Essa aparente robustez aumenta a facilidade do lançamento desses títulos e eles avançam sobremaneira nos mercados financeiros. No entanto, o risco de não pagamento dos ativos que serviram de garantia não somem. Ademais, as dívidas geradas no mercado de capitais não aparecem no balanço de quem recebeu o recurso, lançando um véu sobre o endividamento do mesmo e escondendo esse fato da contabilidade. Esse tipo de operação foi o que provocou, por exemplo, a crise de *subprime* no mercado hipotecário norte americano.

Para além dessas inovações, outras engenharias financeiras se processam, incentivando o endividamento via títulos em diferentes países ao redor do mundo. Nesses termos, nessa fase o endividamento via títulos cresce e grandes compradores de papéis (como os fundos de investimento, fundos de pensão e grandes corporações) se deslocam por diferentes mercados, pressionando pela mais ampla flexibilização possível (abertura financeira e baixo controle de entrada e saída).

O que se observa nesse processo é que ocorre o lançamento de títulos de dívidas e compra desses títulos em diferentes mercados, com diferentes moedas, com diferentes tipos de contratos (juros fixos *versus* juros flutuantes). Conforme se observou no final dos anos 1970, com o avanço das finanças em nível internacional observou-se o forte ingresso de entrada e saída de recursos, gerando pressões de volatilidade no câmbio e pressões inflacionárias que impactam também os juros. A possibilidade de variações abruptas e inesperadas nos juros e no câmbio estavam explícitas.

Nesses termos, o Sistema Financeiro Internacional gera a dinâmica em diferentes moedas e com diferentes formas de contrato se podem haver modificações abruptas nas condições dos contratos, que não podem ser previstas por meio dos mecanismos que relativizaram a instabilidade desses contratos são as chamadas operações em mercados de derivativos: futuros, opções e operações swaps. Os dois primeiros geram mecanismos de proteção contra variações em juros e câmbio e o terceiro gera trocas de contratos: trocam-se contratos de juros fixos por juros flutuantes; trocam-se contratos em diferentes moedas.

Ao utilizar esses mecanismos os agentes que vão se endividar ou fazer aplicações em diferentes moedas podem fazer operações derivadas para gerar proteção. Para o propósito deste trabalho apenas será destacada a possibilidade dessas proteções que permitem aos agentes irem adiante e operar em diferentes mercados, mesmo considerando a ampla instabilidade. Porém, não quer dizer que os agentes estejam plenamente cobertos, pois é impossível a cobertura total, especialmente do risco de inadimplência, conforme já comentamos no caso do processo de securitização de recebíveis.

Ademais, é importante mencionar que os agentes que operam nos mercados de derivativos não são apenas os que buscam proteção. De fato, para esses mercados poderem operar amplamente, exige-se um grande número de agentes efetuando operações de forma ininterrupta, tanto na ponta compradora, quanto na vendedora. Esses mercados funcionam na medida em que existe um grande volume de agentes especuladores, que buscam ganhar (e eventualmente perdem muito) com as operações.

Se, por um lado, sua existência gera a possibilidade de operação dos mercados, por outro, a atuação especulativa movimentada ações de compra e venda a futuro de juros e câmbio, por exemplo, por operações especulativas, provoca variação abrupta dessas variáveis. Essas operações, por sua vez, acabam afetando os mercados à vista. Nesses termos a operação dos mercados de derivativos acabam por exacerbar a dinâmica especulativa e volátil dos mercados financeiros.

Os derivativos são definidos como ativos a partir dos quais os valores transacionados em contrato são derivados de outros ativos (ou passivos)¹². Existem basicamente dois tipos de mercados de derivativos: os negociados em bolsa e os negociados em balcão. As bolsas são mercados organizados em que há uma câmara de compensação, procedendo ao pagamento e liquidação dos contratos, nos quais os transacionadores podem fazer a transferência direta ou comprar e vender anonimamente pelo próprio mercado.

Enquanto que o balcão, que é conhecido pela sigla OTC (*over the counter*) e são contratos em que se negociam riscos idiossincráticos, com maturidades muito específicas e condições particulares. Por se tratar de riscos mais específicos os derivativos de balcão

¹² Os exemplos mais comuns são as ações, as moedas e as *commodities*.

tendem a ser mais particulares, mas não quer dizer que não possam ser negociados na bolsa.

Já os mercados de SWAPS “são uma operação financeira por meio da qual dois agentes decidem trocar, entre si, fluxos de pagamentos ao longo de determinado período de tempo referidos a um determinado valor”. Os primeiros mercados de SWAPS, desenvolvidos ainda na década de 1970, foram de swaps cambiais, integrando posteriormente os mercados de swaps de juros. Assim, segundo a explicação de Corrêa (1996), “as operações citadas dão grande flexibilidade às empresas, no caso do manejo de seus ativos e passivos, estando uma das vantagens ligadas à possibilidade de redução do custo do endividamento, graças à exploração de vantagens comparativas em cada uma das pontas” (p. 63. CORRÊA, 1996; FERREIRA & FREITAS, 1990, p. 48).

Por último, a inovação que garante aos mercados de capitais nova dinâmica são os mercados de opções, relacionados aos ativos de *hedge*. Nestes o contrato de compra e venda futuro, aqui está a opção do transacionista, de uma ação à um determinado valor estabelecido final e fixo. Dessa maneira, o comprador paga um valor pelo direito de compra ou paga um valor pelo direito de compra e de venda futura com um contrato financeiro determinando a data da venda (PEREIRA, 2010).

Sendo assim, o processo de securitização trouxe para a economia mundial um aumento dos endividamentos, desta vez, através dos mercados de capitais. De outra parte, conforme já comentamos, a própria operação dos bancos muda nos mercados financeiros mundiais. Passam a operar como bancos de investimento, ajudando na colocação de papéis e efetuando garantias, subscrevendo papéis. De outra parte, securitizam suas operações de créditos, via sistemas de securitização de recebíveis.

Nesses sistemas:

- i. Os bancos ofertam crédito;
- ii. A partir da criação dos CPE, retiram os créditos de seus balanços e as colocam como ativos das CPEs. Paralelamente, essas CPEs que lançam títulos de dívida para captar recursos e esses são contabilizados como passivos das CPEs, mas o recurso arrecadado vai para o banco;

- iii. A dívida (passivo) não aparece no banco e os créditos (ativos) não aparecem no balancete do banco (*off balance*). O banco transferiu para a CPE o risco de crédito envolvido nos empréstimos que fez;
- iv. A própria CPE faz a ação de cobrança dos créditos que ficaram em sua custódia;
- v. Geram-se operações de seguro dos títulos que foram lançados pela CPE;
- vi. As agências de rating tendem a dar boas notas e esses tipos de títulos.

Ou seja, nesse sistema, os bancos conseguem recursos securitizando seus créditos, assim, os passam adiante, uma vez que os títulos de dívida que foram lançados aportam recursos aos bancos e os créditos ficam como garantia e fora do balanço. O que se observa é que a participação dos bancos comerciais no processo de securitização tende, assim, a reduzir as fronteiras que existem entre o mercado de crédito e o mercado de capitais, ou seja, há uma convergência entre as operações de bancos comerciais e bancos de investimento.

Portanto, esse processo em conjunto envolve o avanço das operações de mercados de capitais, sendo que os bancos não estão fora desse processo, e passam a operar de uma forma nova. Avançam também os grandes compradores de papéis, que são as grandes corporações e os investidores institucionais – que querem ter a liberdade de ir para aonde quiserem, buscando a rentabilidade que quiserem e podendo sair na hora que quiserem. É esse processo que pressiona pela liberalização, sendo que o avanço do processo provocou uma mudança substancial na dinâmica do balanço de pagamento dos países.

No caso de países periféricos que apresentam abertura financeira a importante diferencial de juros, nos momentos de liquidez internacional se observa uma entrada expressiva de recursos pela conta de Investimentos em Carteira passivos/estrangeiros (ICE), mas ato contínuo há também uma forte saída pela conta juros (Balanço de Transações Correntes). Em geral, se tomarmos os países periféricos, veremos que aqueles que têm mercados de capitais mais desenvolvidos (que operam com títulos de renda fixa e ações) tiveram uma ampla modificação no volume desses recursos, sendo que a conta de Investimentos em Carteira passivos é a principal.

Isso gera um crescimento importante do Passivo Externo Líquido. No entanto, esses capitais podem vender esses papéis rapidamente em mercado secundário, afetando juros e câmbio. Quando há mudanças conjunturais esse movimento pode ocorrer muito

rapidamente. A instabilidade é muito mais forte nessa fase pós anos 1980, quando o endividamento é feito via mercado de capitais. Os volumes de recursos são maiores e possibilidade de reversão é maior.

Dessa maneira, as consequências das inovações financeiras das décadas de 1980 e 1990 foram marcadas pela alta liberalização externa e desregulamentação do sistema. Assim, as inovações ampliaram as oportunidades dos participantes do mercado de se financiarem diretamente através dos mercados de capitais e de se protegerem contra os riscos microeconômicos associados à crescente variabilidade dos preços dos ativos, dos juros e do câmbio.

2.3. A Periodização dos ciclos econômicos mundiais

Esta etapa do capítulo, terá como objetivo tratar dos ciclos de liquidez internacional que afetaram o fluxo de recursos dirigido aos países periféricos. Dessa forma, o intuito é reforçar a argumentação de que com a abertura financeira dos países periféricos ao longo dos anos 1990 e início dos anos 2000 exacerbou a vulnerabilidade desses países, aumentando o grau de subordinação das políticas macroeconômicas domésticas à dinâmica dos mercados financeiros globais.

A vulnerabilidade dos Balanços de Pagamentos é por tanto, resultado de assimetria do Sistema Internacional, fortemente resultante da conversibilidade¹³ das moedas frente ao dólar, como vimos no capítulo anterior dessa monografia. As principais consequências diretas para as economias periféricas, é que a não conversibilidade da moeda impossibilita a emissão de títulos em dívidas externas na moeda do país, necessitando assim, a conversão e um câmbio favorável. Além disso, a moeda não consegue exercer um valor de reserva para o caso de instabilidades financeiras. Essas são especificidades dos países periféricos, mas a questão central está na especificidade da moeda na economia capitalista, conforme analisado no primeiro capítulo.

¹³ Como já foi apresentado no capítulo anterior, a conversibilidade de uma moeda é dada por três capacidades: como forma de pagamento; como unidade de conta; e como denominação de contratos. O dólar é a única moeda que permite esses três tipos de transações, já as moedas periféricas não passam nenhum deles.

O pano de fundo é o da economia capitalista intrinsecamente e endogenamente instável e o da especulação como parte inexorável desse ambiente. Um dos pontos fundamentais é o de que o direcionamento dos fluxos de capitais é ditado essencialmente por fatores exógenos às economias periféricas, ainda que é claro os fatores domésticos também sejam condicionantes. Essa instabilidade das economias periféricas às mudanças nas condições de humores do mercado financeiro internacional caracteriza a vulnerabilidade externa dessas economias (OREIRO *et al.*, 2003; (CORRÊA, 2006; CINTRA; PRATES, 2005).

Tendo em vista essas observações, abaixo deixamos indicada a periodicidade que estamos considerando para analisar a dinâmica dos fluxos financeiros dirigidos aos países periféricos. Esta periodização é definida por diferentes autores, levando consideração, inclusive, os *outlooks* do FMI. No caso desta monografia, estamos seguindo a periodização proposta por CORRÊA (2006) e PEREIRA & CORRÊA (2016).

No que se refere aos momentos de liquidez estaremos considerando que:

“os movimentos de alta da liquidez vão ser aqueles momentos em que se percebe uma menor aversão ao risco por parte dos investidores mundiais. Nessas fases, materializa-se um maior fluxo de recursos dispostos a deixar os países centrais, de “moeda forte”, para se aventurar em países de moeda “mais fraca”, na hierarquia das moedas, na expectativa de ganhos extra. Os períodos de baixa liquidez referem-se a movimentos de “fuga para a qualidade”. São momentos em que há uma maior percepção de risco, e a tendência é a de uma corrida dos capitais para as economias de “moeda mais forte” e para aplicações mais seguras. A consequência é a de retração de recursos dirigidos aos países periféricos.” (SOUZA, 2017).

Os “surto de recursos”, referem-se a subfases no interior dos períodos de liquidez. São caracterizados por períodos em que há uma elevada remessa de recursos para os periféricos. Contudo, essa não é uma tendência exclusiva de alguns países periféricos, mas é um movimento mais geral que atingem o conjunto dos mesmos. (PEREIRA & CORRÊA, 2016).

Quadro 1: Periodicidade da Liquidez Mundial

| |
|--|
| 1990 – 1998: fase de alta liquidez |
| 1998 – 2002: fase de retração de recursos |
| 2002 – 2008: fase de alta liquidez |
| 2008– 2009: fase de retração de recursos |
| 2009 – 2011: fase de expansão de recursos |
| 2012 – até 2016: dinâmica de recursos com volatilidade para os países periféricos. |

Fonte: Corrêa e Pereira (2016)

Dessa maneira, o primeiro período de liquidez internacional se estende de 1990 – 1998. Tendo como ponto de vista os capitais internacionais, podemos observar que os fluxos destes para os países periféricos, com os chamados *Junk Bonds* – títulos de alto risco – compõem os principais investimentos do período, reflexo da baixa na taxa de juros básica norte americana. O investimento em carteira e as privatizações, são responsáveis por uma onda de investimentos nos países periféricos, que efetuaram processos de abertura. Vários desses países renegociaram suas dívidas no âmbito do Plano Brady, efetuaram políticas de combate à inflação e adotaram o regime de câmbio administrado.

Porém, já em 1994 as crises reflexo das bolhas especulativas dos ativos começam a afetar os países periféricos. Ocorre a crise do México, que provoca “efeito contágio” sobre os demais países periféricos que haviam efetuado amplo processo de abertura financeira. Esse efeito contágio explicita o caráter especulativo dos investimentos. Ao sinal de maior instabilidade, os investidores tendem a retirar os investimentos e aplicá-los em títulos considerados mais seguros (*hedge*), ocasionando então uma fuga de capitais que afetam as economias periféricas em direção as economias centrais, consideradas mais estáveis. A primeira crise é o México¹⁴, seguida pela da Ásia em 1997, da Rússia em 1998, do Brasil em 1999 até da Argentina em 2002.

O destaque vai para o fato de que “acúmulo de capitais voláteis de curto prazo em relação às reservas disponíveis tornou os regimes cambiais vigentes insustentáveis, provocando intensa onda especulativa e fuga de capital com conseqüente colapso do câmbio e do preço dos ativos domésticos” (MEDEIROS, 2001, p.33).

Apesar de as crises do México e da Ásia terem provocado efeitos contágio importantes, pode-se dizer que, em termos gerais o período que vai de 1990 a 1997 é essencialmente de liquidez internacional. A reversão mais forte de recursos ocorre após

¹⁴ A crise mexicana teve um baixo efeito contágio, chamado pela literatura de “efeito tequila”.

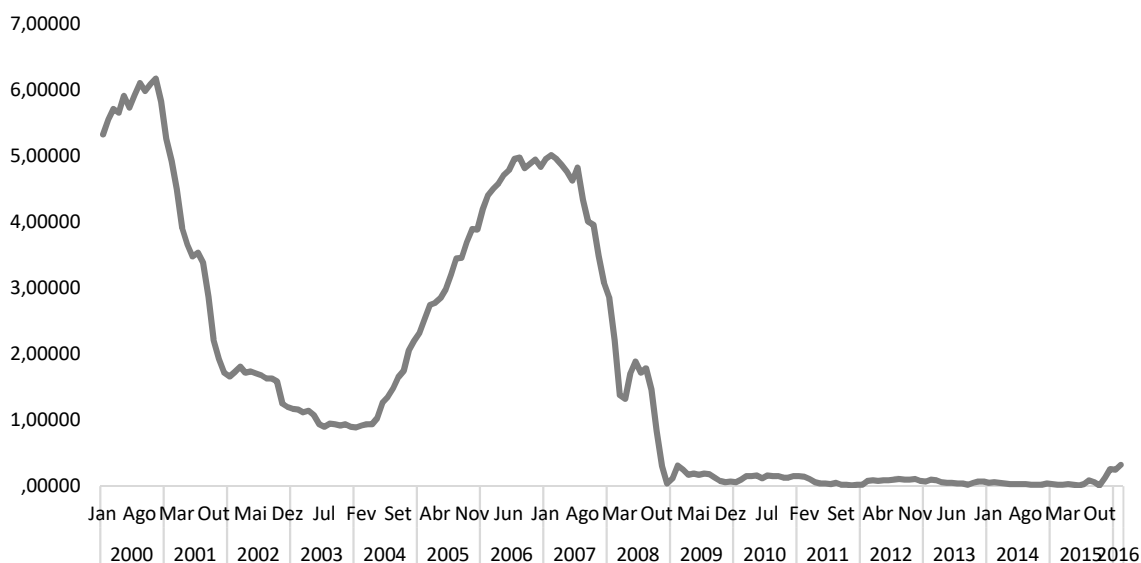
a crise da Rússia. O período seguinte entre 1998 – 2002, é considerado um período em que se alternam fases de “escassez de abundância”, havendo momentos de expansão e retração de recursos.

Em seguida, a próxima fase é de liquidez, estendendo-se entre 2002 até 2007. Nessa fase, há forte direcionamento de recursos dirigidos para os países periféricos, explicitando a liquidez mundial. Por um lado, é um período de crescimento, liderado pela China em que existe forte queda dos preços das commodities, provocando processos de crescimento nos países periféricos. De outro lado, é um período de liquidez, provocado pela queda da taxa de juros básica norte americana. Em 2004 a taxa Treasury inicia uma trajetória de crescimento, o que provoca um breve refluxo dos capitais dirigidos aos países periféricos. No entanto, a percepção de que os aumentos das taxas seriam apenas graduais, provoca o retorno do "apetite pelo risco", que se mantém até 2007.

Mesmo o início da crise de *subprime*, em 2007, não provoca, de fato, uma reversão de recursos. Isso só ocorre em 2008, quando a crise se aprofunda e atinge a Europa. Dessa forma, outra fase são os anos 2008 – 2009, considerado de retração de recursos. Em seguida, a política monetária norte americana, mais uma vez, afeta o direcionamento dos recursos. Como resposta à crise de *subprime* os estados unidos adotam uma forte redução da taxa de juros básicas, em conjunto com expressiva colocação de liquidez em mercado (Quantitative Easing). Isso provoca um rápido retorno de recurso aos países periféricos, no final de 2009.

Entre 2010 e 2011, a volta do “apetite pelo risco” leva os investimentos em carteira para os países periféricos. Nesse momento a China é o grande ponto de investimento da economia mundial. Nesses anos, o uso da alavancagem dos investimentos é componente importante para a especulação.

Gráfico 1: Taxa de juros norte-americana – dados mensais de 2000 a 2016



Fonte: IPEA

A política adotada pelos EUA, foi de “*Quantitative Easing*” (QE) e gerou nova expansão de recursos dirigidos aos países periféricos, sendo que se implantava também um movimento de forte queda da taxa de juros básica norte americana. A adoção desta teve como principal finalidade restabelecer a atividade econômica e o emprego nos EUA após o abalo provocado pela crise do *subprime*, buscando: uma melhora do funcionamento dos mercados e dos balanços das companhias; a redução da taxa de juros de longo prazo e; afetar a taxa de juros de curto prazo (com o intuito de aumentar a demanda por ativos) (MATTOS, 2015).

Essa política provocou uma dinâmica de aumentar o “apetite pelo risco” dos investidores e das seguradoras, por meio do aumento e facilitação da liquidez financeira. Dessa maneira, houve um incentivo para que os capitais fluíssem para outros países, buscando valorização. Nesse momento, a uma retomada do volume de fluxo de capitais para os países periféricos, como o Brasil, a China e a Índia, que apresentavam elevadas taxas de juros. Representando assim a fase de final de 2009 – 2011 de expansão dos capitais no sistema mundial.

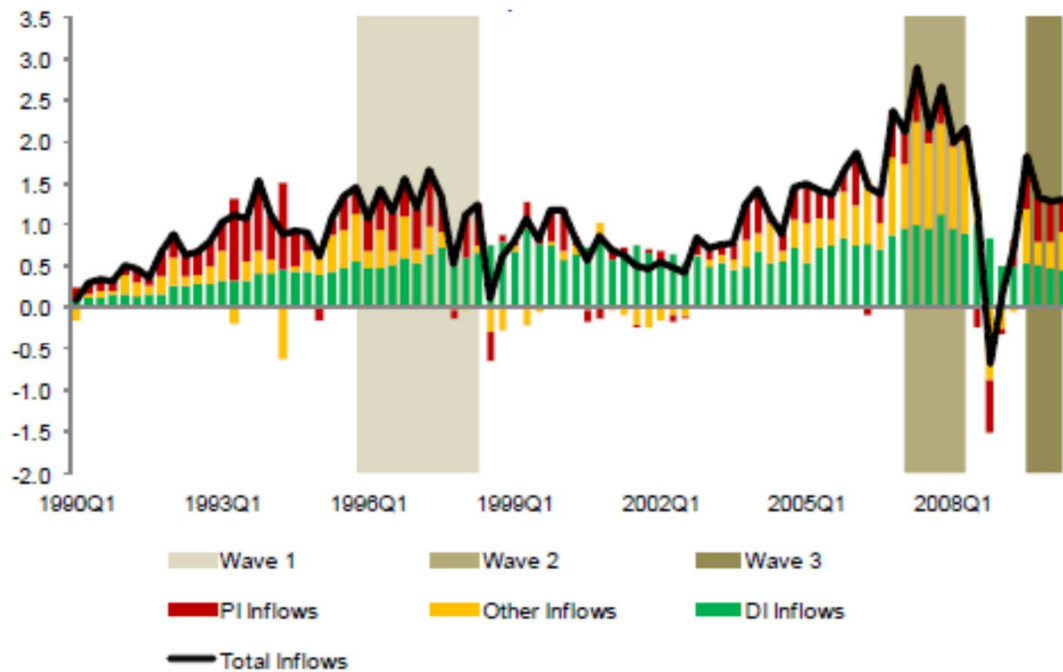
Por fim, no período pós 2012, se apresenta um retorno dos fluxos, mais com maior volatilidade, resultantes de constantes impactos conjunturais. Destacamos a reversão de recursos em 2012 pela problemática apresentada por bancos europeus que, temporariamente, não conseguiram reciclar suas dívidas. Já em 2012 o Banco Central

Europeu promove políticas de aumento da liquidez para os bancos em dificuldade e a situação conjuntural é contornada. No ano de 2013 se apresentou novo impacto, agora resultante da política norte americana, tendo em vista o chamado "*tapering tantrum*".

Isso ocorreu quando o Governo dos Estados Unidos, em 2013, iniciou o processo de redução da liquidez que vinha injetando em mercado (Tapering). Se o mercado tiver a percepção de que essa dinâmica pode se aprofundar muito rapidamente, isso pode gerar pânico (*taper tantrum*), e os aplicadores decidem retirar rapidamente seus papéis de mercado, com medo de os mesmos perderem valor. Ao fazerem isso, a perda de valor efetivamente ocorre. Ou seja, movimento de "*taper tantrum*" ocorreu quando investidores entraram em pânico com a reação de redução da liquidez e rapidamente retiraram seus recursos dos mercados de capitais, gerando rápida queda do preço dos títulos e paralelo aumento na rentabilidade dos mesmos. Depois de 2013, não se observa uma retração de recursos, mas a dinâmica é mais instável, tendo em vista as contínuas indicações de que os Estados Unidos podem aumentar a sua taxa básica de juros.

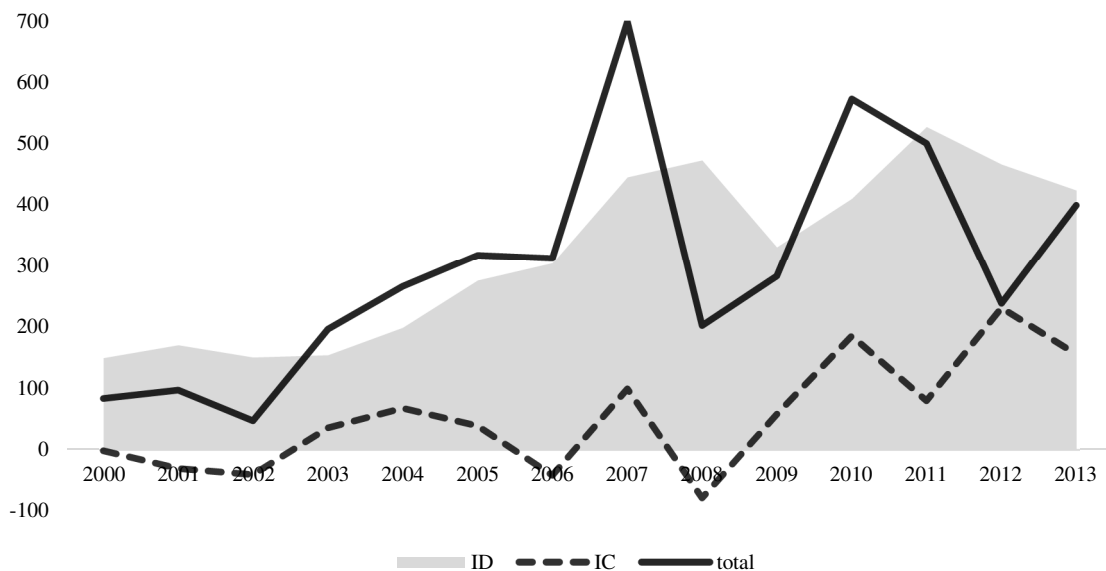
Isso posto, é importante observarmos o influxo de capitais brutos dirigidos aos países considerados "emergentes" pelo FMI. O que se quer destacar é que nos ciclos de liquidez anteriores a 2009 a liderança de entrada havia sido de Investimentos Diretos. Já no período pós 2009, se observa um rápido retorno, o aumento do volume dos fluxos e destaca-se que a liderança dos influxos (inflows) passou a ser de Investimento em Carteira, que são fluxos mais voláteis, tendo sido estimulados pela política de liquidez norte americana.

Gráfico 2: Influxos de capitais brutos para os países emergentes (em porcentagem do PIB)



Fonte: Corrêa e Pereira (2016), a partir de dados do FMI. Composição dos fluxos: vermelho - Investimentos em Carteira; verde - Investimentos Diretos; amarelo - Outros Investimentos. Os três retângulos bege representam os três 'surto de recursos' nos países periférico.

Gráfico 3: Fluxos líquidos dirigidos a países Emergentes: Total, Investimentos em Carteira e Investimentos Diretos– em US\$ bilhões



Fonte: Corrêa e Pereira (2016) a partir de dados do IFS-FMI (*International Financial Statistics*).

Tal dinâmica também pode ser comprovada quando analisamos os fluxos líquidos de recursos, que constam no gráfico 3 é possível observar a rápida retomada dos investimentos em carteira após 2009 e a retração em 2012, pelos problemas dos bancos europeus. Ou seja, o período pós 2013 tem apresentado maior problematização e a liquidez segue fortemente dependente da política monetária norte-americana.

Capítulo 3: Abertura financeira e perfil dos fluxos financeiros dirigidos à Índia pós anos 1990 - o crescimento dos volumes e a indicação de perda de autonomia.

O terceiro capítulo deste trabalho, terá como objetivo central analisar o caso indiano com a finalidade de exemplificar a hipótese de que as economias periféricas se tornaram cada vez mais subordinadas às economias centrais à medida em que passa a ocorrer o processo de internacionalização financeira. Ao mesmo tempo, aumenta o potencial de as mesmas estarem sujeitas a intensa instabilidade provocada por fatores conjunturais. Essa questão se exacerba a partir da configuração em que o endividamento via mercado de capitais passou a dominar a dinâmica dos fluxos de capitais. A isso se somou o processo de abertura financeira, conforme comentado no capítulo anterior.

O presente capítulo utilizará, a periodicidade indicada anteriormente, que explicita a dinâmica da liquidez internacional e o direcionamento dos recursos a países periféricos. Para estudar o caso dos fluxos de capitais da Índia, iniciaremos o capítulo fazendo um breve contexto histórico da dinâmica política que vai permitindo a paulatina abertura econômica desse país e, mais especificamente, a abertura financeira a partir da década de 1990. Esse histórico nos permitirá contextualizar politicamente o processo de abertura nos anos 1990 e seu aprofundamento em 2006.

A segunda parte do capítulo irá se direcionar para uma análise dos fluxos financeiros do Balanço de Pagamentos indiano a partir dos anos 2000. Iniciaremos apresentando uma visão geral dos fluxos de entrada (inflows) pela conta financeira do balanço de pagamentos indiano desde a década de 1990. O intuito é o de destacar o grande aumento de volume dos fluxos a partir do momento em que se inicia o processo de abertura.

A seguir, apresentamos os dados da conta Financeira do Balanço de Pagamento Indiano, a partir dos dados do FMI e pós-2006. A perspectiva aqui é a de se “abrir as contas”, especialmente as de Investimento Direto e Investimentos em Carteira, para destacar sua especificidade, seus volumes, seus movimentos de expansão e retração. Para poder efetuar comparações, utilizaremos também os mesmos dados para os casos do Brasil, África do Sul e Rússia.

Na terceira parte, buscaremos destacar impactos da dinâmica apresentada. Iniciaremos mostrando dados de dívida externa e do passivo externo indiano. Em seguida, apresentaremos dados adicionais de risco país, para mostrar a relação desses indicadores com a liquidez internacional e terminaremos mostrando alguns impactos sobre a política macroeconômica.

3.1. Contextualização da política indiana e o período pós década de 1990 – o cenário de fundo da liberalização financeira nos anos 1990 e 2000

A Índia foi colônia da Grã-Bretanha entre os anos de 1858 e 1947 e, portanto, grande parte de sua sociedade foi construída aos moldes dessa condição de subordinação econômica, política e que geraram contínua contradição e tensão com a cultura milenar indiana. A burocracia estatal e a estrutura financeira modernas são, até os dias de hoje, impactadas pelo período colonial. Apesar de instaurar, pós independência, um governo central sob uma federalização, a Índia preservou muito do legado britânico em sua estrutural social. Já em 1950, uma nova Constituição é instaurada e o governo de Nehru inicia as reformas políticas e econômicas do país, em sua fase autônoma, de "não colônia", como Estado-Nação (SIL, 2003).

Anualizando-se a alternância de poder na Índia, é possível fazer uma divisão da abertura política indiana, relacionando-a com três momentos da economia. A primeira fase se estende de 1947 a 1980. A segunda fase diz respeito à década de 1980 e por fim, a terceira fase inicia-se em 1991 e se estende até os dias atuais, sendo caracterizada por um período liberalizante (MOHAN, 2008)

As reformas da Era Nehruviana, período que coincide com a primeira fase, foram mais voltadas para a busca do desenvolvimento nacional. A política adotada foi a da substituição de importação, envolvendo proteção à indústria do país e a setores considerados prioritários. Outra linha de ação foi a expansão no setor de pequena escala para aumentar a renda da população, uma vez que os empreendimentos de menor porte têm o potencial de forte geração de emprego. Para essa segunda ação, o Governo desenvolveu um “*linkage effect*” entre os setores rurais e semi rural, como o de indústria básica.

Existia a busca de uma “autoconfiança” na economia nacional e no novo sistema político instalado, destacando-se a intervenção do Estado e o controle do comércio. Em 1966 Indira Gandhi, filha de Nehru, assume o comando do país e torna-se Primeiro Ministro, e apesar de defender uma reforma verde no país, a política econômica de seu governo segue a mesma linha do modelo nehruviano de seu pai. (SANTANA, 2012).

Em 1971 a Índia assina um tratado de “amizade” e até os anos 1990, a economia do país passa a se identificar com o sistema soviético, incentivando-se as planificações e os planejamentos quinquenais. Dessa forma vemos que entre 1946 e a década de 1970 a economia indiana foi fortemente controlada pelo Estado. Destaca-se a existência de empresas publicas nos em setores considerados chave para o crescimento, como indústria de base, e também existindo o controle do comércio. Ainda assim destaca-se a existência de uma pequena abertura comercial controlada pelo “*License Raj*”. Este era um sistema de licenciamento para investimentos que reduzia as oportunidades de investimentos dentro de fora da Índia (BBC, 2018; SANTANA, 2012).

Considerando-se a relação da Índia com os fluxos externos de capital, a década de 80 foi marcada pela dependência do capital externo através do chamado “*concessional financing*”¹⁵ bilateral ou multilateral. No ano de 1980, a Índia faz um empréstimo junto ao FMI, o país vivia um dilema na política doméstica, fato que afetava diretamente a economia. Tal atitude foi tomada em resposta à um déficit crescente na conta corrente, porém o resultado foi uma dívida externa de curto prazo proporcionalmente maior que nos anos anteriores (MOHAN, 2008).

A política indiana é até 1984 muito marcada pela corrupção, o *license raj* é um exemplo de mecanismo que permita os políticos ganharem benefícios da economia e da burocracia estatal. Em 1975 Indira declara estado de emergência no país, após ser condenada por más práticas eleitorais, permanecendo no poder até 1977. Ela é assassinada em 1984, e quem assume o cargo de Primeiro Ministro é seu filho, Rajiv Gandhi (BBC, 2018; SIL, 2003).

¹⁵ São os empréstimos estendidos em termos substancialmente mais generosos do que os empréstimos de mercado. A concessionalidade é alcançada quer através de taxas de juro inferiores às disponíveis no mercado, quer por períodos de carência, ou uma combinação destes. Os empréstimos concessionais geralmente possuem longos períodos de carência.

Neste momento existe uma pequena ruptura da política. Rajiv procurou promover mudanças em três aspectos importantes da economia e da política indiana. A primeira, será um aumento dos subsídios e programas de bem-estar social, com o intuito de atingir uma maior parcela da população com as reformas. Essa pode ser considerada uma mudança, na medida em que, desde o governo de Nehru, as reformas econômicas só atingiram a classe comercial e política, sendo que as mudanças, até então, não haviam afetado as parcelas mais pobres da população (SIL, 2003).

A segunda, foi um primeiro passo para a liberalização da economia. De fato, em 1985 o Governo promove uma adaptação do setor industrial e um pequeno processo de privatização. Por fim, a terceira mudança foi uma reforma política, com a finalidade de diminuir a corrupção que atingia fortemente a política indiana.

A análise da década de 1980, indica que essa década foi, para a economia indiana, uma fase de reformas e de início do debate de liberalização. Segundo Mohan (2008) “houve tentativas periódicas de reformas orientadas para o mercado, geralmente seguindo as pressões do balanço de pagamentos, o que induziu respostas políticas que combinaram a depreciação da taxa de câmbio e uma flexibilização das restrições sobre as entradas de capital estrangeiro” (MOHAN, 2008 p. 235).

A década de 1980, fortemente marcada por movimentos da política indiana em favor da atração de fluxos internacionais de ações. Segundo Gent, “a Índia tomou mais medidas para atrair fluxos internacionais de ações ao abrir cinco fundos mútuos fechados para venda nos mercados offshore. Cada um desses fundos era controlado pelo setor público e cada um exigia aprovações especiais do Banco Central da Índia (RBI) para contornar os controles cambiais” (GENT, 2010, p. 312).

Assim, o que se observou foi que o Estado controlou esses fluxos. Mesmo com a expansão da Bolsa de Valores indiana, ainda havia um nuance entre a infraestrutura de mercado e as iniciativas de fluxos. Na verdade, a Índia não havia acompanhado de imediato a expansão dos fluxos de capitais, como fizeram vários países periféricos ao longo dos anos 1970 e 1980. Mesmo assim, o final dos anos 1980 é marcado por uma piora do Balanço de Pagamentos, com saídas de recursos pela Conta Financeira – movimento geral que se verificara nos países periféricos quando o Sistema Bancário mundial apresenta problemas e quando as taxas de juros dos Estados Unidos e da

Inglaterra haviam dobrado, conforme comentado em capítulo anterior dessa monografia (GENT, 2010).

O ano de 1991 marca uma grande e profunda transformação na Índia, politicamente e economicamente. Com o assassinato de Rajiv, Narasimha Rao assume o cargo de Primeiro Ministro, e promove uma reforma econômica. O ministro faz parte de um novo grupo de políticos que surgem que ficam conhecidos como “*lateral entrantes*”. Estes são estudantes que formam uma nova literatura econômica na Índia, pois estudaram em instituições financeiras internacionais (geralmente nos Estados Unidos) e possuíam uma visão de modo operante da economia diferente da visão tradicional indiana pregada desde Nehru (SANTANA, 2012).

A crise macroeconômica leva Rao a pedir o segundo empréstimo junto ao FMI, porém, apesar de levar à essa instituição, o déficit do Balanço de Pagamentos não representava, segundo Santana (2012), um quadro de endividamento estrutural. Dessa forma, é nesse contexto que se estabelece o início do aprofundamento da abertura financeira na Índia, especialmente da conta de Investimentos em Carteira. O fim da URSS, no ano seguinte, reforça a necessidade da Índia em procurar novas integrações, principalmente regionais (GENT, 2010).

Esta nova política exercida pelos “*laterals entrantes*” sob regime de Rao, terá uma adaptação à política tradicional indiana. O processo de mudança dinâmica acontece em cinco fases: deslocamento, estratificação, deriva, conversão e exaustão (GENT, 2010, p. 102-103).

Nesse contexto, é importante destacar que três aspectos da economia ganham destaque de mudança. O primeiro é o de que houve um processo de desregulamentação interna da indústria, ou seja, uma privatização dos setores mais importantes e que eram mais estatais. Em segundo lugar, adotou-se uma política de ajuste, com redução de gastos, no intuito de controlar o déficit público, que era galopante desde 1980, e havia piorado com a crise de 1991. Por fim, o terceiro aspecto é o de que a reforma promove uma abertura financeira. Um movimento foi o fim do sistema de “*license raj*” e outro foi a abertura para os mercados de capitais externos para investidores institucionais internacionais (FII’s) em 1992 (SANTANA 2012; GENT, 2010).

A presença dos investidores institucionais no mercado de ações indiano, na visão de Gent, melhorou os padrões de investimento internacional, promovendo um aumento nas atividades acionistas. E mesmo que os investimentos das FII's representem apenas 10% da capitalização de mercado, o autor estima que isto seja cerca de 50% do estoque fluante e ainda concentra em torno das 50 maiores empresas do país. É importante destacar aqui que o movimento das FII é, como vimos anteriormente, especulativo, pois estas instituições buscam entrada e saída fácil do mercado de ações, bem com altos rendimentos previstos por taxa de juros e de câmbio. Ainda que liberalizou o movimento desses investimentos das FII foi aprofundados em dois movimentos, em 1997 e em 2002. Portanto, a liberalização de 1992 não havia sido completa (GENT, 2010).

Dessa forma, o período que se inicia a partir da década de 1990 marca uma fase liberal e internacionalizante da economia indiana, seguindo-se várias indicações do Consenso de Washington, como o início do processo de liberalização financeira e o avanço em processos de privatização. Documentos oficiais indianos confirmam essa perspectiva. De fato, o Relatório do Comitê de Alto Nível de Balanço de Pagamentos, sugeriu mudanças para "corrigir as deficiências e desequilíbrios". No referido relatório estava sugerido que fossem adotados: um regime cambial fluante; uma política de liberalização das entradas de capital externo – reflexo de uma abertura da conta de capital –; e o fim das restrições ao comércio (MOHAN, 2008).

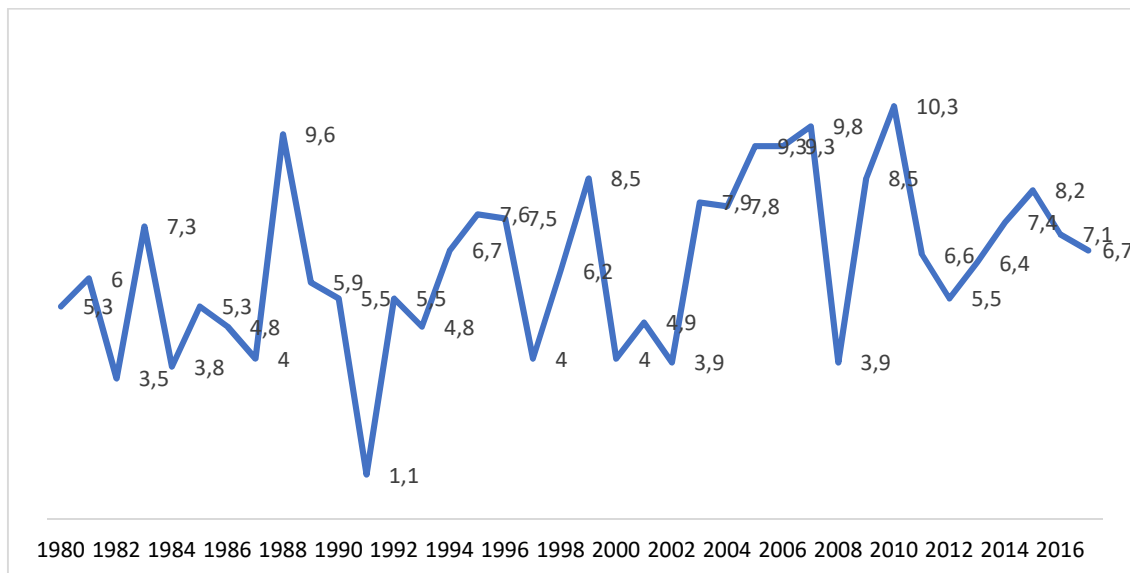
Já em 1996 a política indiana cria o Nacional Securities Depository Act – infraestrutura para depósitos eletrônicos. A criação do Ato leva a Índia ao IOSCO – (International Organization of Securities Commissions), que tem como objetivo regulamentar os mercados de securities, protegendo o investidor, garantindo a integridade do mercado, reduzindo o risco sistêmico e facilitando as transações internacionais.

Tal medida é importante pois as medidas de proteção "garantem" ao investidor internacional que o mercado indiano é confiável e seguro, atraindo assim recursos num momento de importante liquidez internacional. No texto de Gent, o autor aponta S. A. Dave, liderança do SEBI¹⁶ no momento em que a Índia ingressa no IOSCO. De acordo

¹⁶ SEBI: Securities and Exchange Board of India. Criada em 1992 nas reformas anunciada após a abertura do mercado doméstico para mercados internacionais.

com Dave, o ingresso na instituição tinha como objetivo “to interact with the regulators of other countries and learn from their experiences” (GENT, 2010).

Gráfico 4: Crescimento Real do PIB (% por ano)



Fonte: Elaboração Própria, dados FMI 2018

Neste mesmo período, a política indiana também sofre transformações significativas. O partido do Congresso, que havia sido maioria desde a Era Nehru, perdeu, em 1996, para o novo partido hindu nacionalista BJP, que emergia como o maior partido unitário da Índia.

Tal fato teve impactos diretos para as relações externas indianas, principalmente com seus vizinhos – Paquistão e Bangladesh. Dois anos depois, o BJP foram um governo de coalização com o Primeiro Ministro Atal Behari Vajpayee. E mesmo sendo de maioria hindu, e defendendo publicamente a soberania deste povo dentro da Índia, Vajpayee faz, em 1999, uma visita histórica ao Paquistão, assinando uma declaração bilateral de paz. Porém, no mesmo ano, as tensões no território da Caxemira aumentam e os confrontos entre as guerrilhas de grupos terroristas e as forças nacionais indianas provocam uma breve guerra (BBC, 2018).

Os 2000 seguem sendo bastante conturbados pela relação entre a Índia e o Paquistão. Ataques sofridos, como o de Mumbai em 2008 fazem com que a população aumente seu

apoio ao BJP em busca de um estado que defenda a maioria hindu. Dessa maneira, em 2014 o BJP volta ao parlamento com um candidato eleito à Primeiro Ministro. Um destaque é ano de 2007, no qual o governo indiano anuncia grande crescimento econômico 9,4% em março daquele ano. Este ano (2017) o Primeiro Ministro é Narendra Modi, do BJP eleito em 2014, e os chefes de estado são o Presidente Ram Nath Kovind e seu Vice-Presidente Venkaiah Naidu, ambos do Partido do Povo Indiano (BBC, 2018).

Dessa forma, o que podemos ver ao longo dos anos 1990 e 2000 são os contínuos conflitos internos e de vizinhança enfrentados pela Índia, ao tempo em que a política de liberalização permaneceu e foi aprofundada após 2006. Dessa forma, no início da década de 1990 iniciou-se o processo de abertura da conta financeira, mas ela ainda permanecia relativamente controlada. Apenas nos anos 2000 é que houve um maior aprofundamento nessa abertura.

3.2. Os fluxos financeiros indianos a partir da abertura financeira: características e instabilidade

3.2.1. Dinâmica geral

As reformas de 1991 foram fortemente influenciadas pelas pressões do FMI e Banco mundial, em conjunto com o Consenso de Washington, gerando a indicação de que a liberalização financeira, em conjunto com a baixa intervenção do Estado na Economia, gerariam as condições para a convergência das taxas de juros mundiais para um patamar mais comum e que as “forças de mercado” corrigiriam os desequilíbrios de países periféricos, gerando um processo de crescimento. É nessa fase que grande parte dos países periféricos efetuam processos de abertura comercial e financeira e, aqueles que apresentaram problemas na década de 1980, realizaram processos de renegociação de suas dívidas externas.

No caso indiano, o país enfrentava um paradoxo entre a política doméstica e as influências externas a pressionar pelo processo de liberalização e pela redução do papel do Estado na Economia. Como vimos, as forças sociais e políticas estavam fragmentadas e isso facilitou o rumo que as novas políticas e a reforma liberalizante assumiram.

Para Santana (2012), oito fatores levaram às reformas à mudança no rumo das políticas indianas:

1. O pensamento econômico dominante internacional;
2. A pressão dos organismos multilaterais por mudança, para existirem países que funcionem como laboratórios de demonstração com casos de sucesso que sirvam de exemplo;
3. O fato de que havia um grupo no executivo, convencido dos méritos da política
4. A vontade política para assumir riscos calculados de implementar as políticas (ao que se acrescentaria – o fato de indicar ser possível montar uma coordenação intraburocrática entre as políticas adotadas);
5. A existência de uma crise econômica em 1991, que dificultava soluções autárquicas, obrigando o país a se subordinar a condicionalidades externas;
6. A percepção de que crise econômica havia sido resultado das políticas anteriormente estabelecidas, os quais deveriam ser substituídas por novas;
7. Ao fato de que as condicionalidades externas indicavam que as políticas domésticas deveriam ser compatíveis com o que estava ocorrendo nos mercados internacionais;
8. A indicação de que essas novas políticas econômicas produziriam resultados positivos, ou pelo menos indícios promissores disso pelo qual valesse a pena fazer sacrifícios de curto prazo (SANTANA, 2012, p. 92)

Considerando essas questões, a política liberalizante que se estabeleceu, iniciou o processo de abertura. Primeiramente, cabe o destaque de que os Investimentos Diretos Estrangeiros (IDE), foram fortemente abertos, para todos os setores. Já os investimentos em carteira foram restritos para os FII's (Fundos de Investimento), ou seja, não houve inicialmente uma abertura plena, conforme comentamos acima (MOHAN, 2008; SANTANA, 2012).

Os empréstimos comerciais, que são recursos contabilizados na conta Outros Investimentos, também foram tratados com cautela. Tetos foram impostos para limitar os fluxos destes. Houve uma determinação quanto à entrada por meio de tetos da taxa de juros e requisitos de maturidade do investimento (MOHAN, 2008).

Com relação a saída de capital, houve um movimento em facilitar o investimento direto no exterior (saída de residentes), principalmente por meio de *joint ventures* e subsidiárias integrais, especialmente aquelas que promoviam as exportações de projetos indianos.

Ao passar dos anos, os limites dessas transações foram substancialmente diminuídos. Em 2004 surgiu a UPA – United Progressive Alliance – sendo que se observou que continuidade das reformas de 1991 avançou, para privatizações em determinados setores que até então, eram fortemente controlados pelo governo (MOHAN, 2008; VELASCO, 2005).

Em 2006, a liberalização da conta de capital foi reavaliada pelo Comitê de Conversibilidade da Conta de Capital, que fez algumas recomendações sobre o desenvolvimento dos mercados financeiros. Uma das determinações foi que se aprofundasse a abertura. Mas foi feita a ressalva de que, no prazo de cinco anos, os rumos dessas ações deveriam ser mais uma vez reavaliados, ou seja, o que o histórico da liberalização nos indica é que na década de 1990 a liberalização dos Investimentos em Carteira estava relativamente limitada, como também a entrada de recursos de empréstimos (conta Outros Investimentos) (MOHAN, 2008).

Nesse sentido, a Índia não apresentou o mesmo movimento que o México, a Coréia, a Rússia, o Brasil e a Argentina efetuaram: de forte abertura financeira. Apesar de ter sido verificado um crescimento do influxo de recursos, deve-se comentar que o salto não foi expressivo entre 1990 e 2000 e a Índia não apresentou nessa fase as crises financeiras enfrentadas pelos países acima e também não sofreu o profundamente o efeito contágio resultante das mesmas e que foram explicitados quando indicamos a periodização da liquidez internacional.

De outra parte, após 2004 e mais especificamente após 2006, a liberalização se aprofunda. Isto posto, vejamos, a seguir a dinâmica geral dos fluxos que ingressam pelo conjunto da conta financeira indiana (inflows) para termos uma ideia dos ciclos de ingressos de recursos.

A fase 1990 – 2000 marca o período de controle da taxa de câmbio. Mesmo considerando que o câmbio passou a ser flutuante, ele continuou a ser controlado nesses

anos. Considerando o processo de abertura indiana, segundo Gupta (2016), a dinâmica dos fluxos de capitais pode ser enquadrada em três fases:

- 1- 1990-2000 → período de ingresso modesto de fluxos (se comparados ao período posterior);
- 2- 2000-2007 → período de surto de recursos;
- 3- 2008 -2016 → período de forte volatilidade (stop and go).

No caso desse último período destaca-se: (i) a reversão de recursos entre 2008 – 2009; (ii) o relativo retorno entre 2010 – 2012; (iii) a reversão em 2013 durante o “*tapering tantrum*”, sendo que permanece volátil.

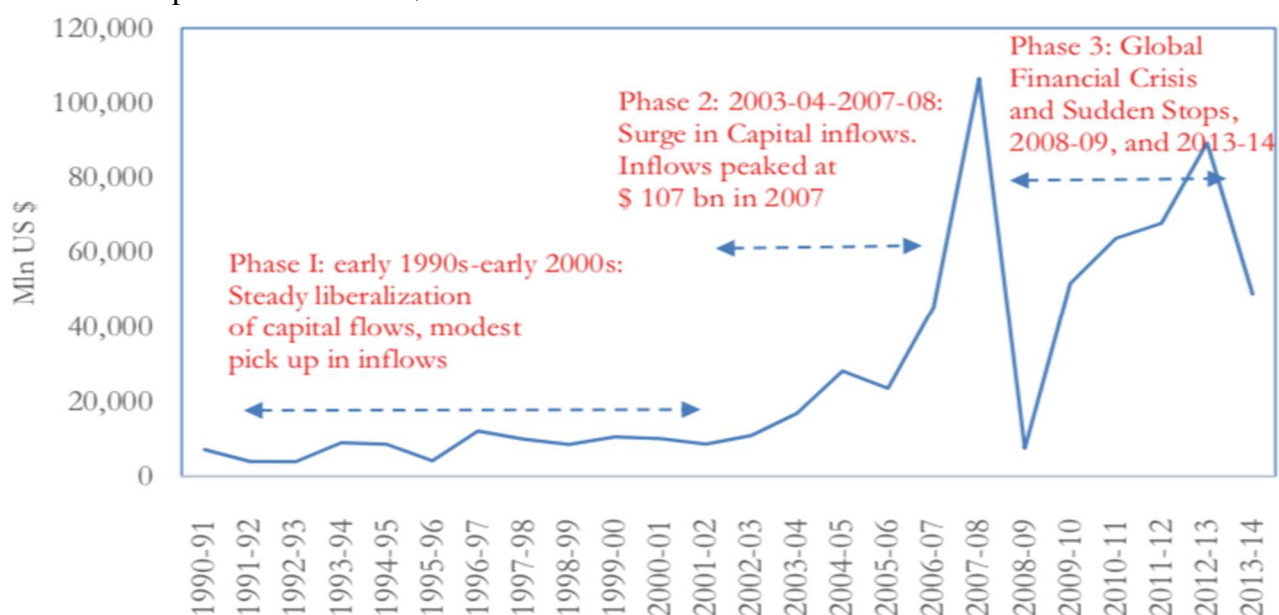
Para observar essa questão iremos, a seguir, analisar a dinâmica dos influxos (inflows) da Conta Financeira Indiana a partir da década de 1990. O que queremos destacar é que a dinâmica dos fluxos é fortemente dependente da liquidez mundial.

A observação inicial é a de que, na primeira fase a abertura não é tão forte, sendo que só é permitido o ingresso de Fundos de Investimento para a conta de Investimentos em Carteira. Nessa primeira fase, entre 1990 – 2000, o volume da entrada fluxos de capitais (inflows) dobraram. Passaram da média de US\$ 5 bilhões no início dos anos 1990 para US\$ 10 bilhões por ano no início dos anos 2000. Paralelamente as reservas atingiram US\$75 bilhões no início dos anos 2000. A política monetária se dirigiu a condicionantes internos.

Na segunda fase (2003 – início de 2008) a Índia experimentou um “surto de recursos”. Os fluxos de capitais de entrada (inflows) atingiram o nível de US\$ 44 bilhões em média entre 2003 e 2007. Em 2007 ocorreu um pico e o nível chegou a US\$100 bilhões em um ano.

Na terceira fase, se observa o período de “*stop and go*”. Ocorre uma reversão de recursos entre 2008 – 2009 e as entradas de fluxos de capitais declinam rapidamente para US\$ 7 bilhões. Considerando-se dados trimestrais, essa redução abrupta de recursos ocorreu entre 2008T3 – 2009T2. A partir daí os fluxos de capitais flutuaram sobremaneira. Outra reversão de recursos e volatilidade foi observada no episódio conhecido como “*tapering talk*” em 2013T3 (GUPTA, 2016).

Gráfico 5: Ciclo dos Fluxos de Capitais (fluxos de entrada – inflows) dirigidos para a Índia pós 1990 – em US\$ milhões



Fonte: Gupta, 2016, p. 13

3.2.2. Análise dos fluxos após 2006 – período da abertura financeira mais profunda na Índia

Para efetuar esse estudo, será analisado em primeiro lugar, os principais componentes da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos do Balanço de Pagamentos Indiano no período entre 2006 e 2015¹⁷. Assim, a dinâmica dos fluxos financeiros componentes do que chamamos de "primeiro nível de abertura da conta financeira". Estamos aqui considerando os “fluxos líquidos” ou seja; a somatória de “inflows” e “outflows”.

Para ter melhor compreensão da magnitude dos fluxos em comparação com outros países periféricos, vamos comparar esses dados com os das contas financeiras do Brasil,

¹⁷ Para além da questão de que a abertura financeira indiana se aprofunda após 2006, o início do estudo do detalhamento dos fluxos nessa data se justifica pelo acesso aos dados. Recentemente diferentes países têm adotado a metodologia BPM6 do FMI para apresentar seus dados de balanços de pagamentos. À medida em que mais países foram aderindo, as estatísticas do FMI disponíveis foram migrando para apresentar os dados de Balanço de pagamentos de diferentes países nesse formato. Recentemente o FMI passou a apresentar os dados no formato BPM6, ajustando os poucos países que ainda não têm essa metodologia. Ele corrigiu os dados de 2006 em diante e as estatísticas dos anos anteriores não podem ser comparadas.

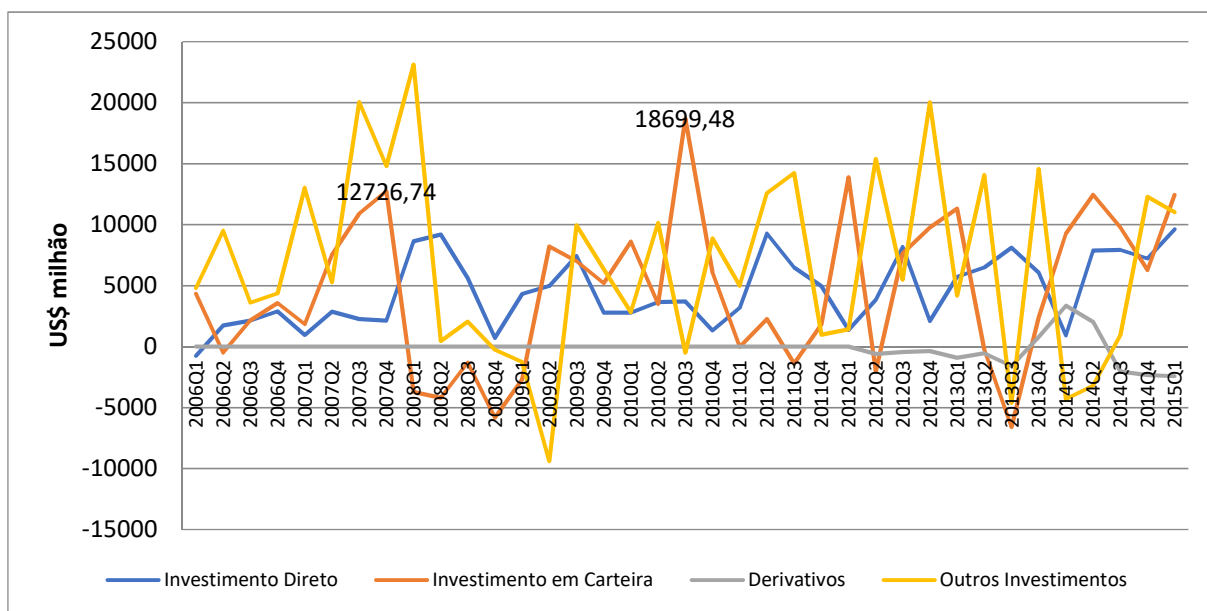
da Rússia e da África do Sul, componentes dos BRICS. É claro que para comparações mais acuradas também é necessário observar a relação entre os fluxos financeiros e o PIB do país. No entanto, para os fins deste trabalho, é importante verificar a magnitude e o movimento dos fluxos.

Uma primeira questão que se destaca é a de que o Brasil e a Índia foram países de grandes atrações de capital nos anos 2000. Ou seja, após o aprofundamento do processo de abertura o volume dos capitais que ingressam pela conta financeira indiana é de expressiva magnitude. Já no caso da Rússia e da África do Sul a magnitude de ingresso é substancialmente menor. Enquanto que no caso da Índia o ingresso de recursos de Investimentos em carteira líquidos¹⁸ por trimestre atinge o nível de US\$ 18 bilhões e no Brasil de US\$ 28,8 bilhões; nos casos da África do Sul e da Rússia atingem o nível de US\$ 5 bilhões.

Outra constatação importante é a de que, tanto no caso da Índia, quanto do Brasil, os investimentos foram praticamente tão importantes em termos de captação, quando os Investimentos em Carteira, sendo que a Conta de Outros Investimentos (que inclui os empréstimos bancários) teve um peso relativamente menor. Já no caso da Rússia e da África do Sul, a conta Outros Investimentos tem uma certa dominância na captação, indicando que os créditos de bancos ainda não estão com maior subordinação em termos de captação de recursos externos. Essa dinâmica está a indicar o maior dinamismo do mercado de capitais e monetário da Índia e do Brasil, em comparação com a Rússia e a África do Sul.

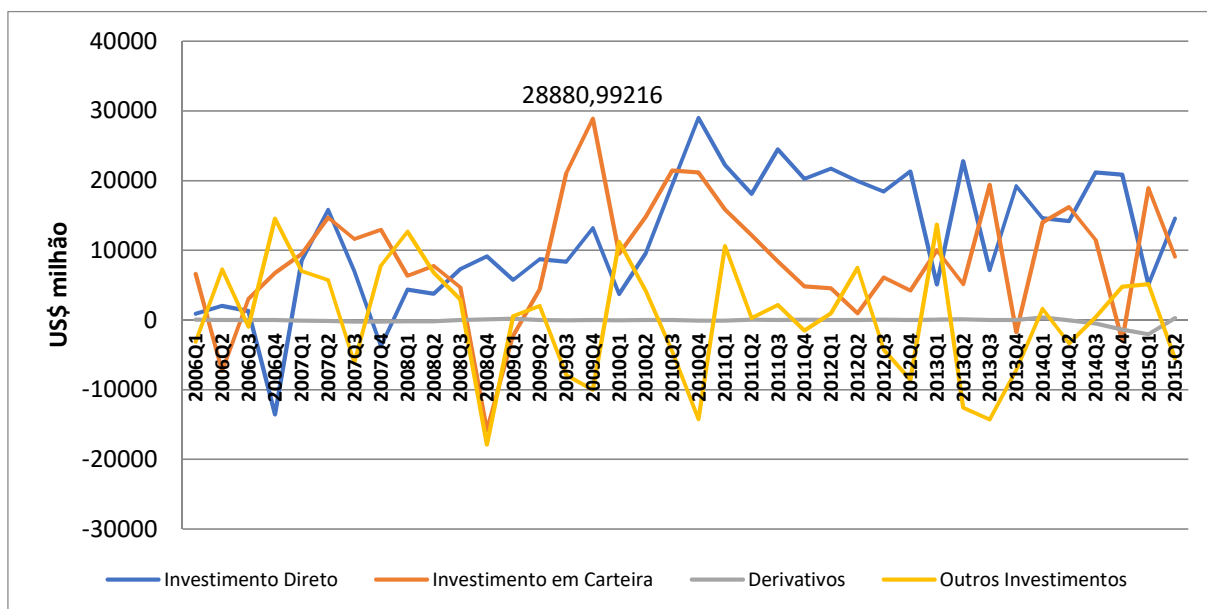
¹⁸ Na parte anterior estávamos tratando dos Influxos de Capitais. Nesse caso estamos tratando da Conta Financeira Líquida, que se refere ao resultado final de influxos (inflows) e refluxos (outflows). Considera o resultado final do comportamento de residentes (ativos) e de estrangeiros (passivos)

Gráfico 6: Índia - Conta Financeira Líquida (primeiro nível de abertura) - dados trimestrais em US\$ milhões



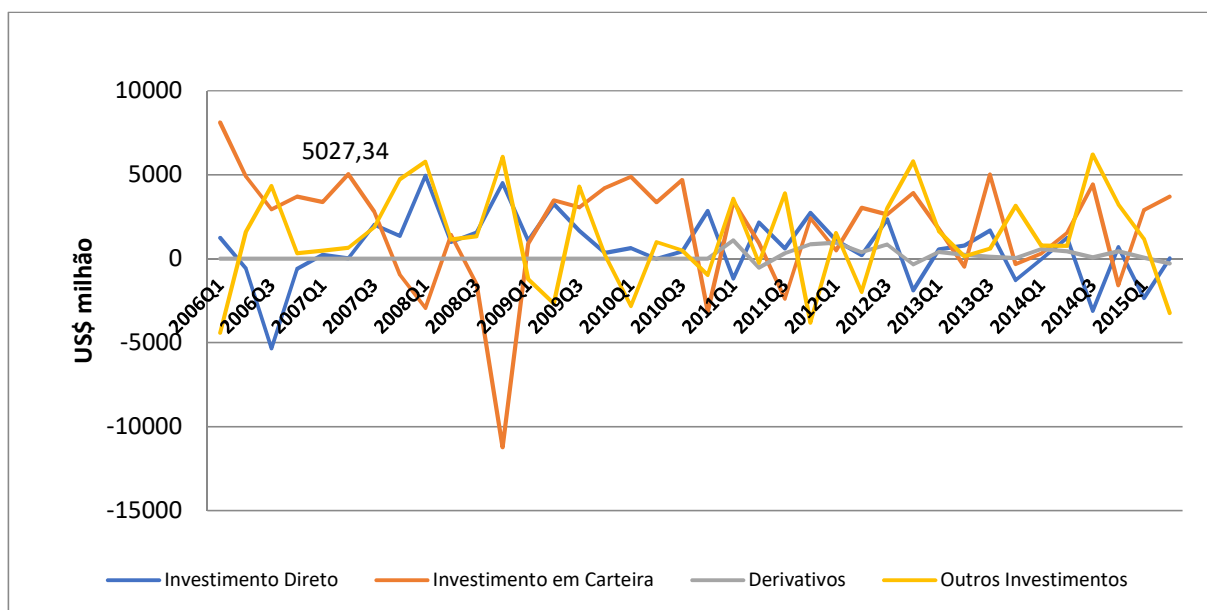
Fonte: Corrêa (2017) a partir de dados do FMI

Gráfico 7: Brasil - Conta Financeira Líquida (primeiro nível de abertura) - Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões



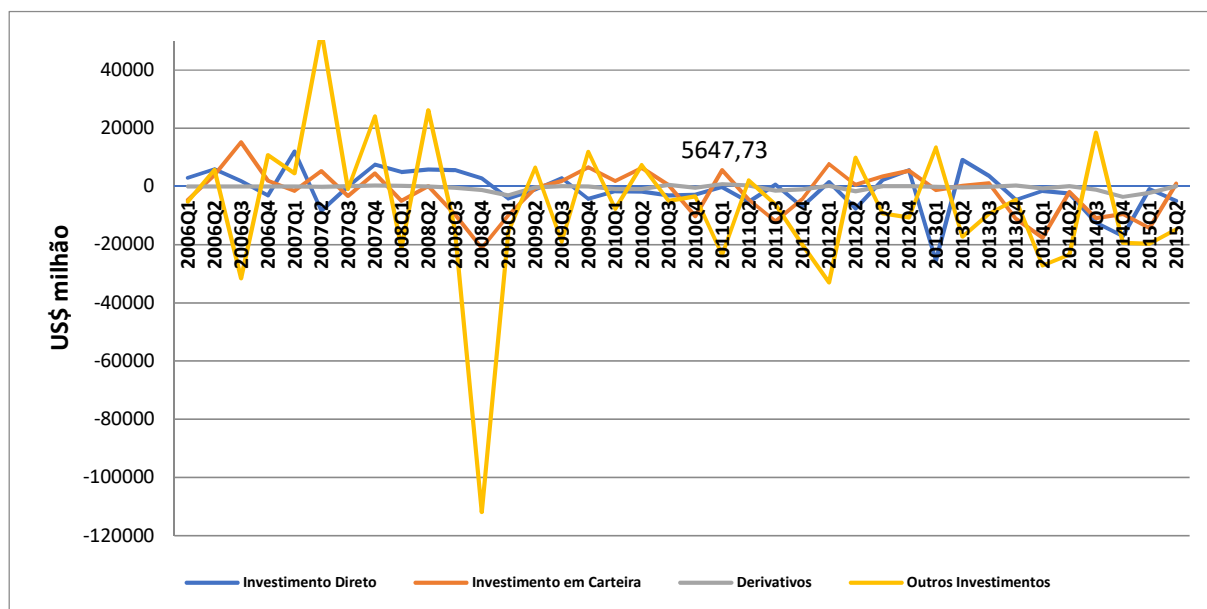
Fonte: Corrêa (2017) a partir de dados do FMI

Gráfico 8: África do Sul - Conta Financeira Líquida (primeiro nível de abertura) - Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões



Fonte: Corrêa (2017) a partir de dados do FMI

Gráfico 9: Rússia - Conta Financeira Líquida (primeiro nível de abertura) - Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões



Fonte: Corrêa (2017) a partir de dados do FMI

A terceira constatação refere-se à observação do impacto da crise de *subprime*, revertendo rapidamente os recursos de Investimentos em Carteira e retomando logo após, para os casos da Índia, do Brasil e da África do Sul. Paralelamente, os recursos de Investimentos Diretos caem pouco, tanto no caso da Índia, quanto no caso do Brasil. A quarta constatação é o baixíssimo peso da conta de Derivativos, para todos os países.

Por fim, em termos da periodicidade que adotamos, foi possível perceber que, a partir de 2012 se observa uma certa queda do dinamismo dos fluxos de Investimentos em Carteira e Investimentos Diretos para os casos da Índia e do Brasil. Mesmo assim, não é fuga de capitais e a atração continua sendo alta. Paralelamente, para a África do Sul e a Rússia a situação dos Investimentos Diretos se deteriora a partir de 2012.

Nesses termos, confirma-se a periodização que indicamos anteriormente, mas vemos que para os casos do Brasil e da Índia, os Investimentos diretos foram menos sujeitos a reversões de recursos.

Isto posto, passamos, a seguir, a análise será um pouco mais aprofundada, detalhando a dinâmica geral das contas de Investimentos Diretos e de Investimentos em Carteira da Índia, mas também aqui faremos comparações com os mesmos fluxos do Brasil, África do Sul e Rússia.

Investimento Direto Líquido

No Caso dos Investimentos Diretos, a análise de seus subfluxos nos dá alguns detalhamentos adicionais. Esses subfluxos também são líquidos (somando entradas e saídas). Já vimos anteriormente que os Investimentos Diretos líquidos contam com dois fluxos: o primeiro é o da participação do capital e o segundo são as operações intercompanhias. Pela explicação desenvolvida no capítulo anterior, já vimos que as operações intercompanhias são aquelas que efetivamente atestam entradas de Investimentos Diretos: quer seja de investimentos novos, quer seja de compras de companhias existentes ou de ações de companhias já existentes (desde que contabilizem mais do que 10% das ações ordinárias. As operações intercompanhias não são Investimentos Diretos, de fato.

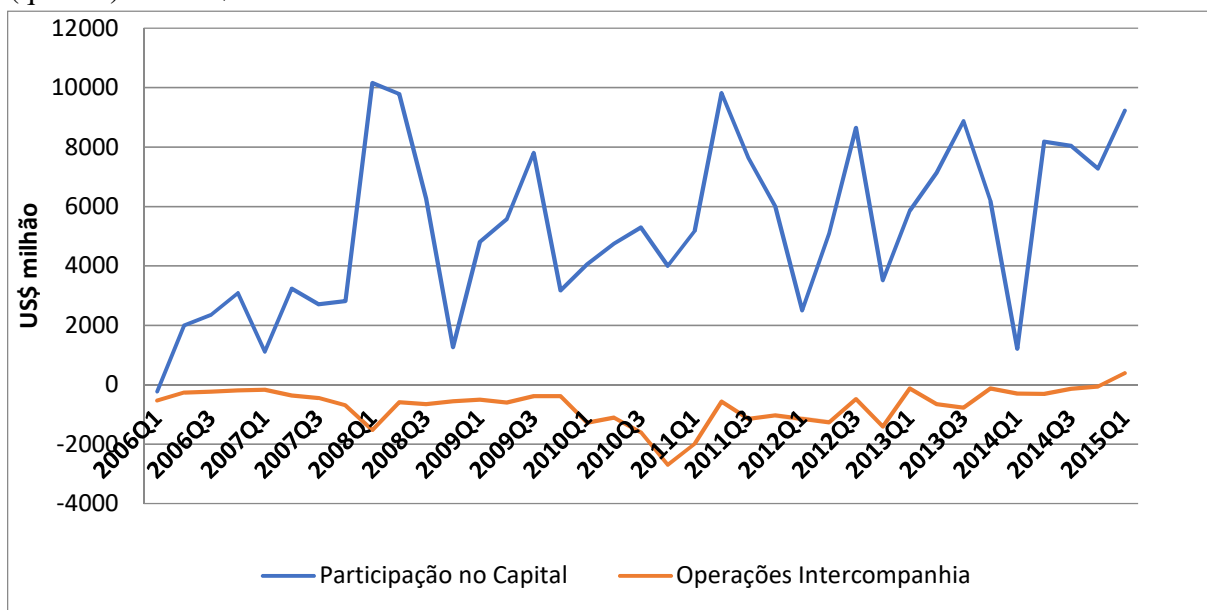
Analisando-se os fluxos, podemos constatar que, no caso dos fluxos de Investimentos Diretos dirigidos à Índia, eles são compostos basicamente por fluxos de "participação do capital", enquanto que os "empréstimos intercompanhias" praticamente não pesam no resultado da conta de Investimentos Diretos.

Paralelamente, considerando-se os casos do Brasil, África do Sul e Rússia, os empréstimos intercompanhias têm uma participação importante. Isso mostra que o caso indiano não se observa operações que de certa forma mascaram o resultado do fluxo de Investimentos Diretos. No caso do Brasil, por exemplo, a modalidade de "empréstimos intercompanhias" foi utilizada para fugir de regulações, uma vez que geralmente a rubrica de Investimentos Diretos é poupada de controle de capitais, quando quer se reduzir a volatilidade do câmbio. No caso Indiano, o resultado de Investimentos Diretos líquido não traz consigo essa ambiguidade.

Outra análise que pode ser detalhada, refere-se à questão da periodicidade. É possível observar com mais detalhe os fluxos de "participação do capital". De fato, vemos que nos casos da África do Sul e da Rússia, há uma reversão desses fluxos na crise de *subprime* em 2008 – 2009 e depois disso eles perdem fortemente o dinamismo.

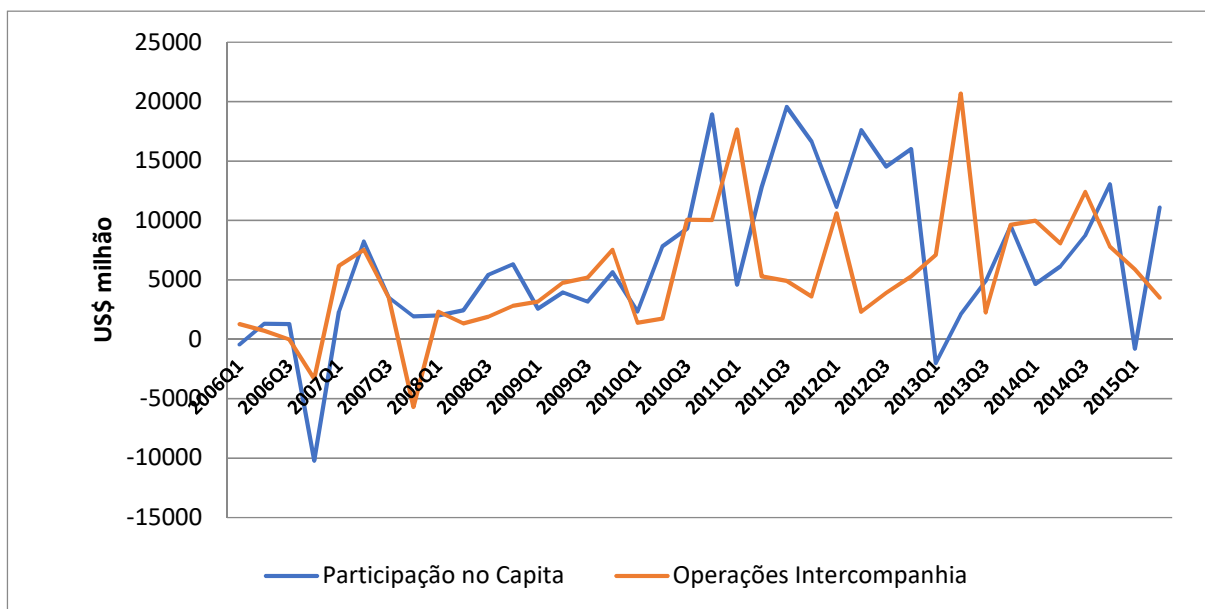
Já para o caso do Brasil e da Índia esse dinamismo não se perde. Para o caso do Brasil, na crise de *subprime* não se verifica uma reversão dos recursos de "participação do capital". Já no caso da Índia há uma reversão, mas o ponto importante é que, para os dois países o dinamismo de "participação do capital" retorna depois de 2009 e permanece rigoroso. No caso do Brasil após 2012 ha um arrefecimento, o que não ocorre com a Índia. Ou seja, os dois países continuam como fortes fontes de atração de Investimentos Diretos e eles estão menos sujeitos a reversão de recursos.

Gráfico 10: Índia - Fluxos componentes de Investimento Direto - Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões



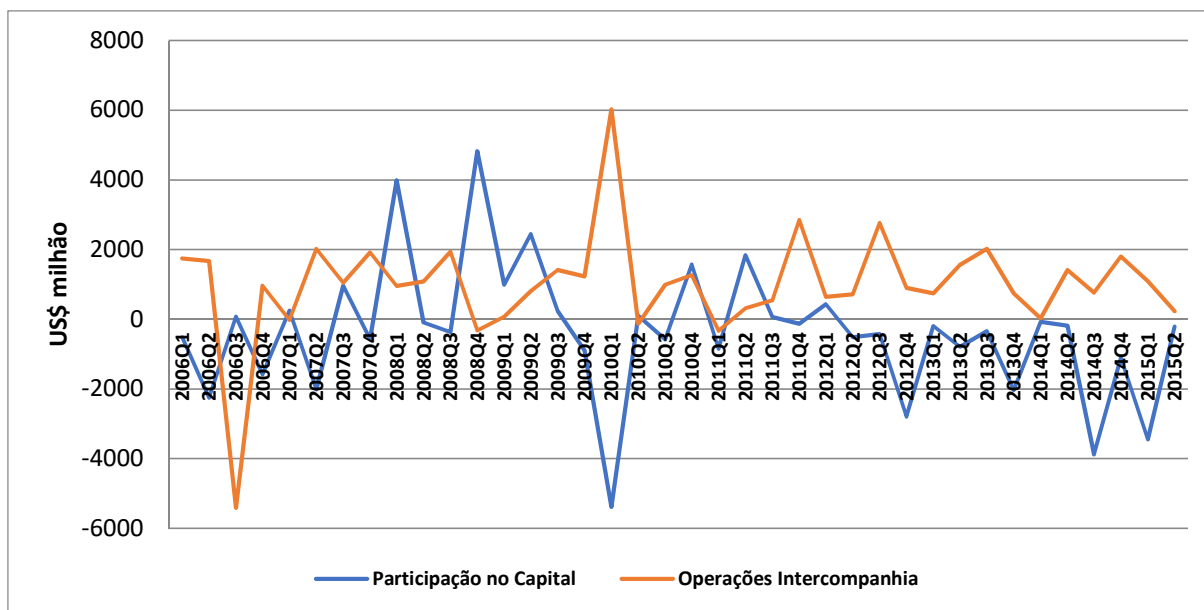
Fonte: Corrêa 2017, a partir de dados do FMI

Gráfico 11: Brasil: Fluxos componentes de Investimento Direto Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões



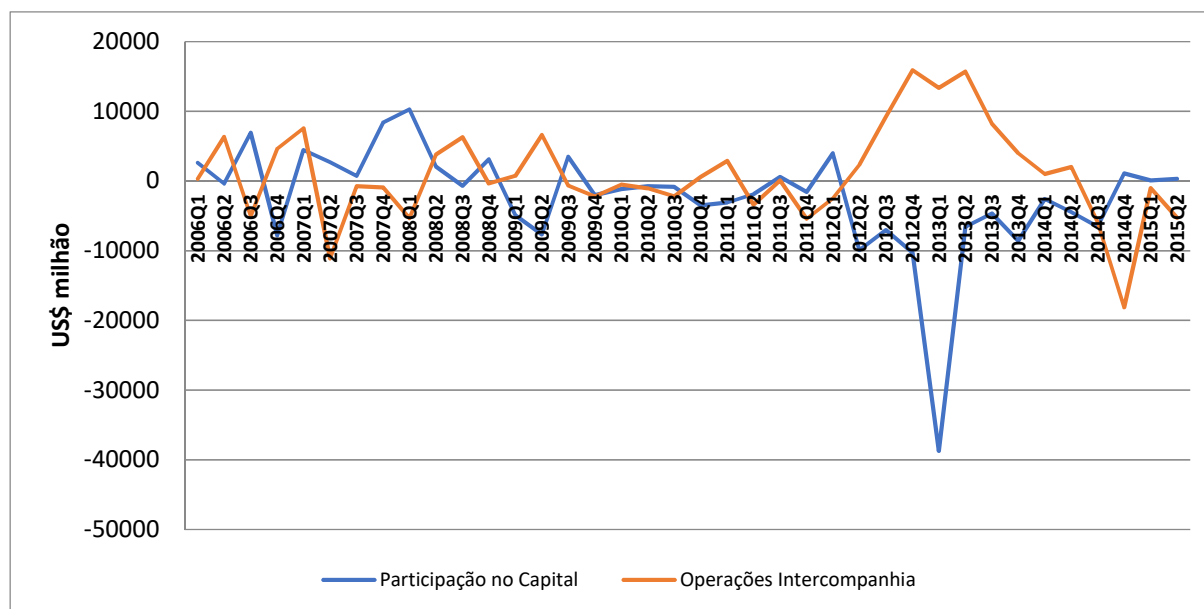
Fonte: Corrêa (2017) elaborado a partir de dados do FMI

Gráfico 12: África do Sul: Fluxos componentes de Investimento Direto - Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões



Fonte: Corrêa (2017) a partir de dados do FMI

Gráfico 13: Rússia: Fluxos componentes de Investimento Direto - Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões



Fonte: Corrêa (2017) a partir de dados do FMI

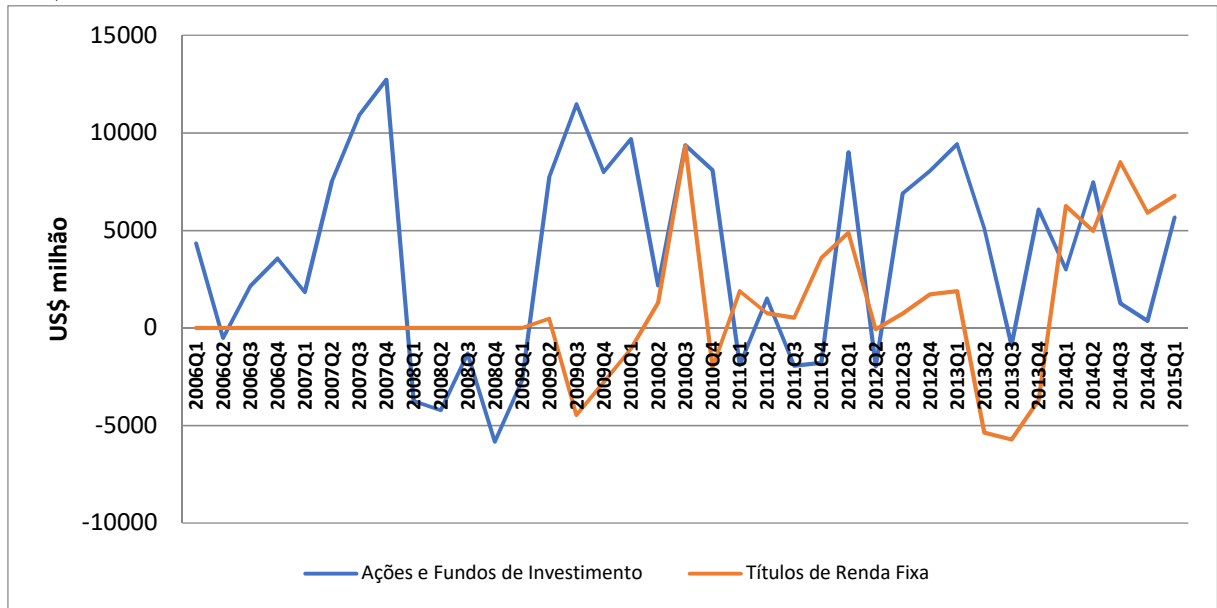
Investimento em Carteira

Conforme apresentando no segundo capítulo, os Investimentos em Carteiras são compostos pois dois grandes fluxos: Títulos de Renda Fixa e Fundos de Investimentos; Ações. A abertura dessas contas também nos esclarece algumas questões em termos da dinâmica dos fluxos nos países que estamos comparando para entender melhor a dinâmica dos fluxos indianos.

O primeiro comentário é o de que esses fluxos são muito mais voláteis. Considerando os Títulos de Renda Fixa observamos as reversões de recursos na crise de *subprime* e em 2013, pela queda de liquidez devida à questão do “*tapering*”, já comentada na análise da periodização. O Brasil é o único dos países em que não se observa essa reversão de forma mais profunda em 2013. Mas abrindo-se as contas é possível perceber que as ações não apresentam forte queda, enquanto os Títulos de Renda Fixa apresentam um movimento de forte redução.

A segunda constatação é a de que no caso da Índia há uma clara dominância da captação de recursos em ações e fundos de investimento, em comparação com os títulos de renda fixa, o que não ocorre nos casos do Brasil, da Rússia e da África do Sul. Para a Índia, esse resultado está a indicar que o forte resultado de Investimentos em Carteira está relacionado mais profundamente aos ganhos com o mercado acionário e à permissão de ingresso dos Fundos de Investimento no início da década de 1990. Apenas mais recentemente é que se observou a maior abertura, dos Investimentos em Carteira. Isso demonstra o dinamismo e o potencial de ganho do mercado de capitais indiano e de Fundos de Investimento. No entanto, observa-se o forte ingresso posterior em Títulos de Renda Fixa, propiciado pela maior abertura. Um outro comentário é o de que os Investimentos em Carteira da Índia foram os que mais reverteram em 2013, pelo seu movimento de estrangeiros (passivos).

Gráfico 14: Índia Investimento em Carteira Líquido - Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões



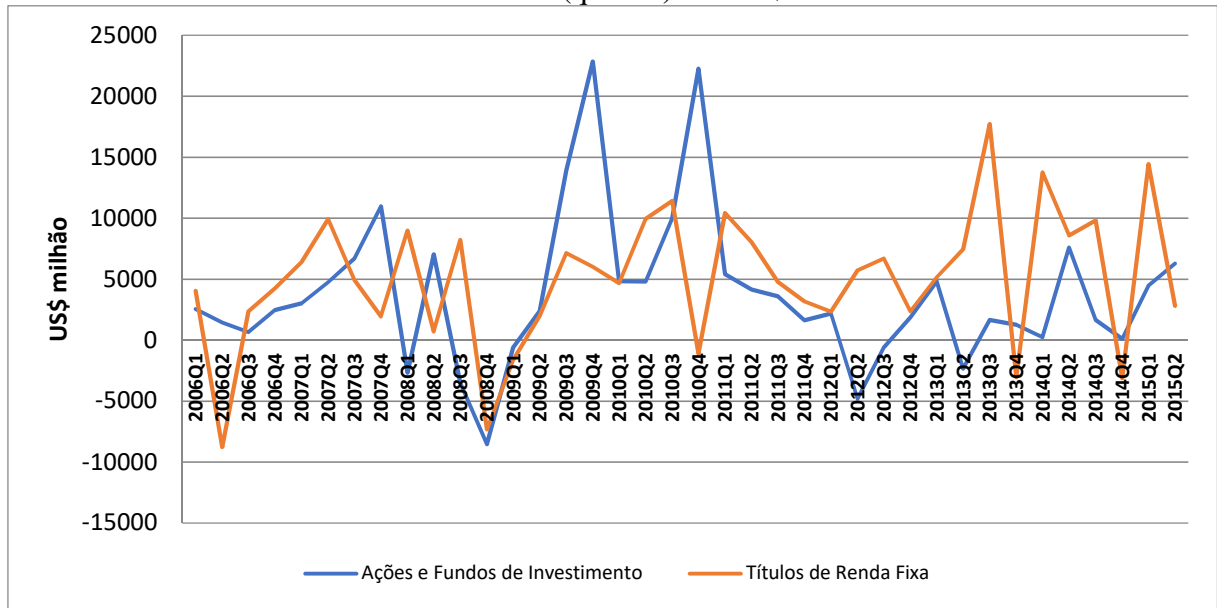
Fonte: Corrêa (2017) a partir de dados do FMI

Gráfico 15: Índia – Fluxos de Investimentos em Carteira – Passivos- Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões



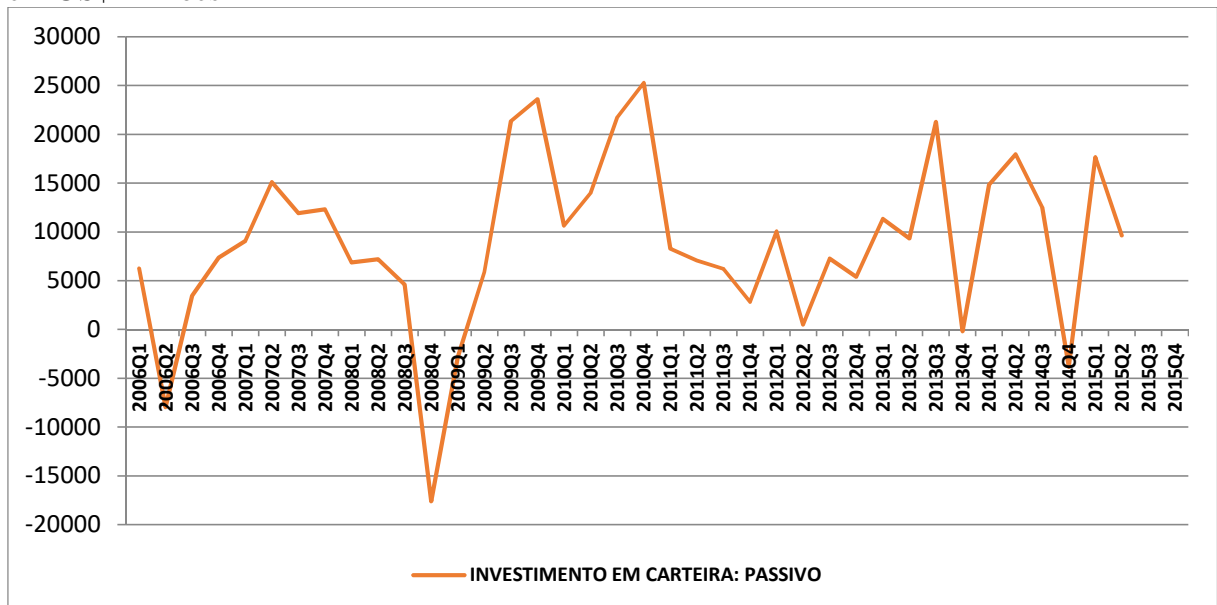
Fonte: Corrêa (2017) a partir de dados do FMI

Gráfico 16: Brasil – Investimentos em Carteira: Ações e fundos de Investimento X Títulos de Renda Fixa- Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões



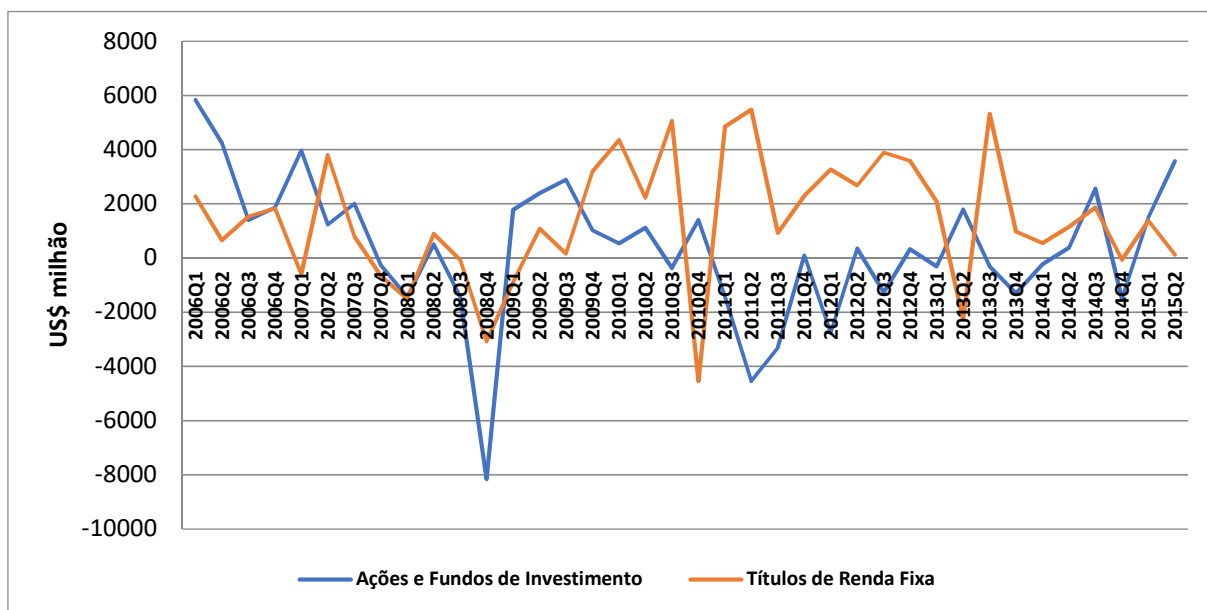
Fonte: Corrêa (2017) a partir de dados do FMI

Gráfico 17: Brasil – Investimentos em Carteira Passivos - Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões



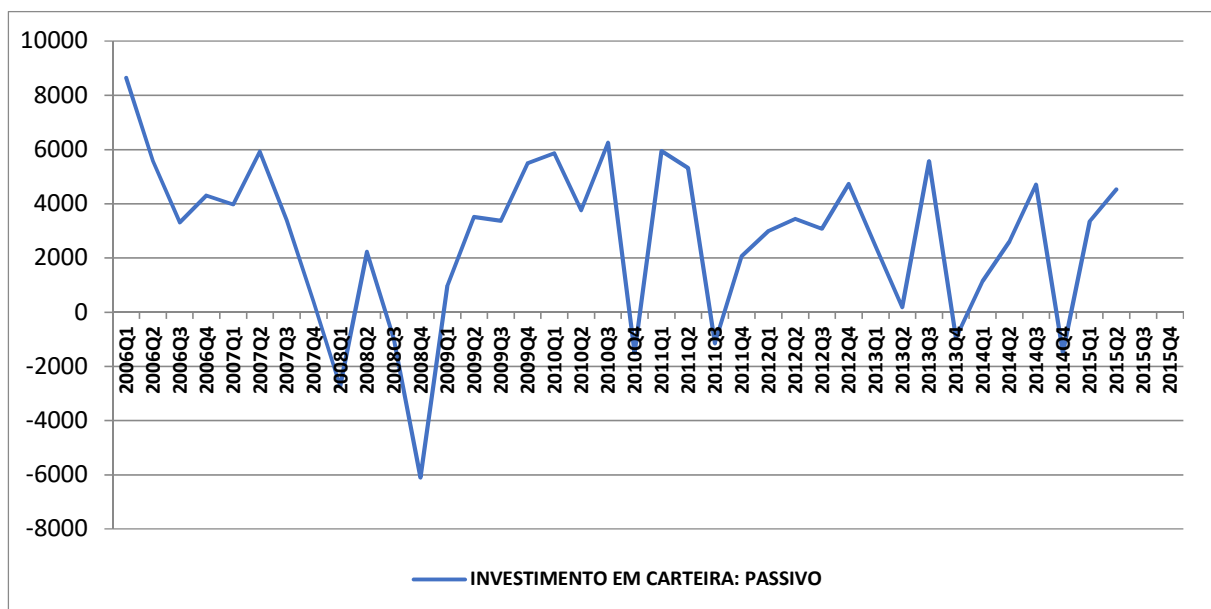
Fonte: Corrêa (2017) a partir de dados do FMI

Gráfico 18: África do Sul – Investimentos em Carteira: Ações e Fundos de Investimento X Títulos de Renda Fixa Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões



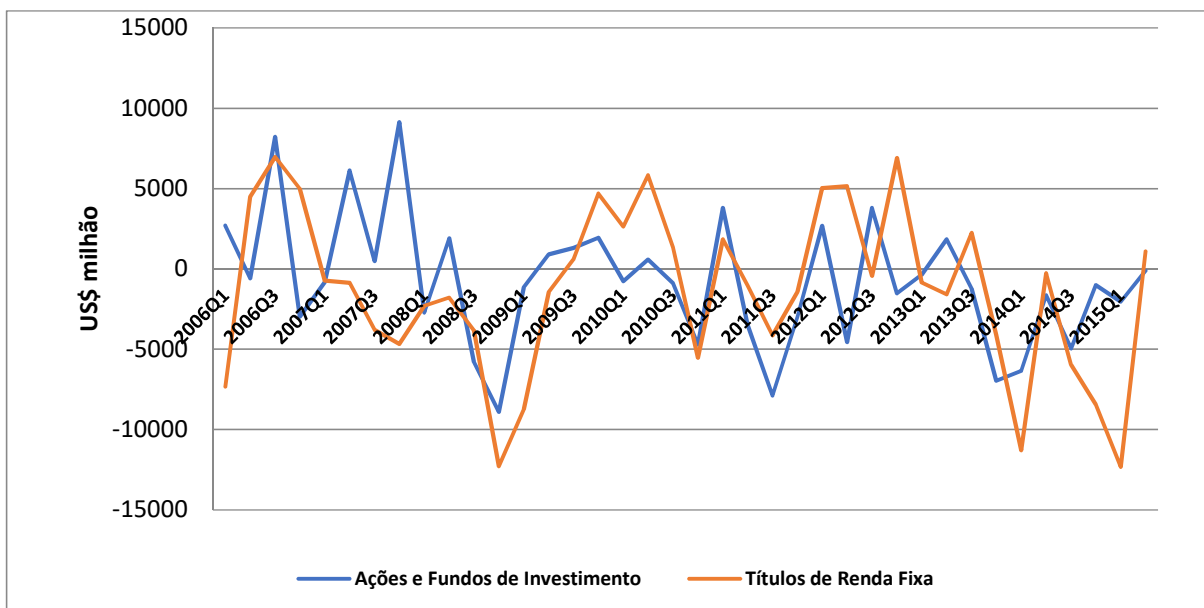
Fonte: Corrêa (2017) a partir de dados do FMI

Gráfico 19: África do Sul – Investimentos em Carteira Passivos- Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões



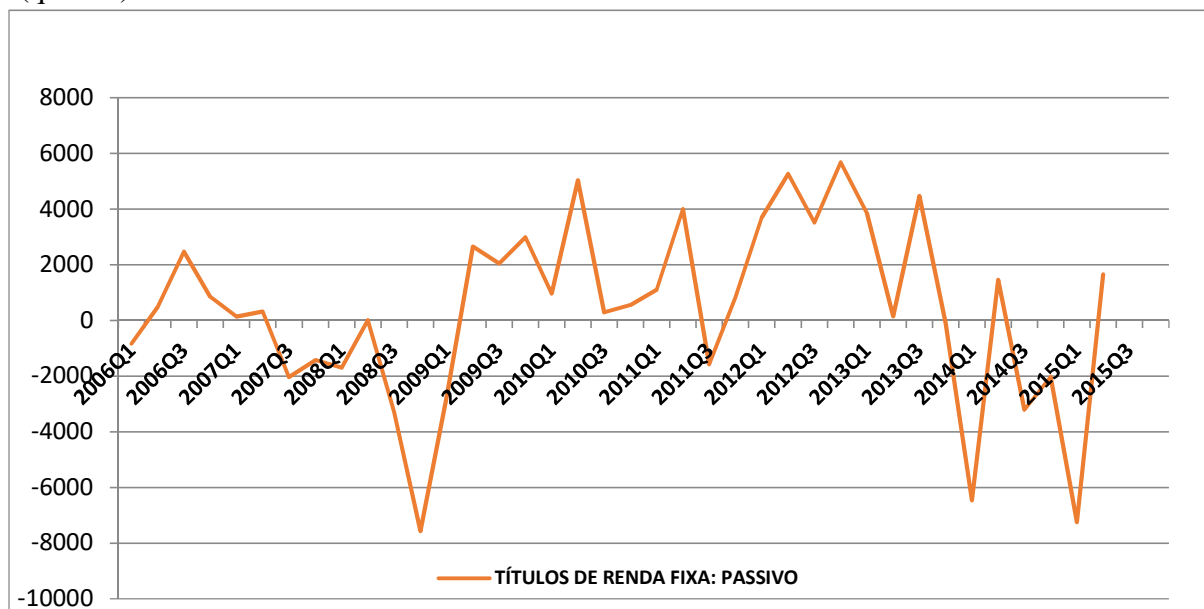
Fonte: Corrêa (2017) a partir de dados do FMI

Gráfico 20: Rússia – Investimentos em Carteira: Ações e Fundos de Investimento X TRF- Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões



Fonte: Corrêa (2017) a partir de dados do FMI

Gráfico 21: Rússia – Fluxos de Investimentos em Carteira Passivos. Dados Trimestrais (quarter) em US\$ milhões



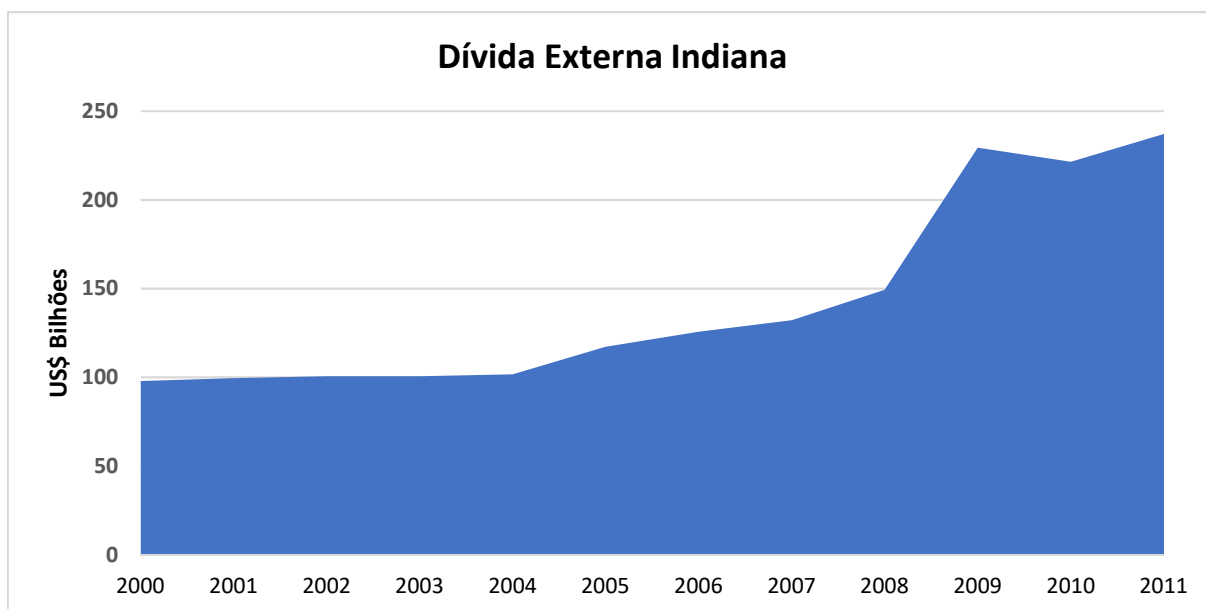
Fonte: Corrêa (2017) a partir de dados do FMI

3.3. Análise de alguns impactos da dinâmica dos fluxos financeiros

Dívida Externa e Passivo Externo

A dívida externa da Índia surge a partir de sua independência em 1947. Esta envolve os empréstimos e financiamentos contraídos no exterior pelo governo, bem como por empresas estatais e privadas. Até o ano de 1991, a dívida em porcentagem do PIB era menor que 50%, porém podemos ver o primeiro salto da dívida neste ano. O ano marca, como vimos anteriormente as reformas econômicas indianas que representaram a liberalização financeira do país, facilitando a entrada de recursos externos (FMI, 2018).

Gráfico 22: Dívida Externa Indiana (% do PIB)



Fonte: Elaboração Própria, dados FMI, 2018

Tabela 1: Dados Referentes ao Gráfico 22

| 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 98 | 99,6 | 100,6 | 100,6 | 101,7 | 117,2 | 125,6 | 132,1 | 149,2 | 229,3 | 221,3 | 237,1 |

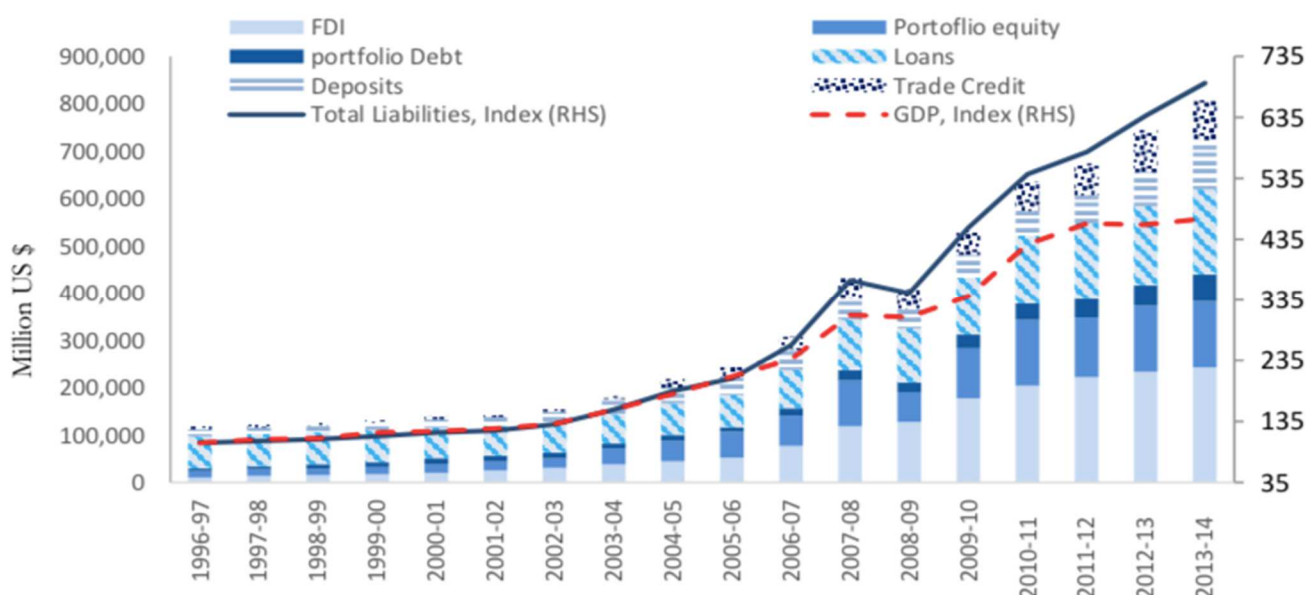
Fonte: Elaboração Própria, dados FMI, 2018

O segundo salto da dívida se dá em 2003 – 2004, lembrando-nos que em 2004 se aprofunda a liberalização financeira. Nesses anos a dívida chega à mais de 80% do PIB. Posteriormente, em 2015, essa porcentagem cai em cerca de 20% e chega à 69%. Nesse ponto é interessante notar que parte do ingresso de capitais se dá pela compra de ações, que não são dívida externa, como também o ingresso de Investimentos Diretos não é dívida externa. Segundo o CIA World Factbook, a dívida indiana nos anos de 2016 e 2017, caiu para 50,3% e 50,1% do PIB (FMI, 2018; CIA, 2018).

Após o paulatino aprofundamento da abertura financeira a dívida externa indiana aumenta sobre maneira. Para se ter ideia dos volumes, entre 2000 e 2011 a dívida aumenta de U\$ 98 bilhões para U\$ 237,1 bilhões, ou seja, representa uma alta de 141% em menos de 10 anos. É importante destacar aqui que o principal salto da dívida em termos de volume se dá entre 2008 e 2009, quando passa de U\$149,2 bilhões para U\$229,3 bilhões.

Um detalhamento importante em termos da crescente dependência de recursos do exterior são os dados de passivo externo, separados por perfil de fluxos. Observa-se o crescimento da exposição da Índia aos capitais externos, sendo que no caso de 2013 a Índia foi uma das economias periféricas que mais sofreram com a reversão.

Gráfico 23: Passivo externo e índice do PIB (RHS)- Em US\$ milhões



Fonte: Gupta, 2016, p. 12

EMBI+

Realizado pelo banco JP Morgan, o indicador que foi criado em 1992, é utilizado para medir o desempenho diário dos títulos de um conjunto de países periféricos. Os EMBI é a sigla para Emerging Markets Bond Index, e surgiu para atender os investidores que tinham como interesse investimentos de risco e especulativos. Dessa forma, o EMBI calcula o risco de cada país como referência no Treasury norte americano, e na taxa de juros deste país, por tanto, é a diferença da taxa dos países emergentes para a taxa de juros norte americana, sendo chamada de spread (ou spread soberano).

Dessa maneira, o índice apresenta os retornos financeiros obtidos a cada dia. A unidade é o ponto-base, ou seja, dez pontos-base equivalem à 1%. Assim, quando lemos “o EMI+ de determinado país está na casa dos 700 pontos” temos que as taxas de retorno do país são de 7%. Uma outra percepção próxima ao risco país, são os riscos soberanos e os mercados futuros. O primeiro consiste em uma avaliação dos títulos soberanos pelas agências de rating, que classificam por uma série de fatores (como inadimplência, governos, fluxos financeiros, conta capital, entre outros), os títulos como de “investimentos” ou de “subinvestimentos” de acordo com as notas. Já o segundo trata-se de um risco país de um título lançado em moeda doméstica, e por tanto é a soma da taxa de juros norte americana, do risco país, e do risco de câmbio (mercado futuro).

Figura 2: EMBI+ Índia



Fonte: SLOMP, 2011

Em 1994 o número de países que passam a ser calculados aumenta, surgindo então o índice EMBI+, que é utilizado até os dias de hoje. A novidade foi países periféricos da Ásia e América Latina que abriram suas contas financeiras do Balanço de Pagamentos e tornaram-se possíveis locais de investimentos. Atualmente os países que compõem o EMBI+ são 19, sendo eles: África do Sul, Argentina, Brasil, Bulgária, Colômbia, Egito, Equador, Filipinas, Malásia, Marrocos, México, Nigéria, Panamá, Peru, Polônia, Rússia, Venezuela, Turquia e Ucrânia. Apesar disto, os títulos dos demais países emergentes também podem ser calculados pelo EMBI+, como é o caso da Índia.

Podemos a partir deste gráfico notar que o EMBI+ da Índia permanece em torno de 300 pontos, exceto pelos picos observados em 1997; e entre 2008 e 2009. No primeiro vemos que chega à 800 pontos, neste momento temos a crise da Ásia, como vimos anteriormente, que atinge as principais economias periféricas, a volatilidade do índice EMBI, não é tão grande comparada com a do Brasil. Ademais, não se verifica o contágio da Crise do México, da Rússia e do Brasil. Como vimos, isso provavelmente tem a ver com o fato de que o grau de abertura financeira da Índia era muito menor até os anos 2000. Já depois dessa fase observa-se segundo pico, que corre entre 2008 e 2009, período da crise norte americana do *subprime*. Mais uma vez o EMBI+ chega à 800 pontos, e apenas em 2011 se recupera voltando para o nível de 200 pontos.

Podemos concluir então, que apesar da crise financeira norte americana apresentar um impacto sobre o mercado financeiro indiano e dos países periféricos em geral, há um retorno rápido da busca por títulos soberanos da Índia, aumentando seus preços e reduzindo seus juros, refletidos no índice EMBI+. Outra constatação é a de que, após 2002 as economias periféricas não sofrem ataques especulativos, que elevem o Risco País, só ocorrendo esse fenômeno da crise de *subprime*. Os anos 1990 haviam apresentado uma volatilidade muito maior em termos de percepção de risco sobre as economias periféricas.

Esses dados confirmam a lógica de liquidez dos anos 2000 e o forte direcionamento de recursos aos periféricos. Os ajustes americanos à crise de *subprime*, reduzindo as taxas de juros e injetando liquidez nos mercados explica a rápida reversão de recursos e o direcionamento dos mesmos a países que podem ofertar grande rentabilidade. No caso da

Índia, a principal atração se deu pelo mercado acionário e por Investimentos Diretos, conforme vimos anteriormente.

CDS – Crédito Default SWAP

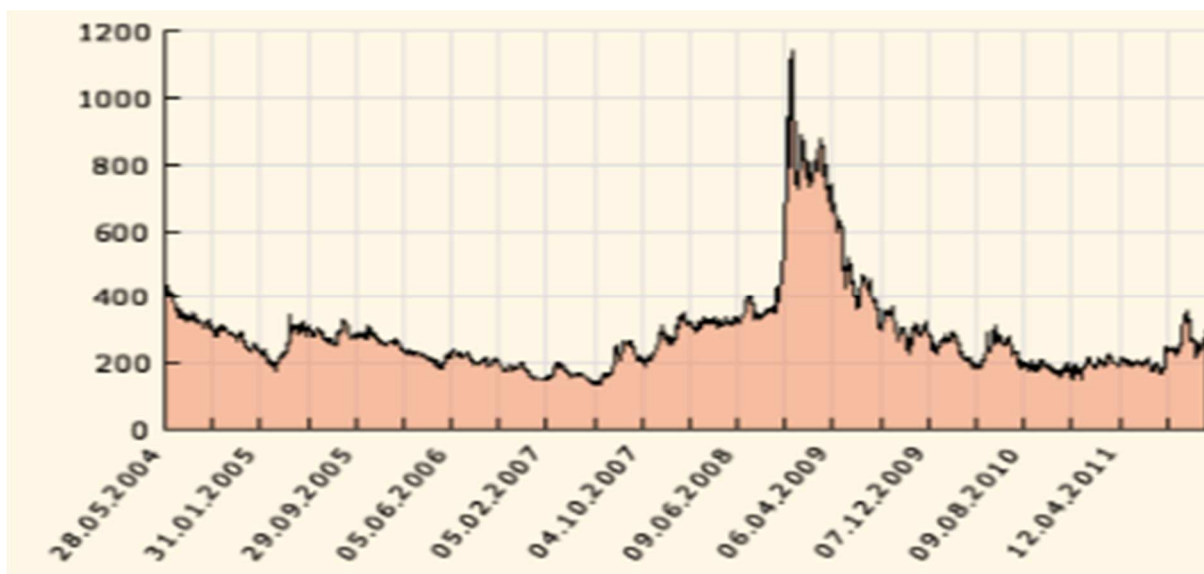
O CDS (Crédito Default SWAP), é outro indicador muito utilizado para medir o Risco País. É uma forma de proteção contra a inadimplência, que acontece em dois momentos. O primeiro é quando uma empresa, uma instituição financeira, ou até mesmo um país, compra proteção para sua carteira de crédito. O segundo é quando uma seguradora de títulos vende esta proteção. Ou seja, o “não cumprimento das obrigações” – também conhecido como risco default – é transferido para os vendedores de CDS.

Criados na década de 90, os CDS têm ganhado espaço nas transações de crédito internacionais, sendo um tipo de derivativos de créditos. O mercado de CDS tem crescido entre os investidores, e segundo a InfoMoney¹⁹, as operações chegam à 60 trilhões de dólares. Tais operações são comparadas às operações de seguros e exercem pressões nos mercados futuros, que afetam o câmbio.

No gráfico abaixo vemos o CDS indiano do período de 2004 a 2011. Dentro deste período é possível notar que há apenas um pico. No ano de 2009 o CDS indiano chega ao ápice de mais de 1000 pontos, mais de dobrando em relação ao padrão de 200- 400 pontos, com maior queda em 2007 – momento anterior à crise do *subprime*. Logo em seguida, ainda em 2009, vemos uma queda drástica, normalizando em 2010.

¹⁹Derivativos de crédito: entenda o que são os Credit Default Swaps. Acesso em 19/06/2018. Link: <http://www.infomoney.com.br/mercados/noticia/1422403/derivativos-eacute-dito-entenda-que-atilde-credit-default-swaps>

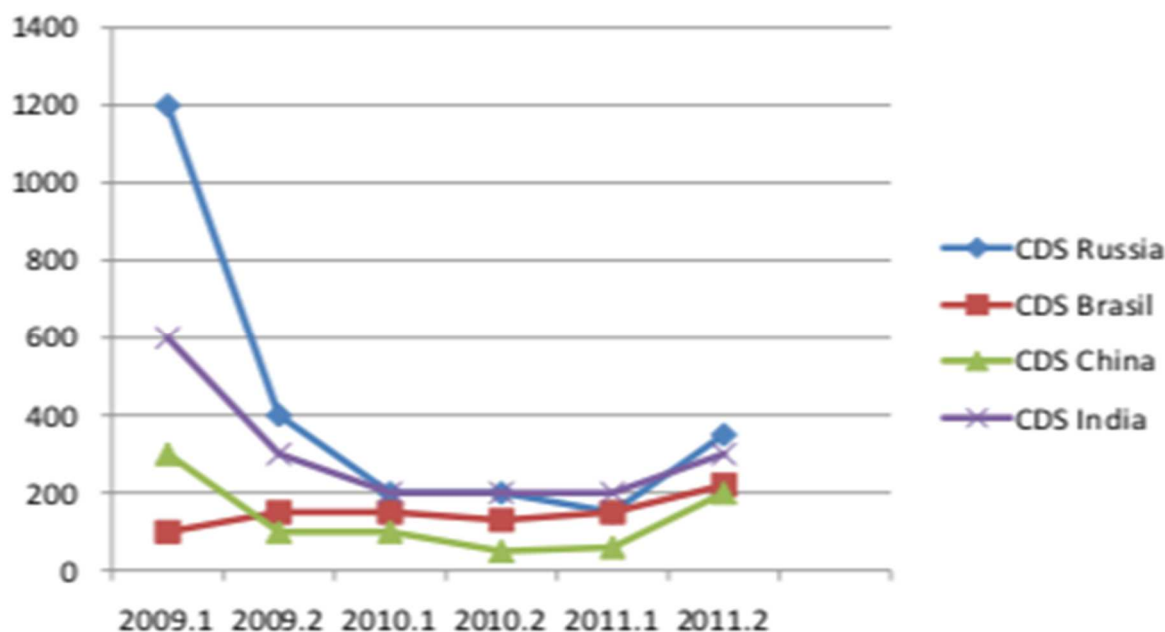
Figura 3: CDS Indiano entre 2004 e 2011



Fonte: SLOMP, 2011

Por fim, podemos ver a partir do gráfico a seguir uma comparação entre os países do BRICS e o movimento dos CDS entre 2009 e 2011. Seguida a Rússia, a Índia é o segundo país a apresentar maior queda após o período da crise norte americana do *subprime*. Em seguida, no segundo semestre de 2011, os países sofrem um novo aumento, desta vez mais homogêneos. É, por tanto, perceber que cenário internacional leva os países do bloco ao mesmo movimento de fluxos financeiros.

Figura 4: CDS dos país do BRIC entre 2009 e 2011



Fonte: SLOMP, 2011

3.4. Impactos dos fluxos sobre a gestão de políticas macroeconômicas – a primazia da instabilidade e da subordinação

O que se pretende indicar nessa parte do trabalho é o impacto resultante da perda da autonomia para atuar em políticas macroeconômicas domésticas à medida em que a abertura se aprofunda e que o volume dos fluxos cresce, e que crescem as dívidas de residentes em moeda externa. A questão da restrição externa se aprofunda, na medida em que parte importante das dívidas de residentes está dolarizada, mesmo se o título em questão estiver cotado em moeda nacional. Isso porque os detentores de recursos podem vendê-los em mercados secundários, demandando compra de dólar para remeter esses recursos para o exterior. Quanto maior for a abertura e quanto mais complexos de diversificados o mercado de capitais e monetário do país periférico, maior será a possibilidade de atração, especialmente se os diferenciais de juros forem expressivos (CORRÊA, 2015).

Essa compreensão é importante, pois para o caso de países periféricos com baixo desenvolvimento de mercado de capitais, e em que os títulos da dívida pública doméstica não forem muito diversificados (mercado monetário), a atração de estrangeiros para

Investimentos em Carteira praticamente não ocorrerá. O movimento de Investimentos em Carteira indicará, principalmente, o comportamento de residentes, na busca de aplicações no exterior. O volume de recursos que passam pela Conta Financeira de estrangeiros (passivo) nos casos do Brasil e da Índia, indicam a complexidade desses dois mercados, nesses dois países.

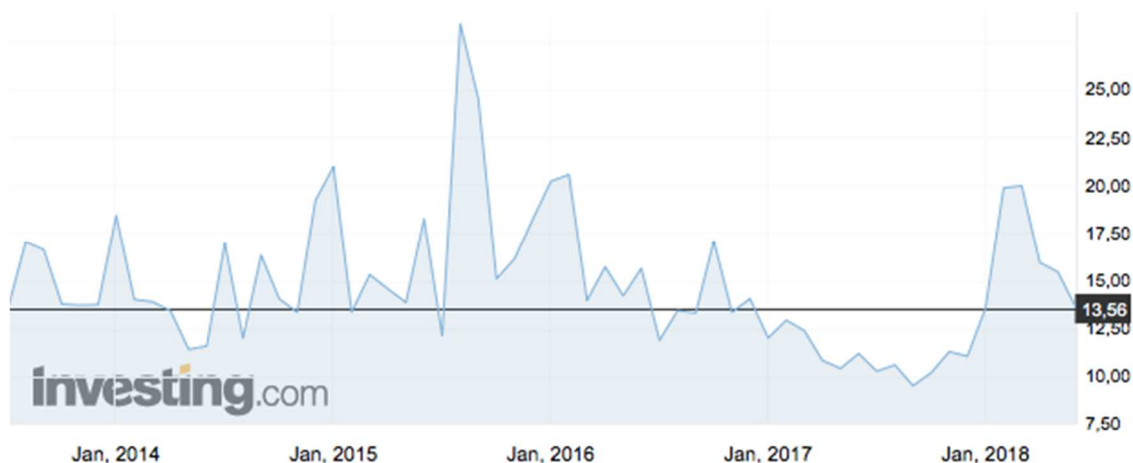
Outro comentário importante e que já foi destacado anteriormente é o de que a dinâmica dos fluxos de capitais é fortemente determinada pelo comportamento da política monetária dos países centrais e por fatores conjunturais. Esses fatores afetam enormemente os fluxos, sendo que importantes indicadores são utilizados para captar a mudança conjuntural ou os “humores dos mercados”. Um dos indicadores é o índice VIX – Volatility Index –, que monitora diariamente o nível de instabilidade da economia mundial a partir da volatilidade do S&P 500²⁰ da CBOE (Chicago Board Options Exchange). Mede, assim, as expectativas dos agentes para as movimentações dos próximos 30 dias, uma vez que os investidores tendem a procurar opções do S&P 500 sempre que há uma queda das ações (INVESTING, 2016).

O índice tem sido um importante indicador dos mercados futuros (e por tanto de crises) para os investidores, pois busca rastrear as movimentações a partir da expectativa da mudança de condições conjunturais. Historicamente este, tem ficado acima do nível de 40 pontos, porém em momentos de crise chegou a ultrapassar 50, atingindo o ápice de 60 pontos (INVESTING, 2016).

Analisando-se a dinâmica do índice VIX, é possível observar o crescimento do mesmo na crise de *subprime*. Nos últimos cinco anos, a maior variação do índice foi de 28,43 em agosto de 2015, no mês anterior o índice estava em 12,12 pontos. O nível apresentado em 2015 foi o maior desde 2008 quando a economia mundial sofreu com a crise financeira norte americana do *subprime*.

²⁰Abreviação para Standard & Poor's, é composto por 500 ativos negociados na Bolsa Norte Americana e que são qualificados pelo seu tamanho de mercado, sua liquidez e sua representação de grupo industrial.

Figura 5: Índice VIX



Fonte: Investing.com

O movimento do índice VIX afeta as ações de compra-venda de títulos. Pode ocorrer que o movimento do índice não provoque saídas-entradas de recursos pelo Balanço de Pagamentos, sendo que a relação não é tão direta para todos os países em todos os movimentos do índice VIX. No entanto, pelo fato de o mesmo ser considerado um indicador de conjuntura, movimentos mais expressivos do mesmo afetam o mercado futuro de câmbio e o mercado secundário de câmbio à vista. Ou seja, um movimento de crescimento do índice VIX pode provocar um movimento de compra de dólares a futuro, ou no mercado secundário à vista, afetando a taxa de câmbio, ou seja; movimentos conjunturais podem afetar rapidamente a taxa de câmbio de países periféricos com amplo grau de abertura.

Confirmando essa dinâmica, é possível perceber observando o gráfico do índice VIX, como há uma similaridade como os gráficos anteriormente apresentados, os de EMBI+ e CDS. Então, um aspecto que queremos destacar nessa parte do trabalho é o da alta instabilidade a que os países passam a estar submetidos, quando dominados pela dinâmica da liberalização financeira. Ademais, outro ponto correlacionado, é o da subordinação da dinâmica macroeconômica doméstica a essa primazia da lógica conjuntural e a dificuldade de engendrar políticas macroeconômicas autônomas.

Uma questão importante, referente à discussão é a de que, especialmente após os a década de 1960, com o expressivo avanço dos fluxos financeiros internacionais em

direção aos países periféricos, esses países passaram a ter as suas taxas de câmbio fortemente influenciadas pelo movimento desses fluxos e por expectativas de variações dos mesmos. À medida que avançavam essas ofertas de recursos (via criação de moeda por parte dos bancos o via lançamento de títulos após os anos 1990), os elementos expectacionais e especulativos passam a dominar a dinâmica do câmbio nesses países. Observa-se a forte volatilidade dos fluxos nos países que recebem grande volumes de recursos externos, especialmente via mercado de capitais.

Em termos de política cambial, grande parte dos países periféricos adotaram a política de câmbio administrado e sofreram para controlar o valor do câmbio, observando-se amplos impactos sobre a dívida pública. Nessa dinâmica os países que abriram fortemente sua conta financeira, geraram uma forte relação entre a dinâmica da liquidez internacional e a taxa de juros doméstica, que respondia pela volatilidade dos fluxos (câmbio é administrado). Paralelamente, após a crise dos países periféricos que haviam adotado tal tipo de ajuste, o movimento seguinte foi o de se passar a adotar o regime de câmbio flutuante, e em muitos casos somado ao regime de Metas de Inflação.

Nesse caso, a meta da política monetária seria a de definir os juros para manter a inflação, de forma que a dinâmica dessa variável estaria desconectada da atração dos capitais. Na verdade, nesse regime o câmbio seria a variável que flutua, em resposta a mudanças dos fluxos. Ocorre, no entanto, que, mesmo nesse caso, a política monetária não se descasa da dinâmica dos mercados financeiros internacionais, conforme retomamos mais à frente.

Na medida em que o endividamento externo liga fortemente os devedores domésticos ao câmbio, movimentos de desvalorização podem afetar de forma perigosa esses devedores. De outra parte, a excessiva valorização, compromete a competitividade do país e tem o potencial de afetar negativamente a indústria local, para aqueles países periféricos que avançaram em seu processo de industrialização.

O que se observa é que, mesmo no caso em que se adota o câmbio flexível, a política monetária nesses países tem sido afetada pela dinâmica da liquidez internacional. Nos momentos de forte liquidez, o movimento do Banco Central tem sido de comprar o excesso de dólares, comprando Reservas. No entanto, ao mesmo tempo, precisa lançar títulos de dívida em circulação, para retirar parte da base monetária gerada para comprar

os referidos dólares. De outra parte, nos momentos de reversão de recursos, o movimento é o de venda das reservas, de endividamento externo ou de efetuar operações que convençam os agentes a não comprar dólares. Nesse caso, o ajuste da taxa de juros doméstica continua respondendo à fuga de recursos.

Um dos fatores destacados por Kaminsky, Reinhart e Vegh (2004) é o de que nos países “em desenvolvimento” as políticas fiscais teriam sido essencialmente pró-cíclicas, no sentido que os Governos acentuam seus gastos nos momentos de crescimento. No entanto, para Gupta (2016), esse cenário teria mudado ao longo dos anos 2000. Depois das crises enfrentadas pelos países periféricos ao longo dos anos 1990 e início dos anos 2000, esses países abandonaram paulatinamente o regime de câmbio administrado e passaram a adotar o regime de câmbio flutuante, conforme destacamos acima.

Para o Gupta, o forte influxo de capitais levou a que os bancos centrais desses países comprassem elevados volumes de reservas, tanto para controlar a excessiva valorização do câmbio, mas também como um instrumento para limitar as fortes reversões de recursos que eventualmente podem ocorrer. Também se observa um grande número de países adotando a política de metas de inflação em conjunto com a adoção de câmbio flutuante. Nesses termos, a política monetária teria como centro de sua atuação o controle da inflação. Esse arcabouço macroeconômico parecia isolar a dinâmica da política monetária dos impactos externos. No entanto, Gupta (2016) destaca que não parece ter sido essa a situação.

O que se observa é que os fluxos de capitais dirigidos aos países periféricos são essencialmente pró-cíclicos e dirigidos em maior grau pela liquidez global do que pelas condições domésticas dos países. Em determinados momentos, conforme mostramos analisando a periodização dos fluxos, eles entram nos países que apresentam alto potencial de rentabilidade, em “surto de recursos”. Nessa situação, se observa forte expansão de empréstimos no país periférico e também ocorre o aumento do preço de títulos. Essas ondas de recursos, no entanto, podem ser seguidas por reversões de recursos, geradas por uma parada abrupta dos empréstimos internacionais. Elementos de estabilidade financeira estão fortemente ligados ao comportamento dos fluxos de capitais. O que se tem observado nos anos 2000 é que as taxas de juros domésticas não se desligaram de seu papel de atração de capitais, sendo que a política monetária não está

isolada da dinâmica internacional, mesmo no caso de países que se utilizam do modelo de metas de inflação. Ademais, outra novidade é que países periféricos, como o Brasil, por exemplo, adotou políticas anticíclicas para reverter os impactos de desaceleração provocados pela queda de liquidez, como o período pós-crise *subprime*.

Nesse contexto, um dos elementos importantes desta discussão é o de que as políticas macroeconômicas ficam fortemente subordinadas à dinâmica da liquidez internacional e, em última instância, da política monetária dos países centrais. A perspectiva é a de que os países periféricos apresentam ciclos reflexos e são subordinados aos ditames dos mercados financeiros internacionais.

Considerando as fases da dinâmica dos fluxos de capitais na Índia, Gupta (2016) destaca que entre 1990 e os anos 2000 a política monetária esteve centrada na busca do controle da inflação, mas nas fases posteriores a política foi fortemente impactada pelos ciclos financeiros – especialmente na última fase. Na medida em que a liberalização foi ocorrendo, o Governo adotou várias políticas de resposta: (i) manejo das reservas; (ii) manejo da liquidez; (iii) medidas de controle de capitais.

A Índia acumulou reservas, esterilizou parte dessas reservas, acelerou a liberalização dos capitais (outflows) e reduziu as medidas de liberalização durante o período de “surto de recursos”. Paralelamente, nos momentos de reversão, usou as reservas para deter a depreciação do câmbio, aumentou a liberalização dos inflows e segurou os outflows durante a reversão 2008 – 2009 e 2013 (EICHENGREEN & GUPTA, 2015).

No caso da Índia, vimos que a liberalização da Conta Financeira foi paulatina, aumentando sua integração à medida em que a abertura se aprofundava. Refletindo essa situação a Índia passou a estar sujeita a movimentos de expansão e retração de fluxos, fortemente relacionados com a dinâmica da liquidez mundial, ditada pela política monetária dos países centrais, já descrita no segundo capítulo. A Índia também construiu um colchão expressivo de reservas internacionais para influenciar na dinâmica da taxa de câmbio.

No entanto, um dos fatos destacados por Gupta (2016) é o de que liberalização progressiva da Conta Financeira mostrou que as medidas de controle de capitais estão

mais limitadas. Nos anos mais recentes, as medidas mais adotadas, efetivamente, foram a de controle das reservas e as macroprudenciais, para responder aos ciclos.

Segundo Gupta (2016), as taxas de juros domésticas estariam respondendo menos aos fluxos de capitais, na Índia, mas a necessidade de controle do câmbio, via compra e venda de reserva e os controles de fluxos se explicitaram. Nesses termos, para Gupta (2016), a política de metas teria sido capaz de isolar a política monetária dos ditames dos fluxos de capitais. No entanto, esse é um ponto controverso, pois vários outros estudos apontam resultado contrário. Pode-se citar Mohanty e Klau (2004), que acham forte relação entre o câmbio e a taxa de juros da Índia. Hutchison et al (2012) analisam o período pós anos 2000 e até 2008 e Patra e Kapur (2012) encontra o resultado de que a taxa de câmbio influencia a taxa de juros, mas não a oferta de moeda.

Ou seja, mesmo que haja controvérsias, diferentes estudos apontam que, mesmo no caso de se adotar a política de metas de inflação a dinâmica internacional e do câmbio influencia a política interna de determinação de taxa de juros, não existindo possibilidade de isolar a determinação dos juros da instabilidade internacional.

Ademais, outra constatação importante é a de que o câmbio – um preço fundamental – é fortemente influenciado pela dinâmica conjuntural e volátil dos mercados financeiros globais. Assim, as políticas macroeconômicas seguem sendo influenciadas pelos fluxos financeiros. Ainda de acordo com Gupta, a economia indiana estaria tendo mais tolerância com o ajuste das taxas de câmbio (GUPTA, 2016, p. 3).

Conclusão

A partir das teorias apresentadas, dos quadros históricos realizados, de inovações financeiras e especialmente da política e economia indiana, podemos concluir que a hipótese apresentada neste trabalho é verdadeira. Assim como muitos dos países periféricos.

Como pudemos observar no primeiro capítulo deste trabalho a liquidez da moeda, bem como as condições de oferta da mesma, são os determinantes da taxa de juros. Quanto maior for a taxa de juros, mais os agentes tendem a acreditar que ela irá cair, aumentando o número de investimentos. Além disso, a não neutralidade da moeda na teoria de Keynes, está na determinação do nível de preços dos ativos de capital e suas saídas, bem como dos investimentos e consumos (nos casos simples). Nesta visão temos o capital como não neutro, se diferenciando da visão de assimetria de informações. Assim o autor cria um modelo de economia onde pode-se explicar a instabilidade financeira, nacional e internacional, por meio do papel da moeda e de sua liquidez.

Para Minsky, dois são os impactos nos mercados emergentes da demanda de moeda: i) a fragilidade das moedas é refletida nos mercados; ii) e os ativos dos emergentes não estão apenas em alta demanda, mas também o share do portfólio dos Money managers que cresce. E dessa maneira, a atual hierarquia do sistema internacional, se apresenta: dólar norte-americano – moeda com a maior liquidez do sistema internacional; euro; moedas centrais (libra esterlina, iene, franco suíço, etc.); moedas periféricas – moedas com menor liquidez.

Os salários monetários definidos a partir da moeda doméstica, garante a esse ativo o poder de conversão direta de compra. Dessa forma, existe uma maior dificuldade dos países em recuperarem-se quando a economia internacional entra em períodos de crise, e ao mesmo tempo de promoverem políticas que diminuam os impactos destes períodos

A partir destas teorias, analisamos alguns dos indicadores de instabilidade de um país, como os Balanços de Pagamentos, os Investimentos Diretos Líquidos e os em Carteira, que são os principais meios de atração de capital de um país e estão diretamente ligados ao mercado financeiro de capitais internacionais. Por esses dois movimentos pudemos

notar uma sincronia com os períodos de liquidez e retração internacional, e com os movimentos da economia estadunidense. Quando havia um aumento da taxa de juros norte americana, havia também logo em seguida uma queda nos IDE e os ICD para a Índia.

A partir deste compilado de indicadores econômicos, podemos ver que os ciclos de expansão e contração de moeda no Sistema Internacional, reflete diretamente no Balanço de Pagamentos indiano, que apresenta os mesmos períodos de expansão financeira e arrocho, visto por exemplo na expansão da dívida externa indiana. Logo, podemos concluir que desde sua abertura da conta financeira em 1990, a política indiana encontra-se ancorada nas taxas de câmbio e juros, e procura adotar medidas conforme as políticas de juros norte americana são determinadas, pois os movimentos de queda e ascensão destas também sobrepõem aos movimentos do Balanço de Pagamentos indiano.

Referências

AMADO, Adriana Moreira. **Minsky e o ciclo econômico: uma análise para economias periféricas**. In: VIII Encontro de Economia Política, 2003, Florianópolis. Anais do VIII Encontro de Economia Política, 2003.

AMADO, Adriana Moreira. **Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não-neutralidade da moeda**. Ensaio FEE, Porto Alegre, v.21, n.1, p. 44-81. 2000

BBC NEWS. **India Profile – Timeline**. Disponível em: <
<https://www.bbc.com/news/world-south-asia-12641776> > Acesso em: 08 jun. 2018

BACEN. **Nota Metodológica nº 3 – Investimentos diretos e renda primária (lucros). Estatísticas do Setor Externo – Adoção da 6ª Edição do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimentos (BPM6)**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/nm3bpm6p.pdf>. Acesso em 30 de agosto de 2016.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. **A Crise do México e as Forças do Mercado: o colapso em 82 e a “encalacrada” em 94 têm em comum a excessiva dependência do financiamento externo**. Publicado pela Folha de São Paulo em 08/01/95. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/artigos/belluzzo/artigo20.htm>. Acesso em: 03 de junho de 2018. 1995a

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. **O Declínio de Bretton Woods e a Emergência dos Mercados ‘Globalizados’**. *Economia e Sociedade* (5), junho. 1995b

BELLUZZO, Luiz Gonzaga. **Os emergentes e a globalização financeira**. In: O futuro do desenvolvimento: ensaios em homenagem a Luciano Coutinho/ Organizadores: Helena M.M. Lastres, José Eduardo, Cassiolato, Gabriela Laplane e Fernando Sarti. Campinas, SP: UNICAMP, IE. Pág. 53- 69. 2016

CIA, World Factbook. **India**. Em: <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/>. Acesso em 15 de junho de 2018

CORRÊA, Vanessa Petrelli. **A Estrutura de Financiamento Brasileira e a Oferta de Financiamento de Longo Prazo ao Investimento**. Tese de Doutorado. IE/ Unicamp. Campinas 1996 [1995]

CORRÊA, Vanessa Petrelli. **Fluxos de capitais, vulnerabilidade e volatilidade externa – uma análise do caso brasileiro pós abertura financeira**. *Anais do X Encontro Nacional de Economia Política*, SEP. 2009

CORRÊA, Vanessa. Petrelli; PEREIRA, Vanessa de Paula. **Hierarquia das moedas e fluxos de capitais para países periféricos: a vulnerabilidade dessa equação considerando o período pós 2008**. *O Futuro do Desenvolvimento - Ensaaios em Homenagem a Luciano Coutinho*. Campinas, SP: Unicamp 2016 [2015]

CORRÊA, Vanessa. Petrelli. **Os determinantes do Déficit Público pós Plano Real – o peso da componente financeira**. ANPEC. 2004

CORRÊA, Vanessa Petrelli. **Liberalização financeira e vulnerabilidade externa para os países que não têm moeda forte: uma análise do caso brasileiro pós abertura financeira**. *Anais do XI Encontro Nacional de Economia Política*. VITÓRIA: SEP, 2006. Vol. 1. p.1-25. 2006

DE CONTI, Bruno Martarello; PRATES, Daniela Magalhães; PLIHON, Dominique. **A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos**. *Economia e Sociedade*, Campinas. p. 341-371.3. 2014.

DE PAULA, Vanessa Pereira. **Dinâmica Recente da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos de Países Emergentes: a vulnerabilidade continua**. Tese de Mestrado. Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia. 2010

GENT, John Echeverri. **Financial Globalization and India's Equity Market Reforms**, *India Review*, 3:4, 306-332, 2010

EINCHENGREEN, Barry e GUPTA, Poonam. **Tapering talk: The impact of expectations of reduced Federal Reserve security purchases on emerging markets**, *Emerging Markets Review*, 2015, vol. 25, issue C, 1-15. 2015

FERREIRA, Carlos Kawall Leal e FREITAS, Maria Cristina Penido de. **Mercado Internacional de crédito e inovações financeiras. Estudos de Economia do setor público**, n. 1. São Paulo: IESP/ FUNDAP.1990

FRITZ, Barbara; PAULA, Luiz Fernando de; PRATES, Daniela Magalhães.

Hierarquia de moedas e redução da autonomia de políticas econômicas em economias periféricas emergentes: uma análise keynesiana-estruturalista.

Publicado em Ferrari Filho, F.; Terra, F.H.B.T.; (Org.) Keynes: Ensaio sobre os 80 Anos da Teoria Geral. Porto Alegre: Tomo Editorial, p. 177-202. 2016.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 16ª Edição, Rio de Janeiro: Qualitymark. 2005

GUPTA, Poonam. **Capital Flows and Central Banking: The Indian Experience**, World Bank Policy Research Working Paper No. 7569. 2016 Disponível em: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2733907>

HUTCHISON, Michael, PASRICHA, Gurmain Kaur, SINGH, Nirvikar. **Effectiveness of Capital Controls in India: Evidence from the Offshore NDF Market**. International Economic Analysis Department Bank of Canada. 2012

INTERNACIONAL MONETARY FUND. **World Economic Outlook April 2018**. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/datamapper/pcpipch@weo/ind>>. Acesso em: 04 jun. 2018.

INTERNACIONAL MONETARY FUND. **Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework**. Preparado pelo departamento de Estratégia, Política e Prepared by the Strategy, Policy, and Review Department. In consultation with Legal, Monetary and Capital Markets, Research, and other Departments. Fevereiro de 2001, disponível em < www.imf.org >. 2011

INTERNACIONAL MONETARY FUND. **Global Financial Stability Report**, abril. 2012

INTERNACIONAL MONETARY FUND. **Global Financial Stability Report**, dezembro. 2013

INTERNACIONAL MONETARY FUND. **Global Financial Stability Report**, abril. 2014

IPEA Instituto de Pesquisa em Economia Aplicada. **Carta de conjuntura nº 29**.

Brasília: dez. 2015. Disponível em:

<http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=26918&Itemid=3> . Acesso em: 19 de maio de 2018. 2015

INVESTING. **S&p 500 vix index**. Disponível em:

<<https://www.investing.com/indices/volatility-s-p-500>>. Acesso em: 05 jun. 2018.

KAMINSKY, Graciela; REINHART, Carmen; VEGH, Carlos. **When it Rains, it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies**. NBER Working Paper No. 10780. 2004

KEYNES, John Maynard. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. Editora Palgrave Macmillan. 1936

KREGEL, Jan A. **Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais**. Economia e Sociedade, Campinas, (7): 29-49.1996

MATTOS, Olívia Maria Bullio. **Bancos, "shadow banks" e moeda endógena: desafios à política monetária do Federal Reserve no século XXI**. Tese de Doutorado.

Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia. Campinas, SP. 2015

MEDEIROS, Carlos A. SERRANO, Franklin. **Padrões Monetários Internacionais e Crescimento**. in Fiori, J.L. (org.) Estados e Moedas no Desenvolvimento das Nações, Petrópolis: Vozes, 1999

MEDEIROS, Carlos Aguiar. **A Economia Política da Crise e da Mudança Estrutural na Ásia**. Texto preparado para o Seminário “Alternativas para o Desenvolvimento Brasileiro”. Economia e Sociedade, Campinas: Unicamp. Instituto de Economia, 2001

MINSKY, Hyman Phillip. **John Maynard Keynes**. Columbia University Press, New York, 1975. Ed, 2008.

MINSKY, Hyman Philip. **The financial-instability hypothesis: capitalist processes and the behavior of the economy**. In: Kindleberger & Laffargue (Eds.), *Financial Crises*, Cambridge. Pág. 13 – 47. 1982

MINSKY, Hyman Philip. **Stabilizing an Unstable Economy**. Hyman P. Minsky Archive. Edição nº 1. Levy Economics Institute of Bard College. 1986

MINSKY, Hyman Philip. **Estabilizando uma Economia Instável**. Em: *Estabilizando uma Economia Instável*. 2. ed., Osasco, SP: Novo Século Editora. 2013

MOHAN, Rakesh. **Capital Flows to India**. Manuscript, Reserve Bank of India. Paper presented at annual meeting of Deputy Governors at BIS, February. 2008

MOHANT, Madhusudan e KLAU, Marc. **Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence**. BIS Working Papers, N° 149, Monetary and Economic Department. 2004

OREIRO, José Luis; PAULA, Luis Fernando e SILVA, Guilherme Jonas Costa da. **Fluxos e Controle de Capitais no Brasil: Avaliação e Proposição de Política**. In: PAULA, Luis Fernando de; OREIRO, José Luis; SICSÚ, João (Org.). *Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços*. 1ª Edição, Manole, v. 1, p. 65-115. Rio de Janeiro. 2003

PÁDUA LIMA, Maria Lucia Labate Mantovanini. **Instabilidade e Criatividade nos Mercados Financeiros Internacionais: Condições de Inserção dos Países do Grupo da América Latina**. Tese de Doutorado Unicamp, 1995

PATRA, Micheal Debabrata, KAPUR, Muneesh. **Alternative Monetary Policy Rules for India**. IMF Working Paper WP/12/118. Washington DC. 2012

PRATES, Daniela Magalhães; BICHARA, Julimar da Silva; CUNHA, André Moreira. **O efeito contágio da crise financeira global nos países emergentes**. In: *Indicadores Econômicos FEE*. Vol. 37, n 1. 2009

PRATES, Daniela Magalhães. **As Assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional**. In: *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, 9(2), p. 263 – 288. 2005

PEREIRA, Vanessa de Paula. **Dinâmica Recente da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos de Países Emergentes: a vulnerabilidade continua.** Programa de Pós-Graduação - Universidade Federal de Uberlândia, Instituto de Economia, Uberlândia, MG Uberlândia, 2010

RAMOS, Raquel Almeida. **The Fragility of Emerging Currencies Since the 2000s: a Minskyan Analysis.** In: XXII Encontro Nacional de Economia Política, Campinas. v. 1. p. 136-136. 2017

RESENDE, Marco Flávio da Cunha. AMANDO, Adriana Moreira. **Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina.** Revista de Economia Política, vol. 27, nº 1 (105), p. 41-59. 2007

RESERVE BANK OF INDIA. **Annual Report 2017.** Disponível em: < <https://www.rbi.org.in/scripts/AnnualReportPublications.aspx?Id=92>> Acesso em: 18 jun. 2018

RESERVE BANK OF INDIA. **Annual Report 2012.** Disponível em: < <https://www.rbi.org.in/scripts/AnnualReportPublications.aspx?Id=92#>> Acesso em: 18 jun. 2018

RESERVE BANK OF INDIA. **Annual Report 2011.** Disponível em: < <https://www.rbi.org.in/scripts/AnnualReportPublications.aspx?Id=92>> Acesso em: 18 jun. 2018

ROSSI, Pedro Linhares. **O ciclo da liquidez e as taxas de câmbio.** In: Dimensões estratégicas do desenvolvimento brasileiro: continuidade e mudança no cenário global: desafios à inserção do Brasil. Vol 5 p. 77-88. 2016

SANTANA, Carlos Henrique Viera. **Trajetórias de reformas e mudanças institucionais na semiperiferia: abertura financeira e capacidades estatais no Brasil e Índia.** Universidade do Estado do Rio de Janeiro. 2012

SIL, Rudra. **India.** In: Comparative Politics: interests, identities and Institutions in a changing global order. Organização: Jefferey Kopster. Cambridge. 2000

SLOMP, Gabriel Renault de Oliveira. **Dívida dos Países Emergentes –BRIC e Mercados de Renda Fixa**. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. 2011

SOUZA, Henrique Ferreira. **Análise dos Fluxos da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos Brasileira e a Dinâmica Especulativa dos Investimentos Diretos: Período 2000 – 2016**. - Universidade Federal de Uberlândia, Instituto de Economia, Uberlândia, MG. 2017

VELASCO, Sebastião. **Reformas Econômicas na Índia: Discurso e Processo**. Revista Economia Política Internacional: Análise Estratégica nº 7- outubro. 2005