

*Finanças internacionais
e suas subdeterminadas*



UNICAMP

Universidade Estadual de C



1290004063

TCC/UNICAMP
M861f
IE

Instituto de Economia

CEDOC - IE - UNICAMP

**FINANÇAS INTERNACIONAIS E PAÍSES
EM DESENVOLVIMENTO**

Alessandri Figueiredo Dala Martha

Monografia

Professor Orientador: Doutor Marcos Antonio Macedo Cintra

Cintra, Marcos Antonio Macedo

CEDOC - IE - UNICAMP

Campinas, julho de 2009

TCC/UNICAMP
M861f
1290004063/IE

54676002
200915735

Sumário

Introdução	3
Capítulo 1: Características e dinâmica do sistema monetário e financeiro contemporâneo: a interpretação heterodoxa	4
1.1 Hierarquia, assimetria e inconvertibilidade	6
1.2 Inovações financeiras enquanto instrumento catalisador da instabilidade	12
Capítulo 2: História e dados	
2.1 Breve histórico	13
2.2 Fluxos de capitais e emergentes: última onda de liquidez antes da Crise Sistêmica	
2.2.1 Antes da crise	18
2.2.2 Peculiaridade do ciclo	21
2.2.3 Canais de transmissão para os países em desenvolvimento	22
2.2.4 hipótese heterodoxa: a confirmação com a crise	24
Considerações finais	34
Referências bibliográficas	36

Introdução

Este trabalho trata inicialmente, de forma sucinta, da teoria heterodoxa que perpassa a discussão da hierarquia de moedas e da conseqüente assimetria do sistema monetário e financeiro internacional. A partir daí, realiza-se uma análise dos fluxos de capitais, e de variáveis e fundamentos macroeconômicos dos países emergentes como um todo, de maneira a explicitar as proposições daquela interpretação.

No capítulo 1, comentam-se aspectos do debate recente acerca da pirâmide de moedas e divisas, ressaltando-se as questões de hierarquia, assimetria e inconvertibilidade, bem como as implicações para os emergentes. No capítulo 2, examina-se um conjunto de dados e relatórios que foram selecionados em virtude da sua relevância para o esclarecimento da lógica proposta no capítulo anterior.

Nas considerações finais retomam-se os pontos identificados como os mais importantes para expressar a visão de que os fluxos financeiros, dada a arquitetura do sistema monetário e financeiro internacional, impõem restrições e condicionamentos aos países em desenvolvimento.

Capítulo 1: Características e dinâmica do sistema monetário e financeiro contemporâneo: a interpretação heterodoxa

Para a compreensão das crises financeiras recentes dos países emergentes é primordial inserir na análise a dinâmica de funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo. Isso requer, por sua vez, a adoção de um referencial teórico distinto do convencional. Em outras palavras, de uma abordagem heterodoxa de inspiração, sobretudo keynesiana (ou pós-keynesiana), na qual a incerteza e a moeda são categorias centrais (Prates, 2002).

Com base nessa constatação, este primeiro capítulo se propõe a esboçar uma síntese da abordagem heterodoxa da racionalidade do sistema monetário e financeiro internacional. Tal abordagem possibilita, por um lado, a introdução no esquema analítico de um fator essencial para a percepção dessa dinâmica, qual seja: a caracterização do sistema monetário internacional, enquanto um arranjo institucional hierarquizado em torno de uma moeda-chave, cujos elementos constitutivos alteram-se ao longo da história e moldam o perfil das finanças internacionais em cada período.

Por outro lado, a abordagem heterodoxa permite o entendimento da dinâmica do sistema financeiro internacional contemporâneo, ou seja, da globalização financeira, que é ditada pela lógica de funcionamento dos mercados de capitais liberalizados, líquidos e profundos. A análise de Keynes, no capítulo 12 da *Teoria Geral*, sobre a dominância da especulação nesses mercados permanece fundamental para a compreensão dessa lógica.

Ainda segundo Prates (2002), vários autores heterodoxos, resgatam e atualizam essa idéia, ao mostrar nos anos 1980 o nascimento de um novo padrão de gestão de riqueza nos países centrais, caracterizado pela predominância da lógica especulativa sobre a produtiva, alterando a dinâmica macroeconômica desses países, que passou a se subordinar ao ciclo de ativos financeiros (*finance-led capitalism*). Essa mudança no padrão de gestão de riqueza, ao lado das características do sistema monetário internacional, constitui o determinante do perfil das finanças internacionais no contexto atual; mais especificamente, dos elevados fluxos e da natureza volátil destes novos fluxos de capitais.

As características do sistema monetário internacional em cada período, que modelam as peculiaridades do sistema financeiro internacional, são: a forma da moeda internacional; o regime

de câmbio; e o grau de mobilidade dos capitais. As distintas combinações entre esses dois últimos elementos, por sua vez, condicionam o grau de autonomia e eficácia das políticas econômicas domésticas. Num contexto de livre mobilidade de capitais, a opção pela estabilidade cambial – isto é, a adoção de um regime de câmbio fixo – exige a renúncia à autonomia da política econômica do Estado. Como realça Carneiro (2002), nesse contexto *“só é possível escolher entre regimes de taxas de câmbio alternativos, utilizando a autonomia da política doméstica como variável de ajuste”*. A impossibilidade de combinar estes três elementos – estabilidade cambial, mobilidade de capitais e autonomia da política doméstica – é denominada *“trindade impossível”* pela literatura.

A literatura convencional tem uma visão restrita da dinâmica do sistema monetário internacional, pois não leva em conta um dos seus elementos fundamentais – a forma de sua moeda – em decorrência da sua própria concepção limitada da moeda. A moeda internacional, assim como as moedas nacionais, deve desempenhar as funções de meio de liquidação das transações e dos contratos, unidade de conta e reserva de valor. Todavia, há uma diferença qualitativa entre essas duas formas de moeda – que foi enfatizada tanto por Keynes como por Marx –, já que não existe (pelo menos até o momento) uma verdadeira moeda internacional.

Apesar da diversidade dos sistemas monetários internacionais ao longo da história recente, as soluções para esse dilema se mostram muito similares. A partir das relações de poder entre os países centrais, era estabelecida uma moeda-chave ou divisa-chave (em geral, a utilizada pelo país hegemônico), que serve como veículo privilegiado das transações financeiras internacionais e unidade de conta de referência ao regime cambial vigente, que se refere às modalidades de troca entre a divisa-chave e as moedas dos demais países.

O sistema monetário internacional que surgiu após o colapso dos acordos de Bretton Woods também se baseou no *“compromisso”* mencionado anteriormente entre as economias centrais e, portanto, numa divisa-chave, o dólar. Entretanto, em um sistema de moeda fiduciária em que uma moeda nacional também exerce a função de moeda internacional tem-se uma contradição, uma vez que a divisa-chave, situada no *“topo”* da pirâmide, é também um ativo financeiro, em concorrência com as demais moedas. Isso coloca os demais países, principalmente aqueles de moeda inconvertível, situados na base da pirâmide, numa situação bastante delicada, pois eles não podem emitir títulos em moeda própria (afinal não há aceitação no mercado pra

isso) e têm que acumular reservas em moeda internacional para se proteger da volatilidade dos mercados financeiros nos momentos de reversão das expectativas e mesmo contra a especulação contra suas moedas nacionais.

1.1. Hierarquia, assimetria e inconvertibilidade

A maior vulnerabilidade dos países “emergentes” à instabilidade sistêmica que caracteriza o ambiente de globalização financeira está associada à sua posição subordinada e periférica¹ no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, que é um sistema hierárquico. Em outras palavras, essa maior vulnerabilidade decorre das assimetrias monetárias e financeiras desse sistema, que tem uma natureza centro-periferia. Essas assimetrias, cujas duas dimensões são relacionadas e imbricadas, explicam a maior vulnerabilidade dos países “emergentes” à volatilidade intrínseca aos fluxos recentes de capitais, bem como a tendência ao endividamento em moeda estrangeira. Esses dois fatores resultam, por sua vez, em descasamento de moedas e em *feedbacks* recíprocos entre crises cambiais e bancária, que explicam o caráter predominantemente gêmeo das crises financeiras nesses países, ao contrário do que ocorre nos países centrais (Prates, 2002). Nesse sentido, é essencial compreender a dimensão hierárquica e assimétrica do sistema monetário e financeiro internacional que emerge a partir do colapso dos acordos de Bretton Woods.

No sistema atual, o dólar constitui o núcleo do sistema hierarquizado – ou seja, é a moeda-chave - a partir do qual se posicionam, de forma também hierarquizada, as outras moedas: em primeiro lugar, as moedas conversíveis², emitidas pelos demais países centrais, e, em segundo lugar, mais distantes do núcleo, as moedas não-conversíveis, emitidas pelos países periféricos (Carneiro, 1999).

Na hierarquia de moedas, somente o dólar, enquanto moeda-chave do sistema monetário internacional desempenha integralmente essas três funções e, assim, tem o maior grau de conversibilidade. O dólar é a moeda utilizada, preponderantemente, nas transações monetárias

¹ A posição subordinada no sistema monetário e financeiro internacional é reflexo da posição periférica no sistema capitalista mundial, que tem como traços determinantes a fragilidade cambial e financeira externa, a natureza dinamicamente dependente do sistema produtivo e a subordinação político-militar (Cardoso de Mello, 1997).

² O conceito de conversibilidade refere-se à aceitação das moedas nacionais como meio de pagamento, unidade de conta e de denominação dos contratos, e ativo de reserva no sistema monetário internacional. Em outras palavras, uma moeda nacional é totalmente conversível se é capaz de desempenhar em âmbito internacional as três funções da moeda. Contudo, existem diferentes graus de conversibilidade.

(meio de troca) e financeiras (unidade de denominação dos contratos), bem como é o ativo mais líquido e seguro e, assim, mais desejado pelos agentes como ativo de reserva e “receptáculo” da incerteza, estruturalmente mais elevada e volátil no contexto atual tanto em função da instabilidade do sistema monetário internacional após o colapso de Bretton Woods como da dinâmica da globalização financeira, ditada pela predominância da lógica especulativa sobre a produtiva, como explicitado anteriormente. As moedas dos demais países centrais também são utilizadas como meio de denominação dos contratos em âmbito internacional - sendo, assim, esses países são capazes de emitir dívida externa denominada na própria moeda - e são demandadas, de forma secundária, como ativo de reserva nos portfólios dos investidores estrangeiros. Já as moedas dos países periféricos não são conversíveis. Ao contrário dos países centrais, esses países, de forma geral, não são capazes de emitir dívida externa denominada na própria moeda.

Em relação à função reserva de valor, as moedas “periféricas” não são capazes de cumprir o papel de “receptáculo” da incerteza em âmbito mundial, estruturalmente mais elevada no contexto atual devido às características do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo. Segundo Prates (2002), a principal manifestação dessa não-conversibilidade, especificamente no que se refere à função reserva de valor, são os diferentes prêmios de risco atribuídos às moedas, que decorre da regra de formação das taxas de juros no sistema monetário e financeiro internacional, desfavorável para os países não-emissores da divisa-chave e, sobretudo, para os “emergentes”.

O caráter assimétrico também se refere ao fato de que o *status* dos países em desenvolvimento em termos das grandes aplicações financeiras internacionais é inferior em dois sentidos complementares: o das dimensões relativas e o dos determinantes dos fluxos. Como destaca Biancarelli (2008), o fato de ser destinada aos países emergentes uma parcela muito reduzida, até marginal, das grandes carteiras dos aplicadores globais é outro modo de ver o fenômeno histórico do *rich-to-rich affair*, que não sofre grandes alterações na época da globalização: essas economias não figuram entre os destinos preferenciais para a diversificação dos portfólios globais. São, no limite, oportunidades para ganhos extraordinários sujeitos a riscos maiores do que nos mercados centrais – o que exige um comprometimento menor do estoque total da riqueza em busca de valorização. Entre outras implicações, a participação marginal significa que, em momentos de aversão ao risco e necessidade de recomposição de perdas em

quaisquer outros mercados, essa parcela reduzida tende a sofrer fortes movimentos de realização de lucros. A posição inferior em termos relativos conserva, ainda, uma assimetria em si mesma: se pequeno diante dos totais aplicados mundo afora, o montante de recursos destinados a cada um dos países periféricos tende a ser muito significativo diante das necessidades, da própria dimensão das economias receptoras e de seus mercados financeiros domésticos. Como resultado, há grandes efeitos dinamizadores e perigosos excessos no período de abundância, e fortes constrangimentos nos momentos de saída.

O volume e a direção desses fluxos são determinados, principalmente, por fatores externos a esses países (em desenvolvimento), tanto conjunturais – a fase do ciclo econômico e o patamar das taxas de juros do país emissor da moeda-chave e, em menor medida, dos demais países centrais, que determinam o estado de liquidez dos mercados financeiros internacionais – quanto estruturais – a nova dinâmica financeira internacional, ou seja, a globalização financeira. Como destaca Ocampo (2001), enquanto o centro gera os choques globais (em termos de fluxos de capitais, termos de troca etc.), sendo *business-cycle makers*, os países em desenvolvimento (a periferia) são *business-cycle takers*.

A posição do dólar como moeda-chave ancorou-se, após o colapso do acordo de Bretton Woods, no poder financeiro dos Estados Unidos, associado à importância das instituições financeiras americanas (grandes bancos e investidores institucionais) e à dimensão do seu mercado financeiro doméstico (Helleiner, 1994). Essa hegemonia financeira, por sua vez, foi reforçada pelo choque de taxa de juros de 1979, que inaugurou a política do “dólar forte”, bem como pela desregulamentação e/ou liberalização financeira implementada no final dos anos 70, medidas que marcaram o que Tavares (1997) denominou “retomada da hegemonia americana”. Retomada porque, nos anos 1970, observou-se um crescente questionamento da posição do dólar como moeda-chave do sistema, reflexo da fragilização da liderança tecnológica e comercial dos Estados Unidos.

A emergência do ambiente de livre mobilidade de capitais foi, por sua vez, o determinante em última instância do colapso do regime de paridade fixa, substituído por um regime de câmbio flutuante ou flexível. Essas duas dimensões estão intrinsecamente relacionadas: a tendência de aumento da flexibilidade cambial constitui uma consequência inevitável da crescente mobilidade de capitais. Essa mobilidade só é compatível com um regime cambial alternativo ao flutuante

(câmbio fixo ou administrado) se a autonomia da política econômica doméstica é utilizada como variável de ajuste. Tal situação foi a que prevaleceu durante o padrão libra-ouro, quando o grau limitado de democracia, de politização e de sindicalização ampliava o raio de manobra da política monetária no sentido de priorizar absolutamente a defesa da estabilidade externa (ou seja, do padrão-ouro) como meta de política econômica, em detrimento da estabilidade interna (isto é, da manutenção do nível de emprego e de crescimento).

É importante esclarecer o papel desempenhado pelo dólar nesse ambiente, ou seja, no sistema monetário e financeiro internacional pós-Bretton Woods, mais especificamente depois de 1979, quando os Estados Unidos, a partir da política do “dólar forte”, restabelecem unilateralmente a posição do dólar como moeda-chave. O dólar, enquanto moeda financeira, torna-se referência obrigatória na medida em que a dívida pública americana se expande, convertendo-se em principal ativo financeiro demandado enquanto reserva de valor da riqueza financeira global.

Como salienta Prates (2002), a denominação em dólar nas operações plurimonetárias exerce três funções primordiais para o capital internacional: fornece liquidez instantânea em qualquer mercado; garante segurança nas operações de risco; e serve como unidade de conta da riqueza financeira virtual, presente e futura. Ou seja, o dólar passa a representar a moeda financeira de origem pública capaz de cumprir o papel de denominador comum da riqueza financeira global. E os títulos da dívida pública americana consolidam sua posição como refúgio seguro nos momentos em que a confiança dos investidores globais é abalada.

“Essa é a novidade que caracteriza o novo quadro mundial e que permite aos Estados Unidos assumirem o comando das principais alavancas do poder capitalista. Ao impor ao mundo a soberania do dólar (e de um dólar desvinculado do ouro), a economia americana passou a uma situação em que não está mais sujeita a restrições de balanço de pagamentos. Pode com isso importar livremente e, dessa forma, reestruturar seu parque industrial, praticando déficits comerciais gigantescos: o problema é do resto do mundo. Pode adotar as estratégias que bem entender, tendo em vista a manutenção de seu crescimento interno, desconhecendo – se assim o quiser – os problemas que cria para seus parceiros; estes que se ajustem como puderem. E, diante de qualquer ameaça externa, pode reativar a fórmula mágica salvadora, elevando a taxa de juros e fazendo

refluir para os ativos denominados em dólar a riqueza líquida espalhada pelo mundo.”
(Teixeira, 2000: 9-10).

Essa condição introduz novas fontes de instabilidade no sistema, pois a política monetária americana também está subordinada à necessidade de rolagem da dívida pública e do déficit em conta corrente correntes e de sustentação do valor do dólar (dado o seu papel de moeda-chave), que pode entrar em contradição com a estabilidade dos mercados globalizados. As eventuais inconsistências entre os objetivos internos e externos dessa política resultam numa incerteza em relação à trajetória das taxas de juros e de câmbio americanas que, por força da sua posição central no sistema, se transmite aos demais países centrais e periféricos (Carneiro, 1999).

O exercício da política econômica por parte do emissor da moeda reserva livra-se de quaisquer limitações externas e passa a ser pautada apenas por objetivos domésticos. Como não se coloca mais a desconfiança em relação ao “real valor” desta divisa, esta economia pode passar a incorrer em déficits sistemáticos em conta corrente (ou seja, devedor crescente) sem maiores contestações. E a própria flutuação da taxa de câmbio central não representa grandes problemas, já que boa parte das suas importações é denominada em sua própria moeda. É uma situação nova, em que os privilégios da economia central ampliam-se consideravelmente (Serrano, 2002).

Ademais, a imprevisibilidade da evolução das taxas de câmbio estimulou a especulação nos mercados de câmbio e os fluxos de capitais de curto prazo, que, por sua vez, acentuaram ainda mais a volatilidade dos mercados de divisas. Como ressalta Carneiro (1999), a não-convergência das taxas de juros em moedas distintas, que reflete a persistência dos diferentes riscos de país, e as flutuações das taxas de câmbio, somadas, torna mais imprevisível as trajetórias das taxas de juros domésticas.

Além de não terem condições de escapar da regra de formação da taxa de juros do sistema, em períodos de normalidade, dado o ambiente de livre mobilidade de capitais, em períodos de abundância ou escassez de recursos, os países em desenvolvimento não têm graus de liberdade para adotar políticas anticíclicas, que atenuariam os impactos dos fluxos de capitais sobre o desempenho econômico doméstico. Já os países centrais têm um maior grau de autonomia de política econômica (obviamente menor que o país emissor da moeda-chave) exatamente em função da natureza conversível de suas moedas, que possibilita a utilização da política monetária para manejar o ciclo econômico doméstico (mas em menor grau que o país

emissor da moeda-chave). Como mencionado acima, no caso desses países, a fixação de taxas de juros internas abaixo daquela estabelecida pelo mercado não implica fuga da moeda nacional. Nos termos de Ocampo (2001), o centro tem maior autonomia de política, sendo assim *policy making* – com variações entre as economias em questão – e a periferia é essencialmente *policy taking*.

Assim, a configuração do sistema monetário internacional, ancorada no dólar “flexível, financeiro e fiduciário”, é marcada por uma instabilidade intensa, que resulta numa incerteza estrutural quanto à evolução dos preços-chave (taxas de câmbio e de juros). Ao lado da natureza contemporânea da moeda-chave, principalmente sua dimensão fiduciária, e do caráter devedor líquido dos Estados Unidos, essa incerteza decorre, igualmente, das demais características do sistema, isto é, do regime de câmbio flutuante e da livre mobilidade de capitais.

1.2. Inovações financeiras enquanto instrumento catalisador da instabilidade

Nesse ambiente de incerteza estrutural no tocante à evolução dos preços-chave está na origem do mercado de derivativos financeiros. O sistema de câmbio flutuante, associado à crescente mobilidade dos capitais, aumentou o risco de todas as transações comerciais e financeiras realizadas em divisas e, por conseguinte, a demanda de *hedge* pelos agentes que participam do mercado monetário e financeiro internacional, como as empresas multinacionais e as instituições financeiras. Mas se, por um lado, esses instrumentos surgiram com o objetivo de fornecer *hedge* contra as variações das taxas de câmbio e de juros, permitindo o gerenciamento da instabilidade desses preços-chave (mediante contratos futuros, a termo ou de opções), por outro lado, os mercados de derivativos financeiros expandiram o espaço para a especulação nos mercados financeiros e introduziram novos riscos em âmbito macroeconômico.

Esse papel dual dos derivativos financeiros salientado acima se manifestou ainda mais nos anos 80, quando ocorreu uma proliferação de inovações financeiras, com destaque para o surgimento de novos derivativos financeiros. Essa proliferação foi impulsionada pelas políticas de desregulamentação e abertura financeiras dos países centrais e pelo avanço dos processos de securitização das dívidas e de institucionalização das poupanças já destacados, que resultaram na consolidação da globalização financeira.

Como ressaltam Guttman e Flihon (2008), o capitalismo contemporâneo é conduzido pelas finanças, uma vez que é, em grau sem precedentes, controlado por uma comunidade sempre

crescente de investidores financeiros suprindo fundos a devedores que buscam acelerar seu crescimento por meio de endividamento adicional. Ao sinalizar o acesso a fundos de terceiros, o endividamento permite que seus usuários separem o gasto da renda e operem em uma escala maior do que fariam de outro modo. Nossa crescente dependência do financiamento via endividamento é bastante facilitada pelo ritmo acelerado da inovação financeira. Menos limitada pela tecnologia do que a inovação industrial, a inovação financeira depende mais da capacidade humana de engendrar novas promessas, torná-las reivindicações legalmente exequíveis de parte da receita futura de alguém e, finalmente, organizar mercados onde possam ser negociadas com ganhos. Esse tipo de atividade (planejamento e levantamento de fundos) tem baixos custos irrecuperáveis, porém, pelo mesmo motivo, pode ser facilmente copiado por outros. Seu ciclo de vida relativamente curto viabiliza tanto um ritmo acelerado quanto um viés para customização, o que torna tais inovações no sistema de crédito menos facilmente copiáveis, como está especialmente manifesto hoje nos produtos financeiros estruturados ou na gestão da riqueza privada. As principais inovações financeiras, notavelmente os derivativos (*e.g.* contratos futuros, opções) e produtos de securitização (títulos lastreados em hipotecas, obrigações colateralizadas por dívidas), nos levaram a empregar dez, doze, talvez quinze dólares em transações puramente financeiras para cada dólar do comércio e da produção por trás das mesmas. Essa multiplicação de registros acomoda uma ampliação igualmente impressionante da comunidade de investidores, conseqüência da acumulação de riqueza por parte de mais agentes e testemunho adicional da atração irresistível que as fontes de receita financeira exercem por serem de obtenção mais fácil que os lucros industriais, alugueis, ou quaisquer outros rendimentos provenientes da propriedade do capital. A propagação de investidores e mercados financeiros é um acontecimento global. Em relação às instalações e equipamentos usados como meios de produção ou ao trabalho, é muito mais fácil movimentar dinheiro internacionalmente. Assim, o capital financeiro é inerentemente a forma mais móvel de capital, especialmente quando grande parte da transferência de fundos e das atividades de negociação de títulos for movimentada on-line, no ciberespaço. A organização cada vez mais transnacional das instituições e mercados financeiros é a ponta de lança do processo de globalização mais amplo que já remodelou fundamentalmente nosso sistema econômico.

Assim, nesse ambiente e como conseqüência dessa estruturação financeira, a crise que eclodiu em meados de 2007, com a elevação da inadimplência e da desvalorização dos imóveis e dos ativos relacionados às hipotecas americanas de alto risco (*subprime*), assumiu dimensões

sistêmicas após a falência de várias instituições bancárias e não-bancárias. A desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se espalhou, resultando em movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito, em âmbito global.

No próximo capítulo é apresentada uma breve contextualização histórica e se faz uma análise sucinta dos dados que comprovam e reforçam a hipótese aqui exposta.

Capítulo 2: História e dados

2.1 Breve histórico

Depois do colapso do padrão-ouro e do sistema bancário norte-americano no início da década de 1930, o New Deal de Roosevelt introduziu reformas monetárias – em especial o *Glass-Steagall Act* de 1933 e o *Bank Act* de 1935 – que proporcionaram à economia americana uma moeda elástica e um sistema bancário seguro. O novo sistema tornou-se um pilar do boom do pós-guerra. Ao permitir a criação de moeda através da extensão do crédito, o sistema bancário ficou em posição de financiar o rápido crescimento econômico. Uma parte desse *funding* assumiu a forma de empréstimos bancários. Além disso, os bancos auxiliaram mais indiretamente os devedores comprando seus títulos – do tesouro, municipais ou debêntures. Não obstante esses dois canais alternativos de *funding*, pode-se caracterizar esse contínuo financiamento do gasto excedente a partir da emissão de dívida (e sua monetização automática) pelo sistema bancário, como *economia do endividamento* (Guttmann & Flihon, 2008).

A capacidade desse sistema de gerar uma oferta constante de crédito barato ajudou os governos a incorrerem em déficits orçamentários crônicos e as empresas a adotarem tecnologias de produção em massa. A extensão internacional da economia do endividamento, abordada na Conferência de Bretton Woods em 1944, permitiu que outras nações industrializadas alcançassem os Estados Unidos por meio de uma transferência sistemática de capital deste país para as primeiras durante as décadas de 1950 e 1960. As taxas de câmbio fixas de Bretton Woods complementaram um viés doméstico de baixas taxas de juros, oferecendo assim uma combinação de preços da moeda promotora do crescimento. As políticas macroeconômicas keynesianas expansionistas puderam florescer em tal regime monetário, seja pela promoção de gastos governamentais mais elevados, pela diminuição dos impostos, pelo aumento dos gastos privados com investimento, ou por uma combinação desses. Foram fornecidos a ambos os setores, público e privado, fundos abundantes para manter a elevação contínua nos níveis de endividamento, sustentando a aceleração dos gastos.

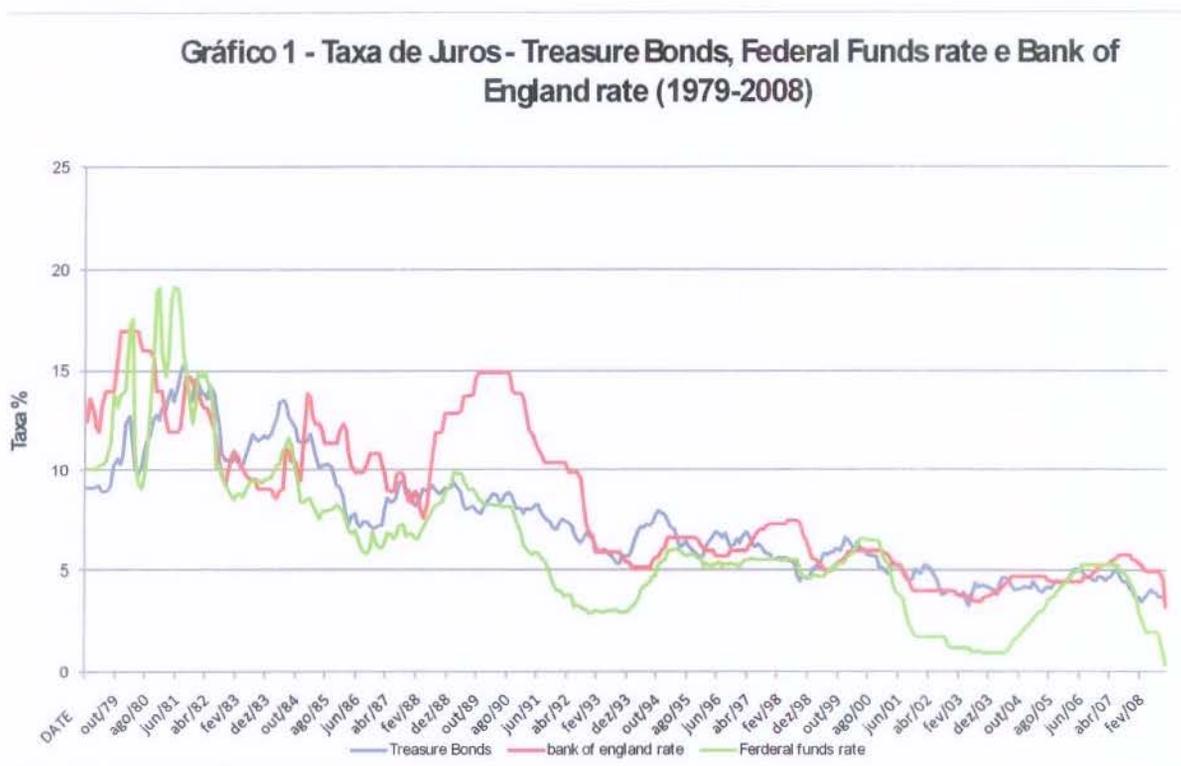
Esse cenário promissor desapareceu depois de 1969 quando a economia dos EUA enfrentou uma década de crescimento bem mais lento e de aceleração da inflação. Essa combinação, conhecida como *estagflação*, alimentou uma espécie de espiral dívida-inflação e expôs a necessidade de mudanças regulatórias abrangentes nos sistema monetário e bancário para

conseguir colocar as pressões inflacionárias sob controle no início da década de 1980 – notavelmente, um movimento em direção às taxas de câmbio flutuantes, depois de 1973, e à desregulação das taxas de juros, depois de 1979. Essas mudanças na determinação dos preços da moeda foram apenas os primeiros passos de uma desregulação mais ampla do sistema bancário, primeiro nos EUA (pelos *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*, de 1980, *Depository Institutions Act*, de 1982 e, finalmente, *Financial Services Modernization Act*, de 1999), depois também na UE (pela *Second Banking Directive* de 1989). Comprometidos com a mudança na política monetária para uma ênfase monetarista na estabilidade de preços, os governos dos EUA e EU tomaram uma decisão deliberada de alterar as relações de poder no sistema de crédito de um viés pró-devedor para outro pró-credor. Ao mesmo tempo, essas reformas nos sistema monetário e bancário impuseram uma dolorosa desinflação aos devedores sobre-endividados. O vetor essencial dessa mudança, taxas de juros “reais” (ajustadas pela inflação) recedes por mais de uma década, fomentou a reestruturação industrial em escala significativa. As altas taxas de juros compeliram as empresas a tomarem decisões de investimento mais prudentes, reduziram seus horizontes de investimento (encorajando, em última instância, a ênfase na alta tecnologia e na acumulação de ativos financeiros), estimularam a gestão financeira centralizada, e colocaram mais pressão na manutenção dos custos de mão-de-obra sob controle. Mudanças institucionais nas modalidades de determinação dos salários, que culminaram no enfraquecimento dos sindicatos, dos procedimentos de negociação coletiva e das restrições à contratação e demissão nas leis trabalhistas, facilitaram para as empresas reassumir o controle dos custos de mão-de-obra e diminuir o ritmo dos aumentos salariais. Como esses esforços de reorganização tiveram o efeito desejado de eliminar as pressões inflacionárias, foi possível que as taxas de juros caíssem (no início da década de 1990) e permanecessem baixas por aproximadamente 15 anos (Guttmann e Flihon, 2008).

A globalização financeira pode ser caracterizada por três ondas de liquidez. A primeira nos anos 1970, quando os petrodólares fluíram para os mercados financeiros em crescente desregulamentação e os bancos financiaram os países em desenvolvimento; ela finda com a crise da dívida externa dos países em desenvolvimento. A segunda onda, na década de 1990, sob forma de crescentes investimentos de portfólio e direto, e que reverteu com a crise dos países asiáticos em 1997 e a da Rússia em agosto de 1998. A terceira, entre 2003 e 2008, quando, acompanhando a melhora dos fundamentos macroeconômicos nos países em desenvolvimento e o crescimento da

economia global, bem como a persistência de baixas taxas de juros (ver Gráfico 1), observou-se uma retomada dos fluxos de capital privado para os emergentes até meados de 2008 – período que se pretende aqui analisar.

Assim, desde os anos 1970, o mundo observa a expansão extraordinária da massa de riqueza financeira na onda de globalização financeira sob a égide do dólar e do sistema financeiro americano. A nova configuração monetária observada passa a estar vinculada ao que se denomina “poder financeiro” do dólar, materializado pelo tamanho, profundidade, sofisticação e diversidade de maturidades do mercado financeiro dos Estados Unidos, com destaque absoluto para os títulos do Tesouro como lastro do sistema. E esse poderio só foi de fato restaurado com a elevação nas taxas de juros realizada por Paul Volcker em 1979 e a brutal expansão da dívida pública americana.



Fonte: Elaboração própria com dados do Fed e do Bank of England

No sistema monetário internacional que emergiu após a ruptura do sistema de Bretton Woods, e se consolidou com a retomada da hegemonia americana, a hierarquia de moedas revelou-se ainda mais assimétrica, em função do caráter fiduciário da moeda-chave, que garante aos Estados Unidos um grau de liberdade quase ilimitado na gestão das suas políticas cambial, monetária e fiscal. As demais características desse sistema – câmbio flexível e livre mobilidade

de capitais – reforçaram essa autonomia e, ao mesmo tempo, imprimiram ao sistema uma instabilidade intrínseca, que atingiu de maneira perversa os países emissores de divisas inconvertíveis.

Isso porque os emissores de moeda não-convertível estão sujeitos às duas assimetrias intrinsecamente vinculadas e explicitadas no capítulo anterior. À assimetria monetária, que se refere à natureza hierárquica do sistema monetário internacional, sobrepõe-se a assimetria do sistema financeiro internacional, a qual possui duas dimensões. A primeira refere-se aos determinantes dos fluxos de capitais direcionados para os países emergentes; esses fluxos dependem, em última instância, de uma dinâmica exógena a esses países, que estão permanentemente vulneráveis à sua reversão, decorrente seja de mudanças na fase do ciclo econômico e/ou na política monetária dos países centrais, seja do aumento da preferência pela liquidez dos investidores globais. A segunda dimensão diz respeito à sua inserção marginal nos fluxos de capitais globais (Cintra e Prates, 2008).

2.2. Fluxos de capitais e emergentes – última onda de liquidez antes da crise sistêmica

2.2.1. Antes da Crise

Segundo o 79º Relatório Anual do *Bank for international Settlements*, antes do início da crise, o crescimento dos PEDs foi muito forte, entretanto a estrutura deste crescimento engendrou algumas das causas de seu recente abrandamento. De 2003 até meados de 2008, a maior parte das economias emergentes experimentou um robusto crescimento orientado pelas exportações, associado com o aumento da poupança bruta e um ambiente que atraiu grandes influxos de capital. As reservas de divisas se acumularam em uma escala sem precedentes e a integração econômica e financeira com as economias avançadas avançou rapidamente, tornando-se mais complexa. Em particular, a integração global das cadeias de produção fez com que muitos PEDs se tornassem mais dependentes de exportações do que tinham sido na década anterior e antes. Além disso, os mercados financeiros das economias emergentes tornaram-se mais estreitamente integrados com os das economias avançadas e delas dependem como fonte de oportunidades de investimento ou, em alguns casos, para o financiamento externo. Na análise que procede, serão utilizados dados do BIS.

Para os mercados emergentes como um todo, o crescimento real do PIB acelerou de 6% ao ano durante 1992-96 (período que antecedeu a crise asiática) para uma média de 7,4% ao ano

durante 2003-2007. Grande parte dessa aceleração do crescimento veio de ganhos de eficiência produtiva que refletem o aumento da concorrência e os *spillovers* tecnológicos associados ao aumento das exportações. Na China e na Índia, em particular, a razão exportações sobre PIB foi 100% maior em 2007 do que a média de 1992-96. Nas demais economias emergentes da Ásia, as exportações aumentaram de níveis já elevados para cerca de 75% do PIB em 2007, e nos países da Europa oriental para mais de 40% do PIB.

A crescente importância das exportações para a economia dos países emergentes levou a uma mudança significativa na estrutura do investimento fixo. No Brasil, China, Índia, Coreia e Polônia, a média por país de investimento bruto em capital fixo nos *tradable sectors* (agricultura, mineração e indústria) aumentou 3,2 pontos percentuais entre 2003 e 2007, o equivalente a 39% do total do investimento fixo. Em comparação, na primeira metade da década de 1990 a indústria de *tradables* correspondia acerca de 28% do total do investimento fixo na China (contra 36% em 2003-07); e acerca de 19% no Brasil (contra 56% em 2003-06). E embora os PEDs tenham se tornado mais importantes no comércio global, eles também foram se tornando uma fonte fundamental de poupança em âmbito global. Em termos brutos, a participação dos países emergentes na poupança global passou de 25% em 1992-96 para 30% em 2003 e 40% em 2007. Em comparação, a quota do PIB mundial concernente aos emergentes não cresceu tão rapidamente, passando de 21% em 1992-96 para 31% em 2007. A relação entre poupança e investimento diferiu notadamente entre os PEDs no período 2003-07. Na China, a poupança bruta excedeu investimento bruto por uma grande margem: a taxa de poupança chegou a 58% do PIB em 2007, embora a China tenha mantido uma das mais elevadas taxas de investimento no mundo (44% do PIB em 2007). As empresas retiveram uma parcela crescente dos lucros, e as famílias elevaram sua poupança em parte como forma de precaução contra a diminuição de segurança social. A Índia também observou um aumento acentuado na taxa de poupança, mas o ganho foi mais que compensado pelo aumento da taxa de investimento. Outras economias emergentes da Ásia apresentaram apenas um modesto aumento das taxas de poupança e investimento entre 2003 e 2007, sendo que ambos ficaram abaixo dos níveis anteriores à crise asiática. Em contrapartida, na Europa oriental (bem como na África do Sul), investimento bruto ultrapassou a poupança bruta por uma larga margem, resultando em déficits em conta corrente de 5-7% do PIB para a região como um todo. Esses déficits foram financiados pelos relativamente grandes influxos de capital privado.

Finalmente, como complemento ao papel crescente dos PEDs no comércio e na poupança globais, os seus setores financeiros apresentaram uma rápida integração com os das economias avançadas. A carteira de investimento privado estrangeiro em ativos financeiros de mercados emergentes e os empréstimos *cross-border* pelos bancos de economias avançadas aumentaram significativamente no período anterior à crise atual. A entrada bruta de capitais privados para os emergentes, assim, passou de 4% do seu PIB combinado em 2003 para 10,7% em 2007, comparado com um aumento de 4,7% para 5,7% do PIB entre 1992 e 1996. Ao mesmo tempo, empresas do Brasil, China, Índia, Coreia, Rússia e de vários outros PEDs tornaram-se grandes investidores diretos em muitas economias avançadas e em desenvolvimento. Além disso, a China, os países exportadores de petróleo e vários outros países em desenvolvimento investiram parte de suas reservas oficiais (incluindo os investimentos através dos fundos soberanos) em títulos e ações de economias avançadas. As saídas brutas de capital privado dos PEDs aumentaram de 2,3% para 7,3% do PIB entre 2003 e 2007, em comparação com um aumento de 1,5% a 2,5% com relação ao PIB entre 1992 e 1996.

Maiores influxos de capital juntamente com grandes superávits em conta corrente levaram a uma forte pressão de valorização sobre muitas moedas de mercados emergentes. Até 2007, preocupações com a valorização levaram a significativas e prolongadas intervenções nos mercados cambiais, o que resultaram em grandes aumentos nas reservas cambiais. As reservas estrangeiras nas maiores economias em desenvolvimento tiveram crescimento acelerado de US\$ 0,3 trilhões em 2003 para mais de US\$ 1 trilhão em 2007, um montante sem precedentes, mas que desacelerou consideravelmente em 2008, caindo para um crescimento de US\$ 0,4 trilhões (com destaque para a participação da China). As reservas estrangeiras diminuíram drasticamente em vários países em desenvolvimento após atingir picos em 2008.

As reservas cambiais dos emergentes situavam-se em mais de US \$ 4,3 trilhões em janeiro de 2009. Até o primeiro semestre de 2008, grande parte da acumulação de reservas estrangeiras foi associada com o aumento da liquidez que foram compensadas via esterilização ou pela venda de títulos públicos. Em suma, o ambiente financeiro estava relativamente estável, como reflexo das baixas taxas de juros reais e do rápido crescimento do crédito bancário ao setor privado. As taxas de juros reais na Ásia e na América Latina caíram, entre 2001 e 2005, para perto de zero ou menor, embora posteriormente já tenham se elevado novamente. O crescimento do crédito de bancos domésticos ao setor privado nos países em desenvolvimento ficou em média

CEDOC - IE - UNICAMP

acima de 23% ao ano em 2006 e 2007, com aumentos especialmente rápidos observados na América Latina (30%), Europa oriental (24%) e Rússia (cerca de 50%). E Apesar de crédito ter se contraído significativamente até ao final de 2008, manteve-se perto de 20% ou mais na América Latina, Índia, Indonésia, Europa oriental e Rússia. Um fator importante por trás do aumento da liquidez foi a baixa das taxas de juros em economias avançadas. Em decorrência, muitos PEDs estavam relutantes em aumentar as taxas de juros para conter as pressões inflacionárias em 2007 e 2008, devido à preocupação de que taxas mais elevadas iriam atrair mais fluxos de capitais e consequentemente acentuar as pressões de apreciação da moeda.

2.2.2. Peculiaridade do ciclo recente

O ciclo de liquidez que finda em meados de 2008 apresentou uma peculiaridade: um movimento nos fluxos de capitais de saída líquida de recursos dos países em desenvolvimento (particularmente da Ásia) para os países desenvolvidos, por dez anos consecutivos até a eclosão da crise *Subprime* (ver Tabela 1). Esse movimento no qual os países emergentes tornam-se emprestadores líquidos no mercado internacional de capitais pode ser explicado também pela necessidade constante que esses países, emissores de moeda não-conversível, têm de acumular divisas em dólar a fim de evitar aquilo que Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) chamaram de *Original Sin, Currency Mismatches e Debt Intolerance*, ou seja, constrangimentos decorrentes da inconversibilidade de suas moedas dada sua posição inferior na pirâmide de moedas e as assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional, como explicitado no capítulo anterior.

Tabela 1

Transferências líquidas de recursos financeiros para economias em desenvolvimento e em transição, 1996-2008, em bilhões de dólares

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Economias em desenvolvimento	20.6	-4.1	-37.6	-118.9	-185.4	-154.5	-200.3	-295.8	-365.4	-545.4	-720.8	-773.3	-933.4
África	-8.4	-7.0	13.0	2.5	-31.4	-16.6	-5.1	-19.6	-36.4	-64.7	-78.8	-67.0	-125.9
África Sub-Saariana	5.2	7.0	11.9	9.1	3.0	7.2	4.5	5.8	2.5	0.3	-8.4	-6.0	-28.6
Sudeste asiático	18.9	-31.1	-128.0	-137.2	-119.8	-116.5	-145.0	-170.4	-177.7	-254.7	-375.2	-485.9	-431.9
Ásia Ocidental	10.6	11.5	34.2	6.7	-31.4	-24.4	-19.7	-44.0	-70.7	-136.7	-158.0	-144.9	-315.6
América Latina e Caribe	-0.5	22.4	43.1	9.1	-2.8	3.0	-30.4	-61.8	-80.6	-89.4	-108.8	-75.5	-60.0
Economias em transição	-8.7	1.6	0.7	-25.1	-51.5	-33.2	-28.6	-39.2	-63.3	-100.7	-124.6	-101.1	-171.2

Fonte: UN/DESA, baseado on IMF, World Economic Outlook Database, outubro 2008; e IMF, Balance of Payments Statistics

A inversão dos fluxos líquidos de capitais internacionais ocorre a partir de 1998, quando o conjunto dos países em desenvolvimento passa a mostrar superávits em conta corrente, sob a liderança dos países asiáticos e exportadores de petróleo. Apenas os países em transição (Europa

Central e Oriental) ainda apresentam déficits em conta corrente, cujo financiamento tem sido apoiado pelo processo de integração na área do euro. A experiência dos países asiáticos parece indicar que a obtenção de saldos comerciais expressivos e a acumulação de reservas – mediante saldos comerciais elevados e não pela contratação de novas dívidas – atende a demanda por liquidez em moeda forte e assegura a estabilidade da taxa de câmbio em condições normais de volatilidade e incerteza. Entretanto, com o advento da crise os países emergentes perderam parte significativa das reservas e tiveram que desvalorizar suas moedas nacionais, ressaltando que a instabilidade é intrínseca à configuração atual do SMFI e, portanto, não há como evitar a transmissão de uma crise do centro do sistema capitalista para a periferia.

2.2.3. Canais de transmissão para os países em desenvolvimento

A realidade econômica das economias em desenvolvimento se deteriorou frente ao cenário internacional pela via financeira e pela via comercial após a sistematização da crise. Pela via financeira os países em desenvolvimento foram afetados à medida que o crédito se contraiu abruptamente e os fluxos de capitais internacionais se reverteram. E pela via comercial, os efeitos se mostraram com a queda dos preços das *commodities* e contração da demanda global.

Em relação ao canal financeiro, observa-se o aumento das remessas de lucros pelas empresas e bancos, a redução das transferências unilaterais, a diminuição do fluxo de Investimento direto externo, a saída dos investimentos de portfólio, a interrupção das linhas de crédito comercial e a forte contração dos empréstimos bancários. No que tange o canal comercial, percebe-se a reversão da tendência de elevação dos preços das *commodities*, esfacelando os termos de troca dos países exportadores destes produtos. Além disso, houve uma queda acentuada do comércio internacional, afetando o quantum exportado pelos PEDs. Antes da crise, os países em desenvolvimento se beneficiavam com a subida dos preços das *commodities*, pelo aumento das receitas de suas exportações e conseqüente acúmulo de reservas dado o superávit comercial. Com a crise houve uma queda generalizada das importações dos países desenvolvidos liderada pelos Estados Unidos que conseqüentemente acarretou na queda das exportações dos PEDs. Assim a queda dos preços das *commodities* significou, por um lado a deterioração da balança comercial dos países em desenvolvimento, e por outro, a redução do déficit comercial americano.

Os efeitos da crise têm se mostrado, até o momento – julho de 2009 –, bastante persistentes apesar de já apresentarem sinais de arrefecimento, pois não só os fluxos financeiros

líquidos dos emergentes que sustentavam o “desequilíbrio” e a euforia das economias centrais (EUA, notadamente) se reduziram, mas houve forte contração dos níveis de comércio e desaceleração da economia mundial como um todo.

Diferentemente da crise latino americana dos anos 1980 e asiática dos 1990, a Crise Sistêmica teve origem no âmago do capitalismo, a partir do qual se espalhou para o restante do sistema contaminando principalmente via mercado financeiro para os países em desenvolvimento. E apesar dos efeitos da crise terem sido generalizados sobre os países em desenvolvimento, são notáveis as diferenças de modo e intensidade do “contágio”. Essas diferenças decorrem principalmente da forma de inserção desses países na globalização financeira, a partir da estratégia de desenvolvimento adotada. Quanto mais dependentes eles foram do dinamismo externo como centro motriz de seu crescimento, renda e emprego, mais perversos e duradouros são os efeitos da crise e maiores as dificuldades de superação.

O canal comercial afeta de forma distinta os PEDs, segundo sua pauta comercial (mais ou menos intensiva em commodities) e a dependência de sua dinâmica interna à demanda externa. Por outro lado, o canal financeiro afeta distintamente os PEDs segundo sua estratégia de desenvolvimento passada, ou seja, os países cuja estratégia dependeu mais da poupança externa sofrerão mais com a crise (como o leste europeu); por outro lado os países que se apoiaram mais na concepção keynesiana de poupança *ex-post* com uso da demanda externa para gerar investimento sofrerão menos com o canal financeiro. Outro ponto é que os países em desenvolvimento que se inseriram na Globalização, sobretudo, pela conta de Capitais realizando ampla e profunda liberalização financeira, serão mais afetados pelo canal financeiro. Por outro lado, os países que se inseriram na Globalização pela conta corrente, concentrando-se na liberalização comercial serão obviamente mais afetados via o canal comercial.

2.2.4. hipótese heterodoxa: a confirmação com a crise

Trata-se aqui de relacionar a evolução das finanças internacionais para um quadro de crise (que se inicia no centro e que, portanto, **tem** de necessariamente se espalhar para a periferia), como consequência inerente a um sistema monetário e financeiro **hierárquico e assimétrico** tal como definido do capítulo 1.

A liquidez observada até meados de 2008 esteve relacionada com a manutenção de baixas taxas de juros nas principais áreas monetárias – dólar, euro, franco suíço – a fim de facilitar a

digestão do processo de desvalorização dos ativos financeiros ocorrido após março de 2000, a partir da crise das ações de empresas de tecnologia negociadas na Nasdaq, quando as chamadas operações *carry trades* ganharam papel de destaque no cenário internacional. Os investidores passaram a tomar recursos emprestados no curto prazo com taxas de juros baixas (dólar, franco suíço e iene) e a investir em ativos de maior risco e rendimento (ações e bônus dos países industrializados e dos países emergentes, moedas, *commodities*, petróleo etc.). Outro processo verificado nos últimos anos foi a expansão de investimentos imobiliários, notadamente nos Estados Unidos, Austrália, Nova Zelândia, Espanha, Reino Unido, Irlanda, França e Itália.

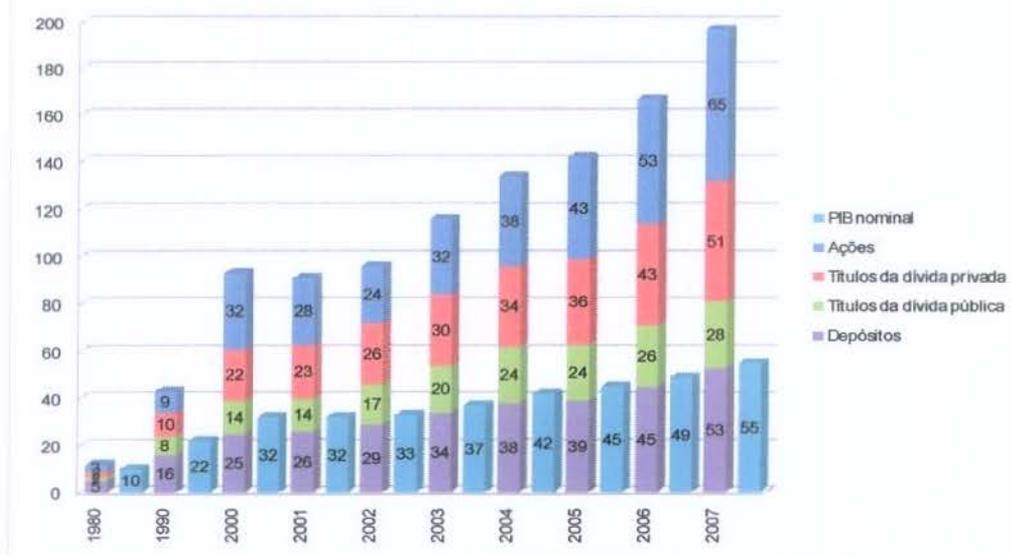
Cintra (2005) salienta que isso resultou em um elevado volume de capitais fluuando sobre o planeta, sobretudo em direção aos países com maiores taxas de juros (Reino Unido, Austrália, Canadá, Nova Zelândia, mercados emergentes etc.), desencadeando uma relativa tendência à desvalorização das moedas que fornecem os recursos e à valorização das moedas em que se recebem os investimentos (inclusive a moeda brasileira). Portanto, a manutenção de baixas taxas de juros amplificou os movimentos especulativos nos mercados domésticos e nos mercados internacionais, e exacerbou os desequilíbrios financeiros globais (elevado déficit americano e superávit do resto do mundo).

Segundo estimativa do *McKinsey Global Institute*, o estoque total de ativos financeiros (depósitos bancários, títulos de dívida pública e privada e ações) cresceu de US\$ 12 trilhões em 1980 – equivalentes a 109% do Produto Interno Bruto mundial – para US\$ 196 trilhões em 2007 (ver Figura 1), quase quatro vezes o PIB mundial. Nas vésperas da crise se encontrava no patamar de US\$ 241 trilhões ou o equivalente a 439% do PIB global (ver Tabela 2).

Dessa forma, o dinamismo dos mercados financeiros é muito mais intenso do que o do setor produtivo. Entretanto, esse cálculo do *McKinsey Global Institute* subestima a real projeção adquirida pelas finanças nos últimos 20 anos, pois desconsidera os derivativos financeiros, cujo valor de balcão atingiu a cifra nocional de US\$ 683,7 trilhões já em junho de 2008, quando o valor negociado em bolsa girava em torno de US\$ 84 trilhões, de acordo com o Bank for International Settlements (BIS).

Figura 1

Valor dos ativos financeiros globais e PIB mundial, em trilhões US\$

Fonte: Elaboração própria com base no *Mapping global capital markets: Fifth annual report*, outubro 2008, McKinsey Global Institute.

É interessante notar a partir da Tabela 2 a magnitude das emissões de títulos, ações e ativos bancários, especialmente nos países capitalistas centrais, onde o mercado de capitais supera em muito o volume da economia real. Nesses países, a transformação das carteiras de crédito em títulos negociáveis e os mecanismos de proteção subjacentes (derivativos) permitiram que as instituições financeiras se alavancassem ainda mais e expandissem o crédito, aumentando desse modo o risco sistêmico inerente ao processo.

Tabela 2

Indicadores do tamanho do mercado de capitais, 2007, em US\$ bilhões

	PIB	Reservas Totais Menos Ouro	Capitalização da Bolsa	Títulos da Dívida			Ativos Bancários	% do PIB	
				Pública	Privada	Total		Títulos, Ações e Ativos Bancários	Títulos, Ações e Ativos Bancários
Mundo	54.840.90	6.449.10	65.105.60	28.629.30	51.585.80	80.215.10	95.768.50	241.089.30	439.6
União Europeia	15.741.10	279.7	14.730.90	8.778.30	19.432.30	28.210.50	48.462.00	91.403.50	580.7
EUJA	13.807.60	59.5	19.922.30	6.595.90	23.728.30	30.324.20	11.194.10	61.440.60	445.00
Japão	4.384.40	952.8	4.663.80	7.147.70	2.066.00	9.213.70	10.086.90	23.964.30	546.6
Países desenvolvidos:									
Austria	371.2	10.7	236.4	217.3	438.4	655.6	615.9	1.508.00	406.2
Bélgica	459.00	10.4	404.4	506.7	547.5	1.054.20	2.324.40	3.783.00	824.1
Dinamarca	310.5	32.5	290.9	93.3	613.9	707.2	1.082.40	2.080.60	670.1
Finlândia	246.2	7.1	359.1	130.1	121.7	251.8	303.4	914.3	371.3
França	2.593.80	45.7	2.737.10	1.447.20	2.923.80	4.370.90	10.230.40	17.338.40	668.5
Alemanha	3.320.90	44.3	2.105.20	1.700.30	3.902.30	5.602.70	6.600.10	14.308.00	430.8
Grécia	312.8	0.6	265.00	453.8	134.00	587.8	513.00	1.365.70	436.7
Irlanda	261.2	0.8	143.9	58.9	518.6	577.5	1.630.70	2.352.10	900.4
Itália	2.117.50	28.4	1.072.50	2.019.00	2.183.90	4.202.90	4.336.00	9.611.50	453.9
Luxemburgo	49.7	0.1	166.1	-	94.6	94.6	1.347.60	1.608.30	3.234.40
Holanda	777.2	10.3	574.5	315.6	1.698.40	2.014.00	3.869.00	6.457.60	830.8
Portugal	223.7	1.3	147.2	174.00	269.9	443.9	280.4	871.5	389.5
Espanha	1.440.00	11.5	1.799.80	580.00	2.564.10	3.144.20	2.979.40	7.923.40	550.2
Suíça	453.8	27.00	576.9	168.6	493.1	661.6	694.3	1.932.80	425.9
Inglaterra	2.803.40	49.00	3.851.70	913.5	2.928.00	3.841.50	11.655.00	19.348.20	690.2
Países Emergentes	17.270.80	4.034.70	20.950.20	5.001.30	2.795.60	7.796.90	18.268.10	47.005.20	272.2
Ásia	7.680.40	2.138.80	13.782.70	2.645.80	1.826.90	4.472.70	11.620.20	29.875.60	389.00
América Latina	3.641.00	445.2	2.292.20	1.456.50	628.6	2.085.10	2.260.80	6.638.10	182.3
Oriente Médio	1.557.80	312.6	1.275.90	39.5	84.3	123.8	1.335.60	2.735.30	175.6
África	1.101.70	289.5	1.181.70	89.00	78.9	168.00	864.5	2.214.20	201.00
Europa	3.289.90	848.6	2.417.60	770.4	176.9	947.3	2.177.00	5.541.90	168.5

Fonte: Base de dados do FMI, baseado do Global Financial Stability Report de abril de 2009.

No período de 1980-2007, dados do Mckinsey Global Institute permitem constatar uma mudança estrutural na composição do estoque dos ativos financeiros. Os depósitos bancários perderam participação relativa no estoque de ativos financeiros, caindo de 45% do total em 1980 para 30% em 2003 e para 25% em 2007. Por sua vez, os ativos negociáveis (títulos de dívida e ações) expandiram a participação de 55% do total para 71% e para 79% no mesmo período. Isso resultou na queda dos empréstimos bancários não-negociáveis e no crescimento das finanças diretas, como afirma Cintra (2005).

Nesse processo, continua Cintra (2005), os investidores institucionais, os bancos e as corporações desempenharam papel preponderante e os mecanismos de gestão da riqueza condicionaram o funcionamento do mercado monetário e financeiro internacional, que ficou sujeito a oscilações decorrentes das expectativas dos gestores e da realização de operações de arbitragem, algumas vezes altamente alavancadas, em busca de ganhos de capital de curtíssimo prazo. Os agentes econômicos relevantes (investidores institucionais, bancos e corporações) passam a utilizar os derivativos financeiros e outros instrumentos de transferência de risco, procurando dispersar ou assumir riscos de preços (oscilações nas taxas de juros, câmbio, inflação, índices de bolsas etc.).

Apreende-se a partir da Tabela 3 que a recente onda de liquidez internacional se manifestou de maneira adversa entre os países em desenvolvimento. No Sudeste Asiático a liquidez se revelou em especial sob forma de Investimento Direto Externo (IDE), e foram justamente os países dessa região que acumularam os maiores volumes de divisas, com preponderância da dinâmica de crescimento *export-led* chinês. Já na América Latina e no Caribe, o IDE foi muito mais modesto e os investimentos de portfólio tiveram relativamente muito mais participação, acentuando-se no momento de auge do ciclo, pouco antes da deflagração da crise. Nessa região, a política de proteção contra as assimetrias e a volatilidade do sistema monetário e financeiro internacional, sob a forma de acúmulo de reservas, se deu à semelhança do Sudeste Asiático, porém em menor grau, devido ao desempenho inferior das economias regionais. Essa diferença decorrente da estratégia de inserção na globalização financeira explica porque os efeitos da crise foram bem menores no leste e sudeste asiático do que na América Latina, por exemplo, como analisado na sessão *canais de transmissão para os países em desenvolvimento*.

Os movimentos exibidos na Figura 2 são um excelente esboço do que aconteceu nas

economias em desenvolvimento e em transição no período recente da globalização financeira, e uma prospecção do FMI para o futuro recente. Vê-se claramente que não há um padrão único entre o grupo de países em desenvolvimento, uma vez que cada região tem realidades políticas e econômicas bastante peculiares, como discutido na sessão *antes da crise* com base nos dados do BIS.

Deve-se considerar que nesse ciclo de ampla liquidez pré-crise o acesso aos financiamentos externos pelos países em desenvolvimento – empréstimos bancários e títulos de dívida – foi acompanhado por movimentos de capitais de curto prazo, envolvendo operações de arbitragens com taxas de juros e de câmbio, ações e títulos. Esses capitais de curto prazo são extremamente voláteis e o movimento descrito se reverteu ao menor sinal de instabilidade e, por conseguinte, revisão das expectativas.

Tabela 3

Fluxos financeiros líquidos para economias em desenvolvimento e em transição, em US\$ bilhões

	Media anual		2005	2006	2007	Estimativa	
	1995-1998	1999-2004				2008	2009
Países em desenvolvimento							
Fluxo líquido de capitais privados	148.3	79.6	141.7	86.0	379.1	391.1	135.3
IDE líquido	113.0	145.8	207.6	179.7	298.4	350.6	312.7
Investimento de portfólio líquido	51.5	-20.3	-23.6	-122.6	47.4	-11.9	-100.7
Outros investimento líquidos	-16.1	-45.9	-42.2	29.1	33.5	52.6	-76.4
Fluxos oficiais líquidos	10.7	-15.4	-87.4	-125.1	-133.5	-149.1	-129.5
Fluxos totais líquidos	159.0	64.1	54.3	-39.1	245.7	242.0	5.7
Mudança nas reservas	-70.4	-206.0	-490.6	-609.1	-1054.3	-1123.7	-809.4
África							
Fluxo líquido de capitais privados	7.5	5.4	29.2	36.8	42.6	52.3	70.0
IDE líquido	5.1	16.7	29.1	29.2	43.9	45.9	47.2
Investimento de portfólio líquido	4.7	0.0	4.6	18.6	15.0	5.1	9.5
Outros investimento líquidos	-2.3	-11.3	-4.5	-10.9	-16.1	1.6	13.5
Fluxos oficiais líquidos	2.3	0.6	-6.1	-17.8	-2.1	5.0	2.6
Fluxos totais líquidos	9.8	6.1	23.2	19.0	40.5	57.4	72.6
Mudança nas reservas	-7.0	-14.9	-63.2	-76.8	-85.9	-145.1	-116.3
Sudeste Asiático							
Fluxo líquido de capitais privados	54.5	45.5	90.8	43.8	155.5	277.6	8.6
IDE líquido	55.8	64.1	105.0	96.2	159.7	223.9	180.5
Investimento de portfólio líquido	17.8	-2.3	-9.3	-110.7	13.9	-25.3	-108.4
Outros investimento líquidos	-19.1	-16.3	-4.9	58.3	-18.1	79.1	-63.5
Fluxos oficiais líquidos	1.5	-6.7	-20.9	-21.8	-37.4	-10.2	-19.4
Fluxos totais líquidos	55.9	38.8	69.8	22.0	118.1	267.4	-10.8
Mudança nas reservas	-44.9	-165.7	-301.8	-386.9	-684.0	-780.7	-562.1
Ásia Ocidental							
Fluxo líquido de capitais privados	18.4	-3.4	-16.4	-4.1	83.6	-32.0	-24.2
IDE líquido	6.1	7.7	21.2	26.9	15.3	7.1	14.2
Investimento de portfólio líquido	2.2	-10.3	-24.1	-17.1	-14.0	-14.7	-20.4
Outros investimento líquidos	10.1	-0.8	-13.5	-13.9	82.3	-24.4	-17.9
Fluxos oficiais líquidos	-0.8	-16.0	-29.5	-66.9	-94.0	-146.3	-114.9
Fluxos totais líquidos	17.6	-19.4	-45.9	-71.0	-10.4	-178.3	-139.1
Mudança nas reservas	-9.1	-16.5	-91.8	-95.9	-153.5	-123.9	-110.7
América Latina e Caribe							
Fluxo líquido de capitais privados	67.9	32.0	38.1	9.5	97.4	93.2	80.8
IDE líquido	46.0	57.4	52.3	27.3	79.5	73.7	70.8
Investimento de portfólio líquido	26.8	-7.8	5.1	-13.4	32.6	23.1	18.6
Outros investimento líquidos	-4.9	-17.6	-19.3	-4.4	-14.6	-3.6	-8.6
Fluxos oficiais líquidos	7.8	6.6	-30.8	-18.6	0.0	2.3	2.2
Fluxos totais líquidos	75.6	38.7	7.2	-9.1	97.4	95.5	83.0
Mudança nas reservas	-9.4	-8.9	-33.8	-49.5	-130.8	-74.0	-20.3
Economias em transição							
Fluxo líquido de capitais privados	-1.1	5.6	42.9	73.1	141.6	41.2	51.5
IDE líquido	5.4	8.2	15.3	29.6	35.8	37.2	47.0
Investimento de portfólio líquido	1.4	-0.8	-6.0	12.7	16.5	-0.2	5.7
Outros investimento líquidos	-7.9	-1.8	33.6	30.8	89.2	4.2	-1.2
Fluxos oficiais líquidos	0.1	-6.2	-20.0	-29.2	-4.7	-7.0	-3.6
Fluxos totais líquidos	-1.0	-0.7	22.9	43.9	136.9	34.2	47.9
Mudança nas reservas	1.8	-25.5	-80.9	-138.2	-171.7	-131.7	-96.8

Fonte: dados do World Economic Situation and Prospects 2009, Nações Unidas.

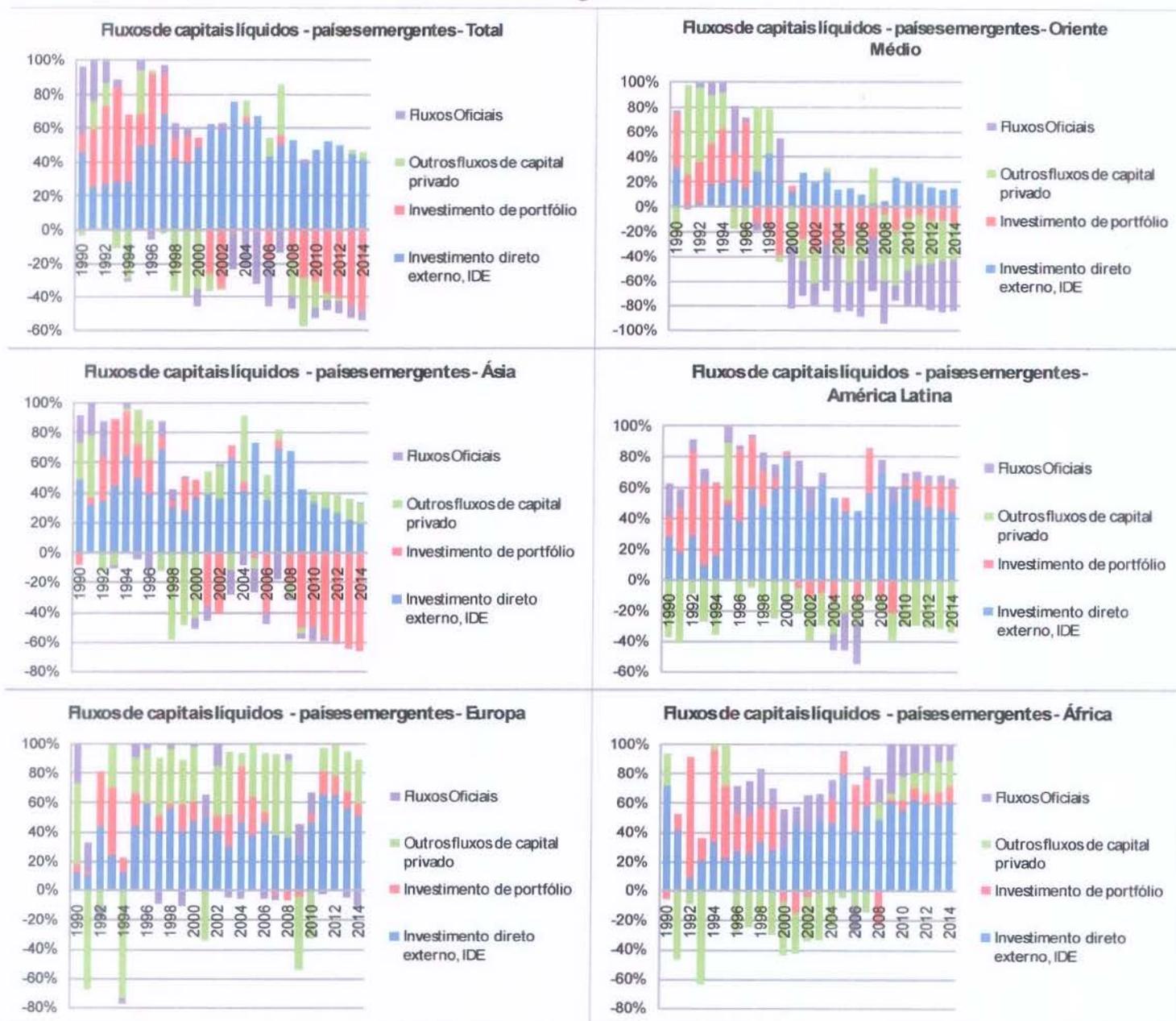
Biancarelli (2008) aponta que:

“Em primeiro lugar, taxas de câmbio flutuantes, principalmente entre as moedas centrais, adicionam graus de incerteza ausentes dos cálculos dos aplicadores antes de 1973, e abrem vasto campo para as operações de proteção e/ou especulação possibilitadas pelas inovações financeiras, particularmente os derivativos. E em segundo, relativo aos dois outros Fs, a libertação das limitações típicas de um regime monetário atrelado ao ouro também significa mais instabilidade: de um lado, possíveis conflitos entre seus objetivos domésticos e as necessidades monetárias do resto do mundo não são relevantes nas decisões de política do país central; de outro, o seu passivo externo significativo, aliado à prerrogativa da taxa básica de juros da economia global (risco zero), faz com que mudanças em sua política monetária provoquem fortes recomposições de carteiras e, assim, violentas oscilações nos fluxos internacionais de capital. É, em outras palavras, o lado perverso (para os outros países) do poder financeiro do dólar norte-americano.”

Assim, as peculiaridades do sistema monetário e financeiro que emergiu com o colapso dos acordos de Bretton Woods sob domínio do poder financeiro do dólar americano, levaram a crises recorrentes nos países emergentes e culminaram numa crise sistêmica (originada a partir do centro capitalista) em setembro de 2008; e cuja origem está na elevação da inadimplência dos devedores e da desvalorização dos imóveis e dos ativos relacionados às hipotecas americanas de alto risco (*subprime*), nos EUA em meados de 2007.

Com a crise, diante do medo e da insegurança, os investidores procuraram reposicionar suas carteiras, vendendo os ativos mais arriscados e desencadeando quedas acentuadas nos seus preços e nas moedas fracas. Nesse movimento, buscaram ficar líquidos, preferencialmente na moeda reserva internacional e/ou em títulos do Tesouro americano, os ativos de última instância do sistema monetário global, ainda sob o comando do Estado Nacional americano, provocando um movimento de fuga para o dólar, a despeito dos Estados Unidos serem o epicentro da crise.

Figura 2



Fonte: Elaboração própria a partir da base de dados do FMI

Dada a magnitude das perdas e dos recursos públicos envolvidos na tentativa de se restabelecer a confiança ficou evidente a fragilidade do sistema financeiro desregulamentado, liberalizado e supervisionado de forma displicente. O resgate das agências hipotecárias (Fannie Mae e Freddie Mac) e da seguradora American Insurance Group (AIG), bem como a falência dos bancos de investimento independentes de Wall Street (Bear Sterns e Lehman Brothers), de *hedge funds* e de *private equities funds* acelerou um processo de enxugamento de um gigantesco sistema

financeiro que proliferou inovações cada vez mais complexas e opacas. As instituições bancárias e não-bancárias concederam empréstimos para compra de imóveis por meio de diferentes tipos de hipotecas, atraindo tomadores de maiores riscos. Em seguida, esses empréstimos foram reunidos e empacotados na forma de títulos passíveis de ser vendidos a diferentes investidores, em âmbito global. Os fluxos de pagamentos desses títulos foram divididos em *tranches* de diferentes riscos, compensando os detentores mais arriscados com juros mais elevados. As agências de classificação de risco de crédito certificaram esses títulos para que pudessem ser adquiridos pelos fundos de pensão e companhias seguradoras. Para facilitar a distribuição de alguns títulos mais arriscados foi introduzido um derivativo de crédito (*credit default swaps*), ampliando a segurança contra a inadimplência dos emissores desses títulos. Em geral, esses ativos eram negociados em mercados de balcão, por meio de acordos bilaterais e sem câmara de compensação (Cintra & Prates, 2008).

Assim, a crise no sistema global de crédito e consequente reversão das expectativas fazem com que os agentes vejam com cautela as possibilidades de valorização da riqueza apresentadas pelos países emergentes, revertendo os fluxos financeiros globais, como pode ser observado claramente nas prospecções da Tabela 3 e Figura 2. No momento de incerteza a preferência é sempre pelos ativos mais líquidos e menos voláteis.

A crise ampliou a desconfiança entre as instituições financeiras, bloqueando os fluxos de recursos nos mercados interbancários, estimados em US\$ 23,3 trilhões, em março de 2008, pelo BIS. Com isso, as taxas de juros subiram abruptamente, sobretudo a Libor (*London Interbank Offered Rate*) – um indicador da liquidez do mercado interbancário de Londres –, instaurando uma tendência de contração dos empréstimos bancários. As pequenas e médias instituições financeiras foram ameaçadas por saques e cortes nas linhas de crédito. As corporações também enfrentaram dificuldades para renovar e/ou obter novos empréstimos. As perspectivas de contração da demanda mundial de bens e serviços contaminaram as cotações das *commodities* (agrícolas, minerais e energia) exportadas pelos países em desenvolvimento (Rússia, Brasil, México, Nigéria etc.), reforçando as pressões em prol da depreciação de suas moedas.

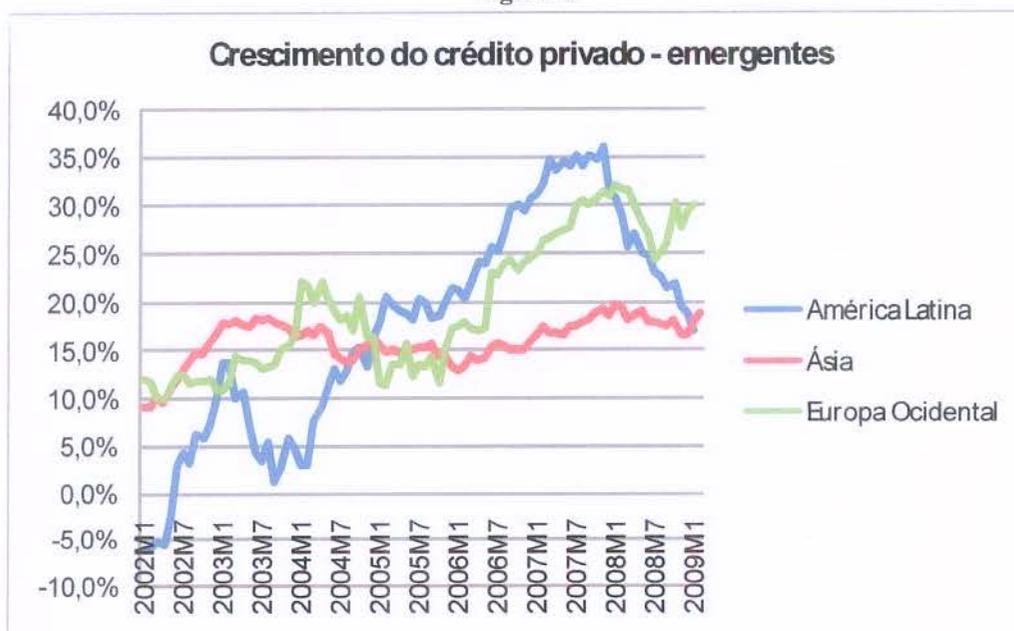
Após a falência de várias instituições bancárias e não-bancárias, a desconfiança dos investidores nos sistemas financeiros se espalhou, resultando em movimentos de pânico nos mercados de ações, de câmbio, de derivativos e de crédito, em âmbito global, o que permeou

todos os mercados de capitais; conseqüentemente, observou-se a contração do crédito em escala global e a desaceleração do crescimento econômico.

Fica, portanto, claro que essa é uma crise de crédito que se espalha a partir do centro do sistema capitalista, logo, dada a interconexão dos mercados e das transações financeiras, o feito imediato na periferia é também de contração do crédito, como pode ser visto na Figura 3.

Nessa lógica, com o espriamento da crise por todo o sistema, os fluxos de capitais se retraíram e reverteram, fugindo para a segurança da moeda-chave, pois, apesar da aparente contradição em fugir para o epicentro da crise, o dólar continua a se apresentar como melhor opção de segurança e liquidez – portanto, ainda é à segurança dos títulos do Tesouro americano que os agentes recorrem nos momentos de incerteza.

Figura 3



Fonte: Elaboração própria a partir da base de dados do FMI

Como sugere Belluzzo (2008): “Os gestores das moedas nacionais são, ademais, partícipes de um sistema universal e ‘hierarquizado’ de pagamentos e de liquidez. Os que administram moedas conversíveis (...) estão relativamente protegidos das flutuações entre suas moedas. Para elas há quase sempre um ‘ponto de compra’ ou existem mercados de *hedge* líquidos e profundos, onde os agentes ‘comprados’ e ‘vendidos’ nas distintas moedas podem buscar proteção contra eventuais flutuações cambiais a um custo conveniente. Ainda assim, num momento de fuga desabalada para a liquidez, os detentores de riqueza correm para a moeda-reserva, último refúgio dos capitais outrora destemidos, agora medrosos. Já os que emitem

moedas inconvertíveis estão obrigados, no mundo globalizado, a segurar as reservas em moeda forte e manter os excedentes comerciais de forma permanente. Esses bons fundamentos podem, no entanto, não ser suficientes para impedir as vendas maciças da moeda local. Os bancos centrais ficam dilacerados: conter a desvalorização da moeda local ou impedir a invasão de seu território pelas forças recessivas que dominam a economia global. Expostos à fuga de capitais, os países de moeda inconvertível dificilmente serão capazes de aplacar com a elevação dos juros os movimentos abruptos de desvalorização do câmbio”. Enfim, o prêmio de liquidez implícito na posse da moeda de reserva internacional (o dólar) é, nos momentos de desconfiança e pânico, o objeto mais cobiçado nos mercados globais.

Considerações finais

A crise se originou no âmago da economia mundial e, portanto, não teria como não se alastrar para os países em desenvolvimento, dadas as características do sistema monetário e financeiro internacional – da globalização financeira –, anteriormente mencionadas. Portanto, confirma-se a hipótese heterodoxa explicitada no primeiro capítulo.

Assim, na direção do que se pretendeu discutir neste trabalho, instabilidade, volatilidade e especulação constituem-se nos problemas intrínsecos aos fluxos de capital no período histórico da globalização financeira, decorrentes da hierarquia e assimetria monetária e financeira que os países em desenvolvimento enfrentam. Como destaca Prates (2002), a instabilidade decorre não apenas das transformações no plano financeiro, como também das características do padrão monetário internacional. As peculiaridades do dólar “flexível, financeiro e fiduciário” ampliam, e muito, o espaço para incerteza, especulação e, em decorrência, volatilidade. Portanto, a solução para esses problemas seria no sentido do já proposto por Keynes a fim de mitigar os efeitos potencialmente devastadores da especulação financeira, com a criação de um banco supranacional e do Bancor.

Todavia, segundo Paul Davidson (1999 e 2000), dado o estágio atual do desenvolvimento econômico e da correlação de forças políticas, tais medidas seriam impraticáveis. O que ele sugere, então, são acordos que tenham como base os princípios keynesianos, mas sem que os estados nacionais tenham de abrir mão do controle do sistema bancário e das políticas fiscais.

De acordo com as idéias de Keynes (1980), Davidson coloca que para resolver os entraves ao crescimento mundial é preciso criar uma instituição internacional de controle e regulação do comércio internacional, que garanta regras de conduta e liquidez do meio de troca internacional.

Essa proposta pós-keynesiana tem os seguintes objetivos:

- a. Evitar um problema de demanda efetiva decorrente de acúmulo de reservas ou de drenagem de reservas do sistema;
- b. Impor mecanismos de ajustamento às nações superavitárias;
- c. Permitir que cada nação possa monitorar e controlar (se desejado) os fluxos de capitais;
- d. Expandir a moeda internacional à medida da necessidade da economia global.

E um sistema de liquidação internacional (*International Clearing System*) incluiria o atendimento aos requisitos abaixo:

1. Existiria uma unidade de conta e reserva de última instância de liquidez internacional (*International Money Clearing Unit – IMCU*), que ficaria sob posse dos bancos centrais;
2. Os bancos centrais seriam responsáveis por garantir total conversibilidade entre a IMCU e a moeda nacional;
3. A taxa de câmbio entre a moeda nacional e a IMCU seria fixada inicialmente por cada nação;
4. Os novos contratos entre agentes privados de diferentes países teriam de receber o aval do banco central a fim de garantir a existência de fundos para honrar tal contrato;
5. Haveria um sistema de crédito internacional em IMCU para financiar as necessidades de comércio;
6. Existiria um mecanismo para forçar as nações superavitárias a gastar seu excesso de créditos acumulados (seja através de comércio, financiamento ou ajuda a países menos desenvolvidos);

7. Haveria um sistema para estabilizar o poder de compra no longo prazo do IMCU de acordo com a cesta de bens produzida internamente por cada país;
8. Se um país em pleno emprego tivesse déficit, ficaria então evidente que não teria capacidade produtiva para manter tal padrão de vida.

Referências bibliográficas

- BELLUZZO, L. G. (2007). Dinheiro e as transfigurações da riqueza, in: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L. (Orgs.), *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p.151-193.
- _____. (2008). Não se pode brincar com o sistema. *Carta Capital*, São Paulo, 24 de outubro de 2008, p.26-27, 2008.
- BIANCARELLI, A. M. (2008). *A globalização financeira e os países em desenvolvimento: em busca de uma visão crítica*. Trabalho apresentado no I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, Campinas: IE/Unicamp, 2008.
- BIS. 79th Annual Report. *Annual Report*. Basel, Switzerland, junho de 2009.
- CARNEIRO, R. M. (2002) *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira do último quarto do século XX*. São Paulo: Editora da UNESP, 2002.
- CARNEIRO, R. M. (1999). Globalização financeira e inserção periférica. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, p.58-92, 1999.
- CHESNAIS, F. (2005). O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: Chesnais, F., “*A finança mundializada*”, 2005.
- CINTRA, M. A. M. (2005). A exuberante liquidez global. *Economia Política internacional: análise estratégica*, n.5, abril/junho 2005.
- CINTRA, M. A. M. & Prates, D. M. (2008). O financiamento dos países em desenvolvimento diante da crise financeira global. Trabalho apresentado no *workshop* sobre governança global, organizado pelo Ibase/Fundação Ford, Rio de Janeiro, 13 e 14 de novembro de 2008.
- COUTINHO L. M. & BELLUZZO L. M. (1996) - Desenvolvimento e Estabilização sob Finanças Globalizadas. *Economia e Sociedade*, vol. 5, Nº 2 (7), Campinas: IE/Unicamp, p. 200-416, jun. 1996.
- DAVIDSON, P. (1999). Global employment and open economy macroeconomics. In: *Foundations of International Economics, Post Keynesian perspectives*. London, 1999.
- _____. (2000). Liquity vs. Efficiency in Liberalized International Markets: a Warning to Developing Economies. *Revista brasileira de economia política*, vol. 20, n. 3 (79), julho-setembro, 2000.
- EICHENGREEN, HAUSMANN & PANIZZA (2003). Currency Mismatches, *Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not The Same and why it Matters*. *Working Paper* 10036, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2003.

- FARHI, M. & CINTRA, M. A. M. (2008). A crise financeira e o *shadow financial system*, *Novos Estudos*, n.82. São Paulo: CEBRAP, nov. 2008.
- FMI (2008). *Global Financial Stability Report*. Washington, D.C., outubro de 2008. Disponível online em: www.imf.org.
- _____ (2008b). *World Economic Outlook*, Washington D.C., outubro de 2008, disponível online em: www.imf.org.
- _____ (2009). *World Economic Outlook*. Washington, D.C., abril de 2009, disponível online em: www.imf.org.
- GUTTMANN, R. & PLIHON, D. (2008). O endividamento do consumidor no cerne do capitalismo conduzido pelas finanças. In: *Economia e Sociedade*. Campinas, v. 17, Número especial, p. 575-611, dez. 2008
- HELLEINER, E. (1994). *States and the Reemergence of Global Finance, from Bretton Woods to the 1990's*. Ithaca and London: *Cornell University Press*, 1994.
- KEYNES, J. M. (1936). *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo, Abril Cultural, 1983.
- _____ (1980). *The collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. 25, D. Moggridge (ed.), London: Macmillan.
- OCAMPO, KREGEL & GRIFFITH-JONES (2007). *International Finance and Development*. New York, United Nations, 2007
- McKINSEY Global Institute (2008). *Mapping global capital markets: Fifth annual report*, outubro 2008.
- PRATES, D. (2002). *Crises financeiras dos países "emergentes": uma interpretação heterodoxa*. Campinas: IE-Unicamp (tese de doutoramento).
- SERRANO, F. (2002). Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade* 11 (2), pp. 237-253, Campinas: IE/Unicamp, 2002.
- TAVARES, M. C. A retomada da hegemonia americana, in: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L. (Orgs.) *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p.27-54.
- UNCTAD (2008). *Trade and Development Report*. United Nations, Geneve, 2008.