

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE CAMPINAS

GIULIA MERIGHI MEZADRI

**IMPACTOS DA CRISE FINANCEIRA DE 2008 NA
ECONOMIA BRASILEIRA**

CAMPINAS

2022

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE CAMPINAS
CENTRO DE ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
GIULIA MERIGHI MEZADRI**

**IMPACTOS DA CRISE FINANCEIRA DE 2008 NA
ECONOMIA BRASILEIRA**

Projeto de Monografia apresentado à Faculdade de Ciências Econômicas do Centro de Economia e Administração da Pontifícia Universidade Católica de Campinas como exigência parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Fabio Eduardo Iaderozza.

CAMPINAS

2022

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE CAMPINAS
CENTRO DE ECONOMIA E ADMINISTRAÇÃO
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
GIULIA MERIGHI MEZADRI

IMPACTOS DA CRISE FINANCEIRA DE 2008 NA
ECONOMIA BRASILEIRA

Trabalho de conclusão de curso defendido
e aprovado em 05 de dezembro de 2022
pela comissão examinadora:

Prof. Dr. Fabio Eduardo Iaderozza.
Orientador e presidente da comissão
examinadora.
Pontifícia Universidade Católica de
Campinas.

Prof. Dr. Cristiano Monteiro da Silva.
Pontifícia Universidade Católica de
Campinas.

CAMPINAS

2022

RESUMO

O presente trabalho busca compreender os impactos da crise financeira internacional de 2008 sobre o Brasil, investigando a fundo quais foram os eventos no sistema financeiro mundial que propiciaram o acontecimento da crise e acompanhando a situação econômica do país no período anterior, durante e logo após a eclosão da crise. A metodologia será uma revisão de literatura sobre os processos de liberalização, globalização, formação e estouro da bolha imobiliária que ocorreu no mercado financeiro norte-americano. Além disso, promove-se um estudo sobre a vulnerabilidade externa dos países emergentes, ressaltando como essa característica facilitou o efeito de contágio para essas economias. Faz-se um estudo sobre as políticas macroeconômicas implementadas no Brasil e como se deu seu processo de crescimento na década de 2000. O impacto da crise no Brasil é observado através da análise de indicadores econômicos e sociais da região, no período de 2008 a 2011.

Palavras chaves: Crise Internacional. Liberalização. Globalização. Crise *subprime*.

ABSTRACT

This paper aims to comprehend the impacts of the 2008 crisis on Brazil, deeply investigating what were the events in the world financial system that led to the crisis, and following the economy before, during and shortly after the outbreak of the crisis. The methodology will be a literature review on the processes of liberalization, globalization, formation and bursting of the housing bubble that occurred in the North American financial market. In addition, this paper promotes a study about the external vulnerability of the emerging countries, highlighting how this characteristic facilitated the contagion effect for these economies. A study is done on the macroeconomic policies implemented in Brazil, and how their growth process took place in the 2000s. The impact of the crises in Brazil is analyzed through the economic and social indicators, on the period of 2008 to 2011.

Key words: International crises. Liberalization. Globalization. Subprime crisis.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
2. O INÍCIO DA LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL	9
2.1. As transformações da economia após a Segunda Guerra Mundial: o Tratado de Bretton Woods e seus desdobramentos	9
2.2. Aprofundando sobre a instabilidade cambial: os choques do petróleo e de juros	15
2.3. Expansão do neoliberalismo: contexto histórico e globalização financeira	23
3. O NEOLIBERALISMO E A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA	30
3.1. Desdobramentos da globalização financeira e a economia mundial na década de 1990	30
3.2. A vulnerabilidade externa dos países da América Latina	39
4. A CRISE DE 2008 E SEU EFEITO DE CONTÁGIO	52
4.1. A formação da bolha imobiliária nos Estados Unidos	52
4.2. O crescimento do sistema bancário paralelo e o estouro da bolha	57
4.3. As medidas tomadas pelo governo norte-americano e o contágio internacional	64
5. OS IMPACTOS DA CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL DE 2008 NO BRASIL	68
5.1. A década 2000 e o “Milagrinho” do primeiro Governo Lula	68
5.2. Os impactos e as medidas tomadas pelo governo diante à crise financeira	75
6. CONCLUSÃO	84
REFERÊNCIAS	88

1. INTRODUÇÃO

A crise de 2008, também chamada de crise *subprime*, teve sua exponenciação em 2007 e tornou-se sistêmica quando o Banco Lehman Brothers, um dos maiores emissores de hipotecas de alto risco, declarou falência em 15 de setembro de 2008. Essa foi considerada por muitos economistas a pior crise econômica desde a Grande Depressão de 1929. A crise ocorreu devido ao estouro da bolha imobiliária que havia se formado nos Estados Unidos e, por causa da internacionalização do sistema financeiro, teve seus efeitos alastrados por todo o mundo.

A crise, que abalou a estrutura financeira internacional no início do século, foi fruto de um padrão de acumulação que teve seu início no mercado financeiro. Desde o final do Acordo de Bretton Woods, no início dos anos 1970, o mundo passou por uma série de transformações liberalizantes, que culminaram em um processo de globalização financeira. Esse processo foi marcado por um aprofundamento da interdependência dos países, através dos fluxos financeiros internacionais, e pelo advento da teoria neoliberal, que levou à uma forte desregulamentação no mercado financeiro.

Em um ambiente internacional cada vez mais globalizado e interdependente, os países, sobretudo os emergentes, tornaram-se cada vez mais vulneráveis ao capital externo, o qual, em um ambiente liberalizado, com fraca regulamentação e movimentos intensivos de fluxos de capitais, passa a não ter nacionalidade e atravessa as fronteiras dos diferentes países em busca dos maiores retornos possíveis. O capital financeiro não apenas se tornou o protagonista no ambiente econômico internacional, como também passou a ter o poder de desestabilizar economias nacionais, através da grande mobilidade e dos movimentos especulativos. Ademais, devido à integração internacional das economias, as crises que eclodiram nesse ambiente possuíam alto grau de contágio e eram transmitidas para diversos países, ou mesmo para todo o ambiente internacional, como aconteceu com a crise sistêmica de 2008.

Nesse contexto, o mercado financeiro passou a procurar as oportunidades mais promissoras possíveis, independentemente dos riscos a elas atrelados. Assim, foram criados, no mercado financeiro norte-americano, novos e complexos produtos de

crédito na tentativa de incentivar o consumo das famílias de segmentos de baixa renda (mercado de *subprime*), que possuíam altos riscos de crédito e de inadimplência. Por serem transações em mercados de balcão efetuadas por instituições financeiras não bancárias, que desempenhavam um papel semelhante ao dos bancos comerciais, essas transações não estavam submetidas à estrutura regulatória existente e, por esse motivo, dispensavam reservas de capital, tornando-se, assim, ainda mais suscetíveis às “corridas bancárias”.

O processo de securitização de crédito possibilitou que os agentes financeiros que não conseguiam pagar seus financiamentos, ou que não possuíam histórico nem garantias para receber empréstimos, conseguissem ingressar no novo mercado, utilizando seus imóveis como garantia dos financiamentos. Dessa forma, a securitização que serviria, de início, para diluir os riscos, acabou na prática mascarando-os, uma vez que esses títulos lastreados em hipotecas eram emitidos por grandes instituições financeiras e classificados como investimentos de baixo grau de risco por agências de *rating*. Essas agências realizavam as classificações de acordo com a exposição ao risco do incumprimento dos ativos em sua composição. Tais classificações sugeriam que os ativos eram investimentos seguros, atraindo um grande número de investidores.

Diante desse cenário, o então presidente do Brasil, assim como o ministro da economia da época e diversas outras figuras políticas, acreditaram que os efeitos da crise não seriam sentidos pela economia brasileira. A reflexão sobre os desdobramentos e os impactos da crise levam ao problema de pesquisa: quais os impactos da crise financeira de 2008 na economia brasileira?

Devido ao grande debate existente sobre como foi possível a recuperação do país frente à crise, este trabalho tem como metodologia uma pesquisa exploratória, através da coleta de informações e de dados de diversas fontes, buscando analisar os fatores que provocaram a crise norte-americana, examinar como ela se desenvolveu nos Estados Unidos e, por fim, tratar especificamente a reação brasileira a esse contexto internacional.

A monografia está dividida em quatro capítulos, além desta introdução e da conclusão. O capítulo 2 abordará o ambiente internacional que permitiu o início da liberalização financeira, e que, posteriormente, viria a possibilitar a globalização. Nele,

iremos tratar das transformações no cenário econômico que decorreram do final da Segunda Guerra Mundial, o início do mercado de eurodólares e como ocorreu a expansão das vertentes neoliberais, que levaram posteriormente ao aumento da desregulamentação no mercado financeiro.

No capítulo 3, abordaremos a importância da vertente neoliberal para a concretização do movimento de globalização financeira, analisando os acontecimentos que ocorreram na década de 1990, a adesão dos países aos ideários neoliberais e o Consenso de Washington, bem como o cenário de vulnerabilidade externa dos países da América Latina e as crises que ocorreram nessa década.

O capítulo 4 pretende explicar como ocorreu a formação da bolha imobiliária nos Estados Unidos e o crescimento do sistema bancário paralelo, como a crise se deflagrou e quais foram as medidas de contenção tomadas pelo governo norte-americano, além de abordar como se deu o efeito de contágio para o restante das economias no ambiente internacional. Por fim, o capítulo 5 traz a abordagem da situação em que se encontrava o Brasil no período posterior à crise e como reagiu a economia após seu contágio.

As considerações finais recapitulam os principais pontos levantados ao longo do estudo, ressaltando os pontos que possibilitaram a liberalização econômica, a eclosão da crise, mostrando os seus impactos nos Estados Unidos e seus efeitos sistêmicos, especialmente no Brasil.

2. O INÍCIO DA LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL

Neste capítulo, buscaremos contextualizar por que e como se deu o início da liberalização financeira na década de 1970 e de que maneira ocorreu a ampliação dos fluxos de capitais, que mais tarde ficariam conhecidos como o processo da globalização financeira.

2.1. As transformações da economia após a Segunda Guerra Mundial: o Tratado de Bretton Woods e seus desdobramentos¹

O plano de reestruturação do sistema monetário e financeiro internacional definido ao final da Segunda Guerra Mundial, que ficou conhecido como o Regime de Bretton Woods², tinha como objetivo estabelecer um plano de ordem econômica liberal e internacionalista no pós-guerra. Assim, foi previsto um sistema com padrão de câmbio-ouro baseado no dólar como sua principal moeda, uma vez que, durante a guerra, o mundo presenciou processos inflacionários na maioria dos países devido à escassez relativa de ouro.

Ao final da Primeira Guerra Mundial, os Estados Unidos haviam se tornado uma das maiores nações credoras do planeta, mas foi ao final da Segunda Guerra Mundial que o país emergiu de fato como o grande credor do mundo. Isso foi possível dado que, durante a guerra, o país manteve relações comerciais com todas as nações, além de sua postura de neutralidade que foi estabelecida no início da guerra. Ademais, houve a queda da Grã-Bretanha, que era, no século XIX, a maior potência econômica mundial, não só detendo o poder militar e industrial, mas também atuando como a banqueira do mundo. Porém, a queda do dinamismo da Inglaterra causou um afastamento do padrão-ouro e uma desvalorização da libra esterlina. Ao final da

¹ O início deste capítulo teve como fonte a obra de Michael Moffitt, escrita em 1984.

² A Conferência de Bretton Woods ocorreu em 1944, por três semanas de intensos debates econômicos, que foram dominados por dois grandes intelectuais: John Maynard Keynes, o principal representante dos interesses britânicos, e Harry Dexter White, o principal representante dos interesses americanos. Devido ao grande poderio americano ao final da Segunda Guerra Mundial, White acabou tendo maior dominância a respeito das decisões que foram tomadas e conseguiu implementar medidas que trariam nos próximos 25 anos benefícios desproporcionais aos Estados Unidos e que o tornariam a nação mais rica do mundo (SILVA, 2010).

Segunda Guerra, os norte-americanos foram os grandes vitoriosos, não apenas no âmbito militar — uma vez que detinham grande poderio e o conhecimento da bomba atômica —, mas principalmente no plano econômico, emergindo como o grande credor do mundo e colocando a sua moeda como a nova moeda internacional, a qual ganhou o papel de moeda reserva (MOFFITT, 1984).

Com o fim de proporcionar um clima monetário estável e facilitar a retomada do comércio internacional, foram estabelecidas novas regras de comércio, por isso, durante as negociações do Acordo de Bretton Woods, foram criados o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (Banco Mundial), ambos com a intenção de regular a economia internacional e auxiliar países em dificuldade após a guerra. Para Keynes (1985), as desordens monetárias eram decorrentes da escassez de ouro, que contribuía para o desemprego e a depressão, uma vez que a política monetária ficava totalmente dependente desse bem. A solução criada pelo acordo foi encontrar um meio termo entre o padrão ouro e um padrão completo de papel moeda, por isso foi estabelecido que o dólar americano seria equivalente ao ouro (35 dólares a onça). Dessa forma, dólares poderiam ser criados para expandir o comércio mundial. Além disso, para assegurar a estabilidade monetária e evitar guerras entre os países, foi estabelecida uma taxa de câmbio fixa entre as nações, e eventuais alterações deveriam ser aprovadas pelo FMI.

Entretanto, as instituições criadas em Bretton Woods não foram as únicas a prover liquidez e auxiliar no financiamento da recuperação europeia. Com a deterioração do clima político internacional no decorrer da Guerra Fria — na qual os Estados Unidos criaram o Plano Marshall, com a intenção de atrair aliados contra a União Soviética —, foi realizado o envio de maiores fluxos financeiros para a Europa, alavancando a capacidade produtiva e os padrões de vida da região, além de criar as condições para um grande avanço na liberalização comercial entre a Europa e o resto do mundo. No Plano Marshall, os financiamentos eram feitos por fluxos financeiros diretos dos Estados Unidos para a Europa, assumindo o papel de Banco Central do mundo e criando uma moeda internacional através de déficits no seu balanço de pagamento, assumindo uma política keynesiana de fomento ao investimento. Não é por outro motivo que o período que compreende o final da Segunda Guerra Mundial e

meados dos anos 1970 é considerado como a *Golden Age*, a “Era de Ouro” do capitalismo.

Déficits no balanço de pagamentos dos Estados Unidos tornaram-se frequentes na economia pós-guerra, o que seria um problema posteriormente, uma vez que os déficits americanos não poderiam servir eternamente como fonte de moeda internacional. Se o governo parasse de emitir dólares, a escassez da moeda estrangularia novamente o comércio mundial, por outro lado, um fluxo constante de dólares sendo enviados ao exterior iria gerar um excesso, o que iria estimular os governos a demandarem ouro com esses dólares. Os estoques de ouro do Tesouro dos Estados Unidos não conseguiria honrar tal compromisso, causando uma crise monetária internacional³.

No decorrer dos anos 1960, a situação foi se deteriorando gradativamente, enquanto ocorria um aumento de dólares no exterior e uma diminuição dos estoques de ouro americano. Já em 1960, o montante de ouro do Tesouro americano era menor que a quantidade de dólares no exterior, causando um movimento especulativo. A raiz do problema estava concentrada nos crescentes déficits americanos, causando a perda do controle do balanço de pagamentos dos Estados Unidos e um movimento especulativo em torno do poderio americano, por duas razões: a reinserção da Europa e do Japão como grandes competidores e a Guerra do Vietnã — a qual adicionou bilhões ao déficit americano, trouxe um aumento na inflação e levou a altas taxas de juros. Os dois problemas estavam intrinsecamente ligados, uma vez que a crescente inflação interna encarecia os produtos manufaturados americanos, diminuindo sua competitividade no mercado externo. Como reflexo dessa queda economia americana, periódicas explosões especulativas cercaram o dólar.

Os Estados Unidos podiam arcar com os constantes déficits no seu balanço de pagamento, porque sua moeda servia como moeda corrente no mundo. Porém, para

³ Em 1959, o professor Robert Triffin, de Yale, previu que os déficits no balanço de pagamentos dos Estados Unidos que mantinham o sistema ouro-dólar trariam problemas. Sua teoria, que ficou conhecida como Dilema de Triffin, argumentava que os déficits no balanço americano não poderiam servir eternamente como fonte de moeda internacional, uma vez que se a saída de dólares acabasse, a escassez de dólares retornaria e estrangularia o comércio internacional. Por outro lado, um fluxo constante de dólares para o exterior causaria um excesso de dólares no exterior, estimulando os governos a demandarem ouro com esses dólares e, conseqüentemente, diminuindo o estoque de ouro do Tesouro. Assim, a confiança na capacidade dos Estados Unidos de honrar o lastro em ouro seria abalada, levando, portanto, a uma crise monetária de cunho internacional (SILVA, 2010).

financiá-los, o governo emitia dólares sem se preocupar em manter uma administração monetária responsável. Como os países estavam em uma dinâmica de câmbio fixo, quando os agentes especulativos tentavam vender dólares nos mercados estrangeiros, os governos eram obrigados a comprar essas divisas, aumentando também a emissão de suas respectivas moedas. Dessa forma, a desvalorização do dólar tornou-se uma forma de exportar a inflação americana. Além disso, as divisas compradas pelos países eram colocadas em letras do Tesouro americano, agravando o déficit orçamentário do governo americano (MOFFIT, 1984).

Olhando para o cenário mundial no início da década de 1960, ficou claro para o governo americano que as políticas estabelecidas em Bretton Woods já se encontravam em descompasso com a realidade que a economia mundial estava vivendo, o que levou o subsecretário do Tesouro Robert V. Roosa a montar, em 1963, um sistema multinacional para a sustentação do dólar. A intenção era captar mais dólares, reestabelecer a confiança na moeda e equilibrar o valor relativo das moedas. Entre a série de medidas elaboradas por ele, estavam: a criação do Fundo Comum de ouro, uma instituição formada por autoridades monetárias estrangeiras, que faria a troca do dólar por ouro quando os movimentos especulativos comesçassem, atenuando a demanda; a venda de “títulos Roosa”, com valores de moedas estrangeiras, diminuindo as reservas estrangeiras de dólares; foram criadas as linhas de *swap* — linhas de crédito em moeda estrangeira, restritas aos bancos centrais; e a imposição de uma série de restrições aos empréstimos americanos aos estrangeiros, como o Imposto de Equalização dos Juros (IEJ), criado de forma punitiva sobre os investidores americanos que compravam ações estrangeiras emitidas nos Estados Unidos.

Roosa esperava que essas medidas melhorassem o balanço de pagamentos americanos e freassem o fluxo de dólares para o exterior. Entretanto, tais medidas acarretaram o maior êxodo bancário da história, exportando, de fato, o sistema bancário americano. O que os bancos não podiam fazer de Nova Iorque, por conta das restrições governamentais, faziam de Londres. Ampliou-se então o mercado de títulos do eurodólar — títulos com valor em dólares americanos, mas emitidos fora dos Estados Unidos. As medidas tomadas por Roosa conseguiram conter os movimentos

especulativos contra o dólar, porém o volume de moeda internacional circulando nos mercados de moeda continuava a crescer.

A criação do eurodólar se deu logo após o final da Segunda Guerra Mundial, quando o governo chinês começou a camuflar seus ganhos em dólar os colocando-os em Paris, no Banque Commerciale pour L'Europe du Nord, banco controlado pela URSS. Isso ocorreu antes mesmo de a legislação americana reter os saldos identificáveis de Pequim nos Estados Unidos, mas fez os países comunistas adotarem esse tipo de disfarce para resguardar suas reservas em dólares. O euromercado começou, portanto, como uma forma de exílio, no qual os países adversários dos Estados Unidos poderiam transacionar dólares sem o risco de uma intervenção política. E tal procedimento foi largamente ampliado quando o governo americano começou a impor controles contra a exportação de capitais. Embora o IEJ afetasse primordialmente bancos de investimentos, uma razoável quantia de transações correntes também saiu de Nova Iorque, criando um precedente para os bancos comerciais.

Em 1969, as medidas do IEJ foram suplementadas com dois mecanismos adicionais: o Programa Voluntário de Restrição ao Crédito Exterior (PVRCE) e o Departamento de Investimento Direto Estrangeiro (DIDE). Com essas novas medidas, os bancos concordaram em manter tetos voluntários em seus empréstimos a entidades estrangeiras, e as empresas multinacionais deveriam melhorar seus saldos de fluxos monetários, mandando menos dólares para suas subsidiárias no exterior e repartindo mais seus lucros. Por esses mecanismos se aplicarem somente às agências nacionais, os bancos americanos continuaram a financiar as atividades das empresas, mas agora em suas agências no exterior. Com esse movimento, mais bancos abriram agências no exterior para que pudessem competir com os bancos que já estavam no euromercado, expandindo o volume da atividade bancária internacional em dólares.

A expansão bancária que ocorreu no final dos anos 1960 e início dos anos 1970 trouxe consigo dois novos tipos de operações bancárias. A primeira foi o Banco de Consórcio Multinacional, um novo estabelecimento de crédito criado a partir da junção de instituições americanas e europeias, facilitando os negócios por conta da reputação dos bancos participantes, enquanto cada participante não era forçado a dispor de

muito do seu capital para realização dos empréstimos. A segunda operação foi a criação de agências insulares, que não eram realmente bancos, mas sim um instrumento para contornar os regulamentos do governo americano.

Uma vez estabelecidas as redes bancárias a nível mundial, o volume das operações bancárias internacionais explodiu. Os empréstimos e outros negócios internacionais passaram a se expandir muito mais rapidamente que os negócios internos. No Brasil, a dívida externa, que era de 3,8 bilhões de dólares no final de 1968, passou para 12,6 bilhões em 1973⁴. A competição dos bancos no âmbito internacional expôs os bancos à criação de formas de negociar renovadas e mais atrativas, tendo o crescimento como o grande objetivo a ser atingido — os banqueiros estavam mais preocupados em investir dinheiro novo do que em saber como os empréstimos seriam pagos algum dia. Esse tipo de competitividade tornou os bancos cada vez mais agressivos, atraindo mais facilidade nas negociações e assim cobrindo os custos da internacionalização.

Em 1969 e 1970, houve uma estabilização na situação monetária internacional, produto da recessão econômica americana causada pelo tardio aumento nos impostos e pela contenção monetária⁵, desacelerando a economia em 1969 e produzindo uma recessão em 1970. A recessão econômica enfrentada pelo país trouxe altas taxas de juros, que acabaram por atrair consideráveis fluxos de dólares do exterior, reduzindo a pressão especulativa sobre o dólar. Em 1971, o governo americano adotou políticas keynesianas⁶ e conseguiu se estabilizar novamente, dando um basta na recessão e nas altas taxas de juros. Entretanto, junto ao aumento dos gastos governamentais, foram tomados empréstimos do Banco Central dos Estados Unidos (o Federal Reserve Board - FED) para aumentar a oferta de moeda, o que viria a causar maiores déficits orçamentários, mais inflação e deterioração da posição competitiva para os produtos americanos. As políticas de Nixon, que era, então, o presidente dos Estados Unidos, trouxeram novamente queda das taxas de

⁴ Dados retirados do texto de Paulo Davidoff Cruz (1984).

⁵ A correção monetária e o aumento na arrecadação de impostos foram tomados de forma tardia uma vez que o dólar encontrava-se desvalorizado há décadas devido à grande quantidade de dólares no exterior, porém estava sendo mantido artificialmente valorizado pelo sistema de taxas cambiais fixas do FMI (MOFFITT, 1984).

⁶ Foram adotadas políticas de expansão monetária, redução de impostos, congelamento de preços e aumentos salariais (SILVA, 2010).

juros, provocando uma nova fuga de dólares para o exterior, uma “evaporação” do excedente comercial e uma nova deterioração do balanço de pagamentos. Em um momento em que as demandas europeias e japonesas por dólares se enfraqueciam, a política de Nixon forçava uma maior acumulação de dólares.

Conforme os efeitos dos déficits orçamentários da política de Nixon e do dinheiro artificialmente valorizado do FED começaram a se propagar pela economia em 1971, o perfil comercial americano deteriorou-se, enquanto a inflação e o desemprego aumentavam substancialmente. Ao sentirem que Nixon seria obrigado a desvalorizar o dólar, os agentes especulativos deslancharam, fazendo com que os Bancos Centrais fechassem seus mercados de moedas. Naquele momento, já estava claro, como frisou Edward Bernstein (1963)⁷, que “o dólar era o problema do sistema internacional” (BERNSTEIN *apud* MOFFITT, 1984).

Em 15 de agosto daquele ano Nixon anunciou o final do Acordo de Bretton Woods, sem avisar previamente o diretor executivo do FMI nem o presidente do FED de Nova Iorque. Primeiro, foi encerrado o lastro do dólar em ouro, bloqueando transações americanas com ouro. A partir desse momento, os governos estrangeiros não poderiam mais trocar suas reservas em dólares por ouro no Departamento do Tesouro. Depois, o presidente estabeleceu uma sobretaxa de 10% sobre as importações, com o objetivo de produzir pressão sobre o emprego e o balanço de pagamentos americano.

A derrubada do sistema monetário internacional que havia sido estabelecido ao fim da Segunda Guerra Mundial está no âmago de toda a falta de regulação ulterior. A morte desse sistema, em 1971, levou, por etapas, não somente ao desaparecimento de qualquer ancoragem internacional das moedas, como também à transformação do mercado de câmbio em um espaço onde moedas e ativos financeiros estão indissoluvelmente imbricados. (CHESNAIS, 1996, p. 248).

2.2. Aprofundando sobre a instabilidade cambial: os choques do petróleo e de juros

O ouro, após ser substituto equivalente do dólar, agora estava de fato fora do sistema monetário internacional. Após o colapso de Bretton Woods, o dólar ancorou

⁷ Participou de Bretton Woods como membro da delegação norte-americana, após ter desempenhado papel de liderança na elaboração técnica do Plano White — a proposta norte-americana para o Fundo — como diretor-assistente de Pesquisa Monetária do Tesouro dos EUA (ALMEIDA, 2014).

sua posição de moeda-chave internacional, associado à importância das instituições financeiras americanas e à dimensão do seu mercado financeiro doméstico. Assim, os Estados Unidos criaram, pela primeira vez na História, uma economia global baseada predominantemente em uma única moeda sem lastro (fiduciária), o dólar. Quando o dólar deixou de estar vinculado a qualquer mercadoria real (ou seja, ao ouro), garantiu-se um grau de autonomia de política ainda maior para o país emissor da moeda-chave. Nesse contexto, a gestão da política monetária americana e, assim, as variações da taxa de juros básica do sistema, que influenciam decisivamente a direção dos fluxos internacionais de capitais, passariam a depender estritamente do ciclo econômico doméstico americano.

Simultaneamente, ao ganhar essa característica fiduciária, os Estados Unidos puderam incorrer em déficits comerciais recorrentes, o que teria resultado em outra especificidade do sistema monetário internacional após Bretton Woods: o caráter devedor líquido do país emissor da moeda-chave. Esse caráter introduz novas fontes de instabilidade ao sistema, pois a política monetária americana também está subordinada, mesmo que em menor grau, à necessidade de rolagem da dívida pública mobiliária interna e de sustentação do valor do dólar. 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 a qual, dada a sua posição central no sistema, se transmite aos demais países centrais e periféricos (BELLUZZO, 1997). Como destaca Eichengreen (2000), estas duas dimensões estão intrinsecamente vinculadas: a tendência de aumento da flexibilidade cambial no pós-guerra constitui uma consequência inevitável da crescente mobilidade de capitais.

No final de 1973, o aumento dramático dos preços do petróleo⁸ representou um desenvolvimento crucial no euromercado, que foi utilizado para o processo de

⁸ O primeiro choque do petróleo ocorreu em outubro de 1973, durante a Guerra do Yom Kippur (quarta guerra árabe-israelense desde a fundação de Israel em 1948) quando a Organização dos Países Árabes Exportadores de Petróleo (OPEP) determinou cortes progressivos de produção de petróleo para os países neutros no conflito e impôs um embargo total sobre os aliados de Israel, em especial os Estados Unidos, considerado pelos árabes como um dos principais parceiros do Estado israelense. Além da interrupção do fornecimento, os produtores de petróleo estabeleceram um preço muito mais alto que a média histórica até aquele momento, alterando significativamente as condições do mercado petrolífero mundial (NUNES, 2016).

reciclagem dos petrodólares⁹, em que a renda dos países produtores de petróleo cresceu muito acima das necessidades de investimentos para manter a eficiência econômica, gerando um excedente financeiro. O destino dado à boa parte desses excedentes financeiros foi a entrada nas principais praças financeiras do mundo. Esses recursos foram emprestados pelos bancos aos países consumidores de petróleo, que, de outra forma, não teriam divisas o suficiente para comprar petróleo da OPEP, fazendo a economia mundial sofrer uma grande parada. Para a realização do processo de reciclagem, a OPEP depositou suas rendas no euromercado e os bancos fizeram os empréstimos, servindo para equilibrar a balança de pagamentos. Com os enormes fluxos de renda que começaram a fluir para o Oriente Médio após 1973, esse ritual se tornou crucial para a sobrevivência do sistema bancário internacional.

Ademais, após esse choque do petróleo, com elevada liquidez devido aos petrodólares, os eurobancos se tornaram os principais responsáveis pelo processo de reciclagem dos petrodólares. A partir dessa época, estabeleceram-se também os euroempréstimos integrados, o principal mecanismo de empréstimos do euromercado. Com essa modalidade de empréstimos, os bancos líderes não precisavam assumir todo o risco dos empréstimos. Os preços dos empréstimos integrados eram fixados a partir da taxa de juros LIBOR¹⁰ (taxa de oferta interbancária em Londres), adicionada uma margem (o *spread*) que é inversamente proporcional à credibilidade atribuída ao tomador do empréstimo.

Para os grandes bancos americanos, a expansão dos negócios internacionais foi essencial para sua sobrevivência, uma vez que, nos anos 1970, as atividades bancárias tiveram muitas quedas de lucros devido à inflação e severa recessão de 1974-75, além dos grandes prejuízos no setor imobiliário que produziram drásticas quedas nas receitas domésticas. A salvação desses bancos foi, portanto, as volumosas e crescentes receitas vindas do exterior. Sem essa grande expansão internacional, alguns dos maiores bancos de Nova Iorque poderiam ter ido à falência, ou ter realizado liquidações e incorporações forçadas. Em menos de uma década, os

⁹ As quantias substanciais de dólares advindas dos países árabes após o primeiro choque do petróleo eram colocadas no euromercado e emprestada pelos bancos aos países mais pobres importadores de petróleo que precisavam do dinheiro para ao menos evitarem sua insolvência (NUNES, 2016).

¹⁰ LIBOR, sigla para *London Interbank Offered Rate*, é uma taxa referencial utilizada para o cálculo de grandes empréstimos realizados entre instituições financeiras sediadas fora de Londres, mas que realizam as operações na capital da Inglaterra.

maiores bancos americanos tornaram-se extremamente dependentes de lucro no exterior.

O euromercado transformou o caráter da atividade bancária, pois, ao unir mercados financeiros nacionais, ele criou um único mercado mundial de dinheiro, que se tornou a maior fonte de empréstimos do mundo. Agora, no lugar de bancos locais transacionando em uma única moeda em um mercado nacional, havia um vasto e integrado sistema mundial de capitais e moedas, dando início ao que seria a globalização financeira. No entanto, ainda era necessário abrir todas as restrições existentes nas contas de capital do balanço de pagamentos dos países, medida que só irá ocorrer com o avanço do neoliberalismo, que será discutido mais adiante. Nos euromercados, essas euromoedas conseguiram fugir dos controles cambiais e das leis de fluxos transacionais, para um mercado onde não existam controles e qualquer agente possa operar ou simplesmente investir. A criação desse mercado possibilitou que a atividade bancária internacional crescesse mais do que a produção mundial e o comércio internacional. Como colocado por David Kern, economista do National Westminster Bank de Londres, “a existência de vastos e eficientes mercados de capitais tem, sem dúvida, sido um sensível veículo para os desestabilizantes fluxos de capital de curto prazo — uma das principais causas para o colapso de Bretton Woods” (KERN *apud* MOFFITT, 1984, p. 85).

Existem duas características institucionais básicas do euromercado que lhe possibilitam uma vantagem comparativa sobre mercados nacionais de moeda. Uma é a inexistência de reservas compulsórias sobre os depósitos do euromercado, possibilitando aos bancos pagarem mais por depósitos e cobrarem menos por empréstimos em Londres do que em Nova Iorque. Além disso, não há controle sobre as taxas de juros. A maioria dos euroempréstimos têm taxa de juros flutuantes, que são ajustadas semestralmente para refletir as variações da LIBOR. Na prática, o mercado interbancário permite a um eurobanco oferecer um empréstimo e, simultaneamente, procurar os recursos para realizá-lo. Portanto, a prática dos euromercados encorajam uma política agressiva de empréstimos, na qual os bancos podem prometer empréstimos de longo prazo, simplesmente captando recursos com dinheiro de curto prazo conseguido no mercado interbancário (MOFFITT, 1984).

Os euromercados internacionalizaram a economia de endividamento, verdadeiro câncer da economia mundial. Sua formação é o primeiro passo,

sem dúvida o mais decisivo, de um processo que colocou, primeiro os países do Terceiro Mundo, e hoje o sistema mundial como tal, à mercê do capital rentista. (CHESNAIS, 1996, p. 251).

A transição de um sistema monetário controlado pelo governo americano para um sistema orientado para o mercado foi marcada por diversas crises e mudanças bruscas de política. Foi desencadeada uma disputa entre os governos e os bancos privados pelo controle do sistema monetário internacional. O aumento dessa disputa se deu durante as crises cambiais de 1972 e 1973, em que os governos começaram a perder suas influências diante dos acontecimentos. Durante esse processo de transição, os governos perderam o controle sobre as taxas de câmbio, iniciando-se um regime de taxas flexíveis. Por exemplo, no caso do Brasil, desde o final da década de 1960 era utilizada uma política cambial de minidesvalorizações¹¹. Essa transição de sistema foi desencadeada devido à forte especulação contra os dólares no mercado de câmbio.

Kregel (1999), seguindo a tradição de Keynes e Minsky, defende que essas crises são sistêmicas — não decorrendo de fatores extramercado ou das chamadas “falhas de mercado”, como nos modelos convencionais — e foram geradas endogenamente a partir da absorção de intensos fluxos de capitais, que resultou na emergência de situações de fragilidade macroeconômica e financeira doméstica (PRATES, 2005, p. 264).

Com a crescente instabilidade das moedas, as flutuações cambiais passaram a ser uma variável determinante no desempenho do balanço das grandes empresas¹². O êxodo de moedas e o aumento de mercados internacionais de câmbio foi um fator importante para que as empresas evitassem prejuízos, por causa das flutuações cambiais e da obtenção de lucro via movimentos especulativos, com a variação da composição de moedas estrangeiras em carteira. As empresas multinacionais, os bancos e outros investidores começaram a alocar maiores quantias de seu capital na

¹¹ O sistema adotado pelos responsáveis pela política monetária brasileira consistiu em mudar a taxa oficial de câmbio, isto é, o valor do cruzeiro em relação ao dólar, em intervalos de tempo relativamente pequenos que variaram de 14 a 80 dias. O princípio básico de orientação na realização do ajustamento consistia na diferença entre o índice de inflação interno e o dos principais países com os quais o Brasil mantinha comércio, sobretudo os Estados Unidos, com o objetivo de romper o valor da taxa de câmbio diante de um cenário de inflação alta (SUPLICY, 1974).

¹² Foi amplamente utilizada pelas empresas a estratégia de “Leads & Lags”, na qual temos os indicadores *leading* e *lagging*. Os indicadores *lags* são as métricas que possibilitam analisar o passado de uma empresa, ou seja, verificar os resultados obtidos pelas ações ou estratégias realizadas ao longo do tempo até o presente, enquanto os indicadores *lead* são as estratégias de futuro baseadas nas informações de análise do passado, representam aquilo que funcionou, o que não funcionou, os erros cometidos e outros fatores que possam ser aprimorados ou corrigidos (OLIVEIRA, 2008).

forma de moedas estrangeiras para enfraquecer o dólar e aumentar a pressão de demanda por outras moedas, como marco, euro e iene, fato que também foi de extrema importância para o colapso do sistema de Bretton Woods.

As empresas protegiam-se contra possíveis desvalorizações, realocando suas composições cambiais de ativos líquidos e dívidas, pagando antecipadamente suas dívidas em moedas com expectativas de valorização e atrasando os pagamentos em moedas com expectativas de desvalorização.

Com a consolidação das taxas de câmbio flexíveis, muitos banqueiros e executivos começaram a especular no mercado de moedas, obtendo lucros com a compra e venda de divisas, fazendo dinheiro através das flutuações cambiais. Os mercados internacionais de câmbio começaram a se distanciar de seu objetivo original de financiar o comércio internacional e ficaram mais preocupados com a atividade especulativa. Os bancos facilitavam a especulação contra o dólar ao trocarem dólares por moedas estrangeiras e emprestarem estas aos seus clientes. Charles Coombs, diretor do FED de Nova Iorque, ressaltou que os mercados de moedas “tornaram-se um tipo de cassino desordenado, onde as chances eram maiores para os jogadores do que para a casa” (COOMBS apud MOFFITT, 1984).

Por serem os que movimentam os bilhões e bilhões de dólares de capitais que transitam, a cada dia, de um país para outro, os mercados financeiros tornaram-se, ao mesmo tempo, polícia, juiz e júri da economia mundial, o que não deixa de ser preocupante, dada sua propensão a enxergar os acontecimentos e políticas através das lentes deformantes do medo e da cobiça (FINANCIAL TIMES, 30 de setembro de 1994 apud CHESNAIS, 1996, p. 237).

Os bancos lucraram consideravelmente com a crise cambial de 1973¹³, citando Jane D’Arista

[...] Os bancos internacionais foram os grandes beneficiados da especulação cambial. Eles proviam os recursos para os agenciadores especularem de modo que nem estes nem seus credores (os próprios bancos) saíam perdendo. Como tem sido amplamente argumentado, os verdadeiros perdedores eram os bancos centrais. (D’ARISTA, 1973 apud MOFFITT, 1984, p. 86).

¹³ O ano de 1973 marcou a deflagração de um período de profunda instabilidade e de indefinição de regras claras para a reorganização do sistema monetário e financeiro internacional. As transformações econômicas internacionais entre 1971 e 1973 deflagraram, também, mudanças na política externa norte-americana: decisões unilaterais, comprometidas com interesses nacionais, e políticas reparatórias para lidar com as consequências dessas decisões assumiram o primeiro plano das relações entre os Estados Unidos e o resto do mundo (COMBAT, 2019).

Os bancos centrais eram “os perdedores” dado que, ao resgatarem os dólares que haviam sido trocados nos mercados europeus de moedas, os bancos viam suas dotações de dólares se avolumando. Além disso, esses fluxos de dólares eram inflacionários, pois a intervenção em mercados de câmbio aumentava a inflação e, por isso, os bancos centrais eram forçados a expandirem suas ofertas monetárias mais rapidamente do que fariam em condições normais. Diante dessas intervenções, os governos perceberam que não poderiam controlar os fluxos de capitais privados, portanto, de nada adiantaria tentar controlá-los.

De acordo com Daniela Magalhães Prates (2005), a denominação em dólar das operações plurimonetárias realizadas no mercado financeiro internacional cumpre três funções primordiais para os investidores globais: 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 passou a cumprir o papel de moeda financeira de origem pública, capaz de ser denominador comum da riqueza financeira global. E os títulos da dívida pública americana consolidaram sua posição como um refúgio seguro nos momentos em que a confiança dos investidores globais é abalada (BELLUZZO, 1997).

O crescimento do mercado interbancário de euromoeda uniu radicalmente os bancos multinacionais, visto que, se algum banco entrasse em crise, todos os outros poderiam sofrer as consequências, criando ondas de choque que poderiam se propagar por todo o mercado. O regime de câmbio flutuante em um contexto de livre mobilidade de capitais não implicou maior estabilidade das taxas de câmbio e eliminação dos desequilíbrios dos balanços de pagamento, como propagavam os monetaristas no final dos anos 1960, mas uma extrema volatilidade das taxas de câmbio e de juros (BELLUZZO, 1995). Ao contrário do que se esperava, o regime de taxas flexíveis aumentou o descompasso nos pagamentos internacionais que passaram a ser maiores do que quando a taxa era fixa, as flutuações cambiais tonaram-se muito mais irregulares e os fluxos especulativos distorceram as políticas econômicas tanto nos países industrializados como nos países do Terceiro Mundo. Entretanto, por ter sobrevivido às crises dos sistemas bancários em 1974 e à reciclagem dos petrodólares, o sistema de taxas de câmbio flexíveis iludiu os governos com uma falsa impressão de consistência.

A globalização financeira, que se consolidou ao longo dos anos 80, constituiu um desdobramento das tendências já presentes no sistema financeiro internacional a partir da emergência do euromercado e da adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes. O conjunto de transformações financeiras subjacente a esse processo — a liberalização e/ou desregulamentação financeiras, a securitização das dívidas, a institucionalização das poupanças e a proliferação das inovações financeiras — surgiu nos Estados Unidos e passou a contaminar os demais países centrais, em ritmos e intensidade diferenciados e, sobretudo, o sistema financeiro internacional, exatamente em função da posição do dólar como moeda-chave e das políticas de desregulamentação e abertura financeiras lideradas por esse país. (PRATES, 2005, p. 269).

Como ressaltou Keynes (1936), em um ambiente caracterizado pela predominância de mercados financeiros organizados e líquidos, a lógica empresarial torna-se subordinada, enquanto a especulativa revela-se dominante. Nesse contexto, os investimentos não são mais realizados pela sua capacidade de produzir um fluxo de rendimentos que, capitalizados à taxa de juros corrente, superem o valor inicial desembolsado, mas são praticados em função do ganho de capital que podem gerar, a partir da expectativa de variação do valor de mercado do ativo no curto prazo. Como destacado por Braga (1997), essa dominância reflete a emergência de um novo padrão de gestão da riqueza denominado financeirização. Nesse padrão, que surgiu nos Estados Unidos e se difundiu progressivamente nos demais países centrais e no sistema financeiro internacional, a especulação tornou-se sistêmica e não apenas um momento dos ciclos, tendo caracterizado as ações de todos os agentes econômicos relevantes.

A lógica especulativa passou a determinar o comportamento do conjunto de agentes econômicos e condicionar suas decisões de consumo, poupança, investimento, aplicação financeira, endividamento e concessão de crédito, em âmbito doméstico e internacional. Deve-se salientar que, àquela altura, os interesses em jogo eram tão visivelmente contraditórios que as tendências mundiais eram policêntricas e parecia impossível aos Estados Unidos conseguirem reafirmar sua hegemonia, embora continuassem a ser a potência dominante (TAVARES, 1985).

Em 1979, frente à um crescente questionamento da posição do dólar como moeda-chave do sistema, reflexo da fragilização da liderança tecnológica e comercial dos Estados Unidos, o governo americano colocou em prática uma série de desdobramentos de política econômica interna e externa no sentido de reverter essas tendências e retomar o controle financeiro internacional através da chamada

diplomacia do dólar forte. Ronald Reagan, presidente do país na época, instaurou uma política keynesiana “de cabeça para baixo” e uma política monetária recessiva, redistribuindo a renda em favor das classes sociais mais ricas, aumentando o déficit fiscal e as taxas de juros (TAVARES, 1985). Esse choque nas taxas de juros reverberou no enxugamento da liquidez internacional, fazendo com que o dólar ficasse valorizado novamente, trazendo como resultado a recuperação econômica americana. Nesse período, a dívida externa brasileira, por exemplo, que já vinha crescendo continuamente após o II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND)¹⁴, atingiu aproximadamente 54 bilhões de dólares.

A subida da taxa de juros obrigou os demais países avançados a obterem superávits comerciais para financiar os déficits da conta de capital e, simultaneamente, adotarem políticas monetárias e fiscais restritivas, resultando em uma queda do dinamismo econômico. Para os Estados Unidos, o estabelecimento dessa política possibilitou a manutenção da autonomia de sua política econômica doméstica (CARNEIRO, 1999).

É nesse ambiente de instabilidade financeira e “descentralização” do sistema monetário internacional que ocorrem as transformações financeiras conhecidas pelas designações genéricas de globalização, desregulamentação e securitização (BELLUZZO, 1995).

2.3. Expansão do neoliberalismo: contexto histórico e globalização financeira

Diante do cenário econômico internacional contextualizado acima, teve início uma onda de liberalização dos fluxos financeiros. Entretanto, a ampliação desse cenário, que levaria posteriormente à globalização financeira, só foi possível após o desenvolvimento e a implementação dos princípios neoliberais nos países capitalistas, como será explicitado a seguir. A emancipação das políticas neoliberais foi de extrema importância para que pudesse ocorrer, de fato, o livre fluxo de capitais entre os países e para que essa dinâmica pudesse se expandir de forma internacional, gerando uma globalização dos fluxos financeiros, dado que, como foi definido por François

¹⁴ Lançado em 1974, o II PND buscou enfrentar a crise internacional da época sem levar o país à recessão, definindo uma série de investimentos em setores-chave da economia. Combinava ação do Estado, da iniciativa privada e do capital externo (IPEA, 2016).

Chesnais (1996, p. 25), “a globalização é a expressão das forças de mercado, por fim liberadas”.

O conceito de “globalização financeira” abrange tanto o desmantelamento das barreiras internas anteriores entre diferentes funções financeiras e as novas interdependências entre os segmentos do mercado, como a interpenetração dos mercados monetários e financeiros nacionais e sua integração em mercados mundializados, ou subordinação a estes. (CHESNAIS, 1996, p. 261).

As concepções da teoria neoliberal tiveram seu início após a Segunda Guerra Mundial, como uma reação teórica e política contra as intervenções do Estado na economia e a instauração do Estado de bem-estar que estavam ocorrendo na região da Europa e da América do Norte, onde o capitalismo já imperava nessa época¹⁵. Os teóricos neoliberais tinham como propósito combater o keynesianismo e o solidarismo reinantes e preparar as bases de um outro tipo de capitalismo, duro e livre de regras, para o futuro. Os autores argumentavam que o novo igualitarismo promovido pelo aumento da intervenção estatal destruíam a liberdade dos cidadãos e a vitalidade da concorrência, da qual dependia a prosperidade de todos (ANDERSON, 1995).

A tese neoliberal argumentava que os governos deveriam ter como principal meta a estabilidade monetária e, para isso, seria necessária uma disciplina orçamentária, com a contenção dos gastos com bem-estar e a restauração da taxa natural de desemprego, ou seja, deveria ser mantida uma elevada taxa de desemprego para tirar o poder de negociação dos sindicatos. Seriam imprescindíveis também reformas fiscais, com o intuito de redução de impostos sobre as rendas e os altos rendimentos, incentivando os agentes econômicos. Além disso, o ideário do neoliberalismo incluía como componente central o anticomunismo.

A teoria neoliberal defendia, essencialmente, a livre mobilidade dos capitais, uma vez que foram abandonados os fundamentos econômicos que justificaram, por décadas, os controles de capitais, tais como o sistema de taxas de câmbio fixas e a autonomia da política econômica doméstica em favor do estabelecimento do sistema de taxas flexíveis e a interdependência das políticas domésticas que foram

¹⁵ Em 1947, Friedrich Hayek, precursor da teoria neoliberal, convocou outros teóricos —como Milton Friedman, Karl Popper, Lionel Robbins, entre outros que compartilhavam de sua orientação ideológica — para uma reunião em Mont Pèlerin, na Suíça. Nessa reunião, ocorreu a fundação da Sociedade de Mont Pèlerin, um grupo de vertente neoliberal contra o Estado de bem-estar europeu e o *New Deal* instaurado nos Estados Unidos. Tal sociedade realizava encontros internacionais a cada dois anos (ANDERSON, 1995).

instaurados após o final da ordem de Bretton Woods e que levaram, posteriormente, a globalização financeira, como veremos no próximo capítulo (CARNEIRO, 1999).

No entanto, as condições internacionais não eram favoráveis para a expansão dessa teoria no momento em que ela surgiu, porque o capitalismo avançado estava adentrando sua idade de ouro, apresentando as taxas de crescimento mais rápidas da história durante as décadas de 1950 e 1960. Por essa razão, os perigos da regulação do Estado que eram levantados por essa teoria não pareciam ser reais naquele momento.

O ideário neoliberal passou a ganhar força com a chegada da grande crise do modelo econômico pós-guerra e o choque do petróleo em 1973, pois, como vimos, todo o mundo capitalista entrou em uma longa e profunda recessão, combinada com baixas taxas de crescimento e altas taxas de inflação.

Segundo Hayek (1944), autor que deu origem à teoria neoliberal, e outros teóricos que condiziam com a mesma ideologia, os motivos precursores da crise também estavam no poder excessivo dos sindicatos e, de maneira geral, nos movimentos operários, que haviam corroído as bases de acumulação capitalista com as pressões para aumento de gastos sociais por parte do Estado (HAYEK, 1944 apud ANDERSON, 1995, p. 1). Esse cenário teria destruído os níveis necessários de lucro das empresas capitalistas, desencadeando uma série de processos inflacionários que provocariam uma crise generalizada das economias de mercado. O capitalismo neoliberal foi, de fato, o responsável pela economia-cassino que se globalizou no mundo em meados da década de 1990.

Em 1979, foi eleito na Inglaterra o Governo Thatcher, sendo esse o primeiro país no centro do capitalismo a colocar em prática os princípios neoliberais¹⁶. Nesse período, foram tomadas medidas de contração da emissão monetária, elevação das taxas de juros, redução dos impostos cobrados em cima de altos rendimentos, abolição dos controles sobre os fluxos financeiros, criação de níveis elevados de

¹⁶ Em 1973, foi implantado no Chile um regime militar, liderado por Pinochet, que possuía como principal objetivo conter a inflação. Então, um grupo de economistas oriundos da Escola de Economia de Chicago, os *Chicago Boys*, conduziu uma política destinada a estabilizar o nível de preços, porém, além disso, eles inseriram reformas que buscaram dar ao mercado um papel maior na regulação da vida econômica do país. Os *Chicago Boys* foram bastante influenciados pela linha de pensamento monetarista veiculada por Milton Friedman e foram responsáveis por tornar o Chile o primeiro país a seguir a doutrina neoliberal (LIRA, 2010).

desemprego, corte de gastos sociais e lançamento de um amplo programa de privatizações. Apenas um ano após a inserção dos princípios neoliberais na Inglaterra, foi eleito, em 1980, nos Estados Unidos, o Governo Reagan, que também compartilhava desses ideais. Dado o contexto internacional da Guerra Fria, a prioridade de seu mandato era a competição militar com a União Soviética. Já na política interna, foram implementadas reduções nas alíquotas de imposto cobradas sobre a renda, favorecendo as classes sociais mais altas, e foram elevadas as taxas de juros. Reagan, no entanto, não colocou em prática a disciplina de equilíbrio orçamentário pregada na teoria neoliberal e lançou o país em uma corrida armamentista sem precedentes, que envolveu gastos militares massivos, criando um déficit público muito maior do que qualquer outro presidente anterior da história dos Estados Unidos (ANDERSON, 1995).

O avanço dos ideais do neoliberalismo pode ser dividido em três fases: primeiro, esses ideais foram implementados nos Estados Unidos e na Inglaterra, em seguida, outros países europeus também adotaram esse tipo de políticas ao longo dos anos 1980, e posteriormente, no final da década de 1980 e início da de 1990, esses ideais foram implementados em diversos países da América Latina e do Leste Europeu. O ideário neoliberal foi disseminado na América Latina como uma resposta à crise econômica pela qual algumas nações estavam passando por conta de suas políticas econômicas desenvolvimentistas que, segundo os críticos, haviam gerado uma grande dívida internacional e interna.

As medidas decididas, conjuntamente, pelos governos americano e britânico deram à luz o sistema contemporâneo de finanças, liberalizadas e mundializadas. Neste sistema, as instituições dominantes não são mais os bancos, e sim os mercados financeiros e as organizações financeiras que neles atuam. Pelo contrário, os bancos passaram a sofrer, na esfera financeira, a concorrência dessas formas recentes de centralização e concentração capitalistas - os fundos de pensão e os fundos mútuos -, ao lado das quais até os maiores bancos parecem anões. As medidas tomadas a partir de 1979 acabaram com o controle dos movimentos de capitais em relação ao exterior (entradas e saídas), ou seja, liberalizaram, melhor dizendo, escancararam os sistemas financeiros nacionais. Essas medidas também abrangeram as primeiras fases de um vasto movimento (que ainda está por ser concluído) de desregulamentação monetária e financeira, cuja primeira consequência foi acarretar, desde o começo da década de 80, a rápida expansão dos mercados de obrigações, interconectados internacionalmente. (CHESNAIS, 1996, p. 258).

Em novembro de 1989, o economista inglês John Williamson, diretor da instituição privada International Economics, reuniu, na capital dos Estados Unidos,

membros do FMI e do Banco Mundial, representantes do governo americano e economistas e políticos da América Latina, com o objetivo de discutir os problemas enfrentados pela região, como altas taxas de inflação, baixo crescimento econômico e problemas no fechamento do balanço de pagamentos. As conclusões dessa reunião foram denominadas posteriormente de Consenso de Washington. Essa reunião ocorreu em um momento em que diversas nações da América Latina estavam tentando renegociar suas dívidas externas, e as instituições norte-americanas as estimulavam a seguir o receituário neoliberal de desregulação de mercados, abertura de suas economias, implementação de práticas não-intervencionistas e abdicação de todos os projetos desenvolvimentistas. Foi estipulado, sob a tutela do governo dos Estados Unidos, que as nações endividadadas deveriam realizar a implantação das políticas neoliberais como condição para conceder cooperação financeira externa, bilateral ou multilateral. Na interpretação de Belluzzo (2007), o Consenso de Washington foi pensado como um “tratamento de choque” para as nações que apresentavam um excessivo endividamento.

De acordo com a abordagem de Washington as causas da crise latino-americana são basicamente duas: a) o excessivo crescimento do Estado, traduzido em protecionismo (o modelo de substituição de importações), excesso de regulação e empresas estatais ineficientes e em número excessivo; e b) o populismo econômico, definido pela incapacidade de controlar o déficit público e de manter sob controle as demandas salariais tanto do setor privado quanto do setor público. (BRESSER-PEREIRA, 1991, p. 6).

Os dez principais pontos do Consenso de Washington envolvem disciplina e reforma fiscal, redução e reorientação de gastos, flexibilização da taxa de juros, câmbio competitivo, liberalização e desregulamentação do comércio, privatizações, respeito aos direitos de propriedade e criação de um ambiente favorável para investimentos externos. As propostas estipuladas por John Williamson se dedicaram a dois objetivos básicos: por um lado, a drástica redução do Estado e a corrosão do conceito de nação; por outro, o máximo de abertura à importação de bens e serviços e à entrada de capitais de risco. Tudo isso foi feito em nome do grande princípio do ideal liberal da soberania absoluta do mercado auto regulável nas relações econômicas tanto internas quanto externas (BATISTA, 1994).

Apresentado como fórmula de modernização, o modelo de economia de mercado preconizado no Consenso de Washington constitui, na realidade, uma receita de regressão a um padrão econômico pré-industrial caracterizado por empresas de pequeno porte e fornecedoras de produtos

mais ou menos homogêneos. O modelo é o proposto por Adam Smith e referendado com ligeiros retoques por David Ricardo faz dois séculos. Algo que a Inglaterra, pioneira da Revolução Industrial, pregaria para uso das demais nações mas que ela mesma não seguiria à risca. No Consenso de Washington prega-se também uma economia de mercado que os próprios Estados Unidos tampouco praticaram ou praticam, além de ignorar completamente versões mais sofisticadas de capitalismo desenvolvidas na Europa continental e no Japão. (BATISTA, 1994, p. 18).

Como ressaltado por Paulo Nogueira Batista (1994), as diretrizes do Consenso de Washington seriam incorporadas por substancial parcela das elites políticas, empresariais e intelectuais da América Latina, como sinônimo de modernidade, passando seu receituário a fazer parte do discurso e da ação dessas elites, como se fosse de sua iniciativa e de seu interesse. Tudo se passou, portanto, como se as classes dirigentes latino-americanas houvessem se dado conta, espontaneamente, de que a gravíssima crise econômica que enfrentavam não tinha raízes externas — a alta dos preços do petróleo, a alta das taxas internacionais de juros, a deterioração dos termos de intercâmbio — e se devia apenas a fatores internos, às equivocadas políticas intervencionistas que adotavam e às formas autoritárias de governo que praticavam. Assim, a solução residiria em reformas neoliberais apresentadas como propostas modernizadoras, contra o anacronismo de nossas estruturas econômicas e políticas. Os países começaram, dessa forma, a admitir abertamente a tese da falência do Estado, visto como incapaz de formular políticas fiscais e monetárias, e transferir convenientemente essa grave responsabilidade a organismos internacionais.

No caso brasileiro, por exemplo, a adesão do Brasil aos pressupostos neoliberais ocorreu apenas em 1990, no Governo Collor, que daria ao seu alinhamento ao Consenso de Washington algumas características que disfarçariam a origem externa do programa governamental. O ex-presidente realizou a abertura unilateral do mercado brasileiro eliminando todos os obstáculos não-tarifários e iniciando um processo de redução acelerada das barreiras tarifárias, em plena recessão e sem a preocupação de buscar contrapartidas para os produtos brasileiros nos mercados externos nem de dotar o país de um mecanismo de salvaguardas contra práticas desleais de comércio de nossos competidores.

Silva (2010, p. 82) nos mostra o desdobramento desse alinhamento:

Nesse período, ocorreram uma sucessão de crises financeiras, começando pelo *crash* das bolsas de 1987 e pela eclosão em 1989, de uma bolha

especulativa nos mercados imobiliários e de securities. Além dessas crises da década de 1980, outras crises aconteceram na década de 1990, como a crise mexicana de 1994, a crise asiática em 1997, as crises cambiais na Rússia, no Brasil e na Argentina em 1998, e a bolha do ponto.com, em 2001, empresas americanas ligadas à internet. Um fato em comum é que todas essas crises aconteceram depois da abertura e desregulamentação financeira nesses países, além disso todas foram marcadas pelo caráter altamente especulativo, com o preço dos ativos subindo mais do que a lucratividade das empresas. (SILVA, 2010, p. 82).

Segundo Belluzzo (2007), a América Latina e o Caribe sofreram mais de quarenta crises financeiras entre 1980 e 1998. Entre 1990 e 2001, mais de noventa países sofreram crises severas, que resultaram em desvalorização do câmbio em pelo menos 25% em um mês e queda no mínimo 10% maior que no mês precedente. Conseqüentemente, o neoliberalismo surge como um fenômeno que corroeu um terço das poupanças, do poder aquisitivo e dos salários. E a economia mundial na década de 1990? É o que se verá na sequência.

3. O NEOLIBERALISMO E A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

“A globalização é a resultante da interação de dois movimentos básicos: no plano doméstico da progressiva liberalização financeira e no plano internacional da crescente mobilidade dos capitais” (CARNEIRO, 1999). Neste capítulo, iremos analisar como a expansão do neoliberalismo impulsionou o processo de globalização financeira que havia iniciado na década de 1970, sobretudo em consequência da liberalização e desregulamentação dos mercados, que posteriormente acarretariam grandes crises como a dos Estados Unidos em 2008.

3.1. Desdobramentos da globalização financeira e a economia mundial na década de 1990

De acordo com François Chesnais (1996), a globalização financeira decorreu da combinação dos seguintes movimentos: uma longa fase de acumulação ininterrupta do capital, a maior desde 1914, e as políticas de liberalização, privatização, desregulamentação e desmantelamento de conquistas sociais e democráticas, que foram aplicadas desde o início da década de 1980, durante os governos Thatcher e Reagan. Conforme Chesnais (1996) aponta, sem a intervenção política ativa desses governos e sem a implementação de políticas de desregulamentação, privatização e liberalização do comércio.

[...] o capital financeiro internacional e os grandes grupos multinacionais não teriam podido destruir tão depressa e tão radicalmente os entraves e freios à liberdade deles de se expandirem à vontade e de explorarem os recursos econômicos, humanos e naturais, onde lhes for conveniente. (CHESNAIS, 1996, p. 34).

Os Estados Unidos conseguiram, através de seus títulos públicos, instituir o dólar como a principal reserva de valor da riqueza financeira global. Por causa de sua importância internacional, da desregulamentação e da liberalização dos mercados financeiros nos países centrais, houve uma crescente designação da maior parte das operações em dólares, tornando-a a principal moeda dos mercados financeiros globalizados. Segundo Belluzzo (1997), o problema mais crucial do dólar enquanto moeda central do sistema estaria no caráter devedor líquido do país emissor, gerando complicações para o sistema monetário-financeiro internacional e tornando-o instável,

uma vez que a sustentação do valor do dólar depende da taxa de juros americana, e essa taxa controla a direção e a intensidade dos fluxos de capitais. Essa sustentação pode, em determinados momentos, ser contraditória em relação à estabilidade dos mercados globalizados, especialmente dos emergentes (BELLUZZO, 1997 *apud* CARNEIRO, 1999, p. 11).

Portanto, a política econômica internacional possuía uma contradição: por um lado, a posição desempenhada pela economia norte-americana na liderança do crescimento, fazia o crescimento global depender de sua expansão e, conseqüentemente, de baixas taxas de juros americanas, por outro lado, sua situação de fragilidade externa —caracterizada por elevados e recorrentes déficits em transações correntes e pela necessidade de financiá-los —, além de sua crescente posição de país devedor em frente o resto do mundo, gerava desconfianças sobre a trajetória de sua taxa de juros. Devido à globalização, as incertezas sobre as taxas de câmbio e de juros se transmitem aos demais países, e essa contradição vai, ao longo do tempo, reduzindo a credibilidade da política econômica.

A nova hegemonia monetária que passou a estar vinculado ao poder financeiro do dólar ampliou consideravelmente os privilégios da economia norte-americana. Os demais países estavam sob o controle materializado pelo tamanho, pela sofisticação e pela maturidade do mercado financeiro dos Estados Unidos, especialmente pela sua emissão de títulos públicos. A especulação, que não era um fenômeno novo na história do capitalismo, ganhou uma importância sem precedentes por conta das inovações financeiras da época (PLIHON, 1995 *apud* BIANCARELI, 2008).

A integração financeira internacional proveniente da globalização foi acompanhada pela abertura dos diferentes tipos de mercados (mercados de câmbio, de créditos, de ações e obrigações) e foi favorecida pela criação de novos produtos financeiros. Entre eles, temos o processo de securitização¹⁷, o desenvolvimento e a disseminação de instrumentos derivativos¹⁸, a emergência de investidores

¹⁷ Trata-se de um termo utilizado no mercado financeiro que nomeia o processo de negociação de dívidas de empréstimo ou contas em atraso, por exemplo, com investidores que aceitam o risco de inadimplência em troca de rendimentos.

¹⁸ Derivativos são instrumentos financeiros sempre derivados de um ativo, utilizados por pessoas ou instituições nos mercados futuros ou de opções. Esses instrumentos são utilizados para realizar *hedge* (proteção), para gerenciar riscos ou mesmo para especular.

institucionais¹⁹, acrescidos da tendência de universalização dos bancos (BIANCARELI, 2008). Sendo assim, a continuidade dos fluxos de capitais nos anos 1990 apresentou importantes aspectos a serem destacados, como veremos mais a fundo ao longo deste capítulo. Os dois aspectos mais relevantes foram a incorporação ou a reintegração dos países emergentes aos mercados de capitais e a ocorrência das crises no México, na Rússia e na América Latina, além da possibilidade de sua generalização em uma crise global, contaminando, dessa forma, inclusive os países centrais (CARNEIRO, 1999).

Foram, por conseguinte, nos campos monetário e financeiro em que ocorreram as maiores mudanças desse período, criando condições que permitiram ao capital concentrado atuar praticamente conforme suas vontades, quase sem a existência de controles ou freios. Em certos segmentos dos mercados financeiros, passou a existir uma quase completa integração dos mercados domésticos, os quais, na década de 1970 e 1980, estavam fechados para o mercado exterior, como no caso brasileiro, em que a abertura financeira ocorreu nos anos 1990. Em outros segmentos, por sua vez, a internacionalização se deu como resultado de uma estreita interconexão entre os mercados nacionais, advinda da liberalização dos movimentos de capitais e da desregulamentação.

Como discutido por J. Régnier, a esfera financeira é, em suma, um dos campos de valorização do capital, que deve gerar lucros como em qualquer outro setor (RÉGNIER, 1988 *apud* CHESNAIS, 1996, p. 240-241). Todavia, como destacado por François Chesnais (1996), a capacidade intrínseca do capital monetário de delinear um movimento de valorização “autônomo”, com características muito específicas, foi alçada pela globalização financeira a um grau sem precedentes na história do capitalismo.

A esfera financeira alimenta-se da riqueza criada pelo investimento e pela mobilização de uma força de trabalho de múltiplos níveis de qualificação. Ela mesma não cria nada. Representa a arena onde se joga um jogo de soma zero: o que alguém ganha dentro do circuito fechado do sistema financeiro, outro perde. Usando uma expressão de P. Salama e J. Valier (1991): “o ‘milagre da multiplicação dos pães’ não passa de miragem”. (CHESNAIS, 1996, p. 241).

¹⁹ Investidor Institucional é uma instituição que gere o capital de terceiros, buscando aplicar esse montante em aplicações financeiras lucrativas para seus cotistas. Entre essas instituições, estão bancos, seguradoras, fundos de investimentos e fundos de pensão.

Para que seja possível a entrada de recursos financeiros dentro da esfera do mercado financeiro, são necessárias a criação e a transferência de riquezas pelo investimento e pela mobilização de forças de trabalho de múltiplas qualificações. Apenas após a criação externa de valor e sua transferência para a bolha financeira, é possível a existência de diversos processos de valorização, em boa parte fictícios, que inflam ainda mais o montante nominal dos ativos financeiros. A partir da observação do capital monetário, Marx (1977 *apud* CHESNAIS, 1996) evidenciou a capacidade do capital monetário concentrado de viver às custas da esfera de criação de riqueza. O autor constata a formação de “uma massa organizada e concentrada de capital dinheiro que, ao contrário da produção real, está colocada sob controle dos banqueiros” (MARX, 1977 *apud* CHESNAIS, 1996, p. 246). Ainda de acordo com Marx, é essa massa que permitiu que esse capital deixasse de ser simples elo da valorização do capital na produção industrial, passando a se constituir em força independente e fonte de acumulação de lucros financeiros.

Para Marx (1977 *apud* CHESNAIS, 1996), o capital monetário que rende juros, representado por ele na forma D-D' (processo em que um capital D se fecunda e gera D', sem passar por um investimento produtivo) é a forma mais alienada e mais fetichizada da relação capitalista. Essa é a forma de “o dinheiro que gera mais dinheiro, um valor que valoriza a si mesmo, sem nenhum processo [de produção e de comercialização de mercadorias] que sirva de mediação entre os dois extremos” (MARX, 1977 *apud* CHESNAIS, 1996, p. 246-247). Segundo François Chesnais (1996, p. 247), a partir do momento em que os bancos e as demais instituições financeiras não se satisfazem mais com suas funções de intermediação financeira e de criação de crédito a serviço do investimento, “elas vão necessariamente abrir a transformação da esfera financeira em campo de valorização específico para operações de novo tipo, suscetíveis de proporcionar mais-valia e lucros financeiros²⁰”. Além desse cenário, o autor ressalta um novo desdobramento causado pelo crescimento do mercado financeiro internacionalizado: o mecanismo de transferência de riqueza para a esfera financeira através do serviço da dívida pública.

Em seu mais recente relatório anual, a UNCTAD ressalta que, em decorrência da securitização da dívida pública e da negociação desses títulos nos mercados de obrigações, “os rendimentos provenientes de juros, que haviam

²⁰ O termo “lucro financeiro” foi empregado no sentido de “revenda de um ativo financeiro a um preço superior ao seu preço de compra” (CHESNAIS, 1996).

sido quase eliminados durante as décadas de anos dourados' [...] começaram a aumentar rapidamente. Apareceu assim uma nova classe rentista, que vive da detenção de ativos da dívida pública [...]” (UNCTAD, 1995, p.194). (CHESNAIS, 1996, p. 247).

A esfera financeira não cria nada por si própria, ela capta seus recursos através da riqueza criada pelo investimento e da mobilização de uma força de trabalho de diversos níveis de qualificação. Dessa forma, quando porventura a esfera financeira tem seus recursos externos drenados, as tensões dentro desse circuito fechado se veem ampliadas e, com isso, são geradas crises financeiras. Sendo assim, a estabilidade do mercado financeiro é extremamente sensível às modificações de conjuntura, porquanto é a conjuntura que condiciona o volume de transações, a partir do qual serão formados os lucros financeiros. Foi, portanto, dessa forma que o sentido de determinação das crises foi invertido, passando a originar-se na órbita financeira e deslocando-se, posteriormente, para o plano produtivo.

Além disso, assim como ressaltado por Biancareli (2008), na formulação keynesiana original, o comportamento dos investidores em mercados secundários líquidos, em que o motivo especulação predomina sobre o motivo empresarial, é o de manada. Ou seja, os movimentos estão sujeitos a surtos de otimismo exagerado e infundado, seguidos por correções abruptas e violentas.

Falando de sua própria atividade, um banqueiro belga explicou, numa entrevista ao jornal *Le Monde* de 11 de abril de 1995: “O problema de fundo é que não se cria riqueza a partir do nada e que é preciso haver poupança para investir [para sermos exatos, é preciso haver previsões favoráveis de parte das companhias detentoras de poupança que aceitem se investir]. É muito agradável quando se cria uma bolha financeira, é riqueza a partir do zero”. (CHESNAIS, 1996, p. 309).

Esse processo possuía uma dimensão sobretudo Norte-Sul, entretanto era inerente também aos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). Como apontado em 1994 pelo FMI, os títulos públicos representavam o segmento de maior importância dos mercados de obrigações globais. Seu volume de transações era superado apenas pelo mercado de câmbio²¹. Nesse contexto, “as conhecidas máximas da teoria bancária clássica, tais como ‘créditos geram depósitos’ ou ‘o crédito alimenta o crédito’, evidenciavam, ao mesmo

²¹ O mercado de câmbio era, nessa época, do “segmento de mercado mais importante por seu volume, o mais imprevisível em seus movimentos e o mais devastador em seus efeitos econômicos” (CHESNAIS, 1996).

tempo, o poder dos banqueiros de criarem meios monetários e a necessidade de que os bancos centrais os controlassem” (CHESNAIS, 1996, p. 252).

Ademais, a formação dos mercados de obrigações abertos aos investidores financeiros estrangeiros possibilitou que os países industrializados pudessem securitizar ativos da dívida pública, isto é, realizar o financiamento dos déficits orçamentários mediante a aplicação, nos mercados financeiros, de bônus do Tesouro e outros ativos da dívida. Além disso, os grandes fundos de pensão e os fundos mútuos de investimento foram largamente beneficiados pelas reformas constitutivas da mundialização financeira e pela adoção de financiamento dos déficits orçamentários dos países da OCDE, através da aplicação de ativos no segmento de obrigações dos mercados financeiros.

Os interesses capitalistas, sobretudo os de caráter rentista²², foram beneficiados tanto por mudanças no regime fiscal²³ quanto por oportunidades de evasão oferecidas pela liberalização dos fluxos financeiros, além do enriquecimento através da detenção de títulos públicos de curto prazo. No contexto da globalização, os fluxos bancários de curto prazo adquirem caráter compensatório, movimentando-se no sentido contrário aos fluxos não bancários, tendo também um caráter especulativo intrínseco (CARNEIRO, 1999).

Ocorreu, no final da década de 1980, uma inversão dos movimentos de tomada de crédito quando os fluxos para o Terceiro Mundo foram suspensos. Assim, os países da OCDE, sobretudo os Estados Unidos, tornaram-se os principais tomadores de empréstimos. Iniciava-se assim a era da “mercadorização dos financiamentos”²⁴, na qual a mundialização propagava-se por efeito de contágio, uma vez que os demais Estados nacionais viam-se obrigados a se alinharem às práticas norte-americanas de concessão de bônus do Tesouro e desregulamentação de bancos e grandes companhias de seguros. A tentativa de regular os mercados financeiros locais teria como risco a possível marginalização dessas moedas, na medida em que

²² As operações próprias à esfera financeira dão origem a camadas da burguesia de caráter essencialmente rentista, no preciso sentido econômico de que os rendimentos de que usufruem provêm de transferências a partir da esfera de produção e circulação.

²³ A liberalização dos mercados financeiros possibilitou que os governos realizassem à securitização (titularização) dos ativos da dívida pública, isto é, financiassem os déficits orçamentários mediante aplicações de bônus do Tesouro e outros ativos da dívida, nos mercados financeiros (CHESNAIS, 1996, p. 259).

²⁴ Termo utilizado por J. Régnier, em *les nouveaux produits financiers* (1988) (*apud* CHESNAIS, 1996).

aumentariam os custos de transação com elas, tornando-as, dessa forma, menos atrativas.

A queda de alguns regulamentos e abertura da conta de capital do balanço de pagamentos aumentou a garantia de impunidade adquirida pelos grandes operadores. Por essa razão, a mundialização financeira pôde avançar de forma ainda mais rápida e desenfreada. Com ela, nascia a política do *too big to fail*²⁵.

Em termos estruturais, pode-se dizer que o câmbio flutuante, a liberalização financeira e a manutenção do dólar como moeda de reserva internacional, características da era pós Bretton-Woods são como um terreno fértil para a constituição de gigantes financeiros, os quais também se beneficiam largamente das inovações tecnológicas para ganhar em escala em suas transações financeiras. (BARTH AND WIHLBORG, 2016 *apud* JUNQUEIRA, 2017, p. 25).

Como consequência da liberalização e da desregulamentação, ocorreu a quase completa perda de controle pelos bancos centrais, afetando inclusive o Federal Reserve americano, tornando as taxas de juros muito mais móveis. Essas passaram a ser estabelecidas exclusivamente pelos operadores mais poderosos, que detinham agora o comando sobre as tendências dos mercados financeiros (fundos de investimentos e de pensão). Em seguida, houve a abolição de regulamentações e controles sobre a fixação de preços dos serviços bancários, mudança que afetou profundamente todo o mercado internacional de capitais (CHESNAIS, 1996, p. 261).

[...] na década de 1980, essas restrições se romperam em vários pontos. A principal causa foi a desregulamentação. Os bancos tradicionais eram seguros, mas, também, muito conservadores; inclusive, em tese, por não direcionarem o capital para seus usos mais produtivos. A cura, argumentavam os reformadores, consistia em mais liberdade e em mais competição: permitir que os bancos apliquem o dinheiro onde lhes parecesse melhor e admitir que mais participantes competissem pelos recursos de poupança. De alguma maneira, os reformadores se esqueceram de que, assim, os bancos dispõem de mais liberdade para assumir maus riscos e de que, ao reduzirem seu valor intrínseco, também teriam menos incentivos para evitar maus riscos. Mudanças no mercado, principalmente o surgimento de fontes alternativas de financiamento para as empresas, erodiam as margens de lucro dos bancos que insistissem no estilo seguro e superado de fazer negócios. E, assim, a década de 1980 foi marcada por uma espécie de epidemia de risco moral²⁶. (KRUGMAN, 2009, p. 67).

²⁵ Teoria adotada pelos órgãos de regulamentação bancária dos Estados Unidos até 1991, pela qual os grandes bancos não poderiam ir à falência. Por conta disso, algumas dessas instituições eram apoiadas pelo governo quando passavam por uma crise. A metodologia era utilizada para identificação de bancos e seguradoras sistemicamente relevantes em escala global.

²⁶ O termo “risco moral” se originou no setor de seguros e passou a referir-se a qualquer situação em que alguém decide o nível de riscos aceitável, enquanto outros assumem os custos, se algo der errado. As operações de empréstimos, em si mesmas, tendem a gerar risco moral (KRUGMAN, 2009, p. 64).

Diante desse cenário de instabilidade das taxas de juros e com a volatilidade das taxas de câmbio, os bancos lançaram novos produtos, por exemplo, instrumentos de emissão, instrumentos de opções múltiplas, contratos de fixação de taxas de juros, *swaps* etc. Ademais, essas inovações garantiram aos operadores a possibilidade de fabricação de outras divisas (CHESNAIS, 1996). O direito irrestrito de governos e empresas de emissão desses papéis e o aumento de movimentos especulativos com divisas provocaram um substancial aumento da quantidade de dinheiro virtual²⁷ nos mercados do mundo.

Pode ocorrer, em paralelo, o que é chamado de *foreign-domestic use* ou *currency substitution*: o uso de uma moeda estrangeira no interior do espaço nacional de outra economia, ou o desafio da soberania no exercício local das três funções da moeda. nesta ordem: reserva de valor, unidade de conta, e finalmente meio de pagamento quando o padrão monetário entra definitivamente em colapso. (BIANCARELI, 2008, p. 8).

Segundo Carneiro (1999), o investimento estrangeiro direto (IED) possuía um papel equilibrador, no que tange os desequilíbrios cambiais: uma taxa de câmbio desvalorizada atrai fluxos de IED, aumentando conseqüentemente a oferta de moeda externa internamente. Esse movimento ocorre porque as baixas taxas de câmbio indicam baixos preços de ativos domésticos e, assim, elevada rentabilidade dos setores produtores de bens comercializáveis (*tradables*).

Um importante aspecto da globalização já nos anos 80, diz respeito a volatilidade dos fluxos de capitais. A teoria convencional sugere que os fluxos que guardam independência da situação de balanço de pagamentos do país receptor e que buscam rentabilidade de longo prazo são menos voláteis do que aqueles que se movem pelo diferencial de juros de curto prazo e que em geral estão associados à situação de balanço de pagamentos. Testes estatísticos realizados por Turner (1991) sugerem o seguinte ranking quanto à volatilidade: empréstimo de longo prazo, investimento direto, investimento de porta-fólio, empréstimo de curto prazo. Dada a pouca importância dos empréstimos de longo prazo, o IDE fica sendo o fluxo de natureza mais estável. (CARNEIRO, 1999, p. 18).

O autor ressalta ainda que, durante a década de 1990, do ponto de vista da importância dos fluxos quanto à sua magnitude, a hierarquia manteve-se na seguinte ordem: portfólio, IDE e empréstimos bancários de curto prazo.

²⁷ Grande parte desses papéis era lançada na suposição de que o governo ou a empresa que os emitira, iria conseguir transformá-la em riqueza real e assim resgatá-la pelo valor que ela supõe representar. Essa suposição abrange a esfera subjetiva da economia, que opera não com base em valores materiais, mas sim com a expectativa de ganhos futuros. Dessa forma, quando a empresa ou o governo não conseguia ressarcir o detentor dos seus papéis, tornavam-se insolventes, provando que faltara regras e supervisão adequadas (ARRUDA, 1999).

A economia adquiriu uma nova dinâmica com caráter cíclico, sobretudo ao denominado ciclo de ativos. A partir desse movimento, os bancos conseguiram expandir seu poder de compra através da expansão de crédito. Esse crédito foi destinado, principalmente, para a compra de ativos mobiliários, ou mesmo imobiliários. Dado que a liberalização financeira ampliou a participação dos ativos financeiros na riqueza ou patrimônio das famílias e empresas, o aumento dos preços desses ativos gerou um impacto significativo nas decisões de consumo e investimentos. Contudo, os ativos passaram a ser comprados dentro de uma perspectiva especulativa, não sendo mais adquiridos em função de rendimentos futuros, mas da expectativa de ganhos patrimoniais (CARNEIRO, 1999).

No início da década de 1990, os países da OCDE enfrentaram uma recessão econômica, seguida de uma conjuntura marcada por desinflação acelerada, especialmente para os produtos do setor primário, dos quais a renda dos países em desenvolvimento era dependente. Nesse cenário, a marginalização de diferentes regiões em relação às potências econômicas foi agravada, culminando em graves e frequentes conflitos comerciais, especialmente entre os Estados Unidos e o Japão (CHESNAIS, 1996, p. 302-303). Enquanto isso, a economia mundial enfrentava diversos choques monetários e financeiros²⁸, de diferentes configurações e complexidades, porém que se tornavam cada vez mais recorrentes.

A globalização financeira trouxe consequências a diversas áreas estruturais e seus efeitos surtiram em mudanças que ressoam na atuação governamental até os dias atuais. A ascensão de políticas neoliberais impostas pelo Consenso de Washington levaram diversos países, sobretudo na América Latina, a adotar uma redução de impostos sobre os rendimentos resultados de aplicações financeiras. Os governos, em uma tentativa de compensar a queda da receita fiscal, aumentaram a dívida pública, diminuindo sua capacidade de intervenção. Esse cenário levou diversos países a enfrentarem crises fiscais dos Estados, ocorrendo um efeito de aceleração das privatizações e desregulamentações por parte das nações como forma de contornar o aumento da dívida pública (CHESNAIS, 1996).

²⁸ Como ressaltado no segundo capítulo, a década de 1990 foi marcada por diversas crises: a crise mexicana de 1994, a crise asiática em 1997, as crises cambiais na Rússia, no Brasil e na Argentina em 1998.

No caso do Brasil, a dívida federal em títulos subiu de R\$ 61,8 bilhões em dezembro de 1994 para R\$ 624,1 bilhões em dezembro de 2001. Em paralelo, a dívida líquida do setor público que era inferior a 30% do PIB em 1994 alcançou mais de 50% do PIB em 2002. No período, 80% da dívida federal em títulos era composta por papéis pós-fixados, com remuneração referenciada à taxa de juro de curto prazo, ou de papéis cambiais, indexados à variação da taxa de câmbio. Além disso, cerca de 45% da dívida líquida consolidada era externa ou indexada à taxa cambial (JUNIOR, 2002).

Segundo Ricardo Carneiro (1999), uma visão crítica sobre as consequências da globalização destaca problemas como: a perda de relação entre as taxas de câmbio e a situação em conta-corrente dos balanços de pagamentos; a permanência dos “riscos de país” elevados e diferenciados, presentes nas taxas de juros desiguais, afetando desigualmente a capacidade doméstica de fazer política econômica; e a permanência da assimetria na política econômica com as mudanças a partir dos Estados Unidos, afetando mais o resto do mundo que o contrário.

Com os governos, empresas e bancos em todo o mundo sobre-endividados e correndo risco de quebrar, o estoque de títulos da dívida pública passaram a desempenhar um papel central de lastro dos movimentos especulativos. À vista disso, os bancos reagiram incrementando inovações financeiras de risco sistêmico crescente, como a diversificação em atividades não financeiras e o financiamento à especulação imobiliária. Como concluído por M. Aglietta, essas limitações sofridas pelos bancos acentuaram a recessão no início da década de 1990 (AGLIETTA, 1995 *apud* CHESNAIS, 1996).

3.2. A vulnerabilidade externa dos países da América Latina

A bolha especulativa, formada a partir da liberalização financeira, era composta por todas as moedas que circulavam em grande velocidade pelo mundo, procurando oportunidades para se reproduzirem sem esforços, como vimos, sem necessidade de trabalho produtivo, tampouco de criação de riquezas reais e valorizando-se apenas através do movimento especulativo com divisas, produtos que serão comercializados no mercado futuro e títulos da dívida externa dos países endividados. São responsáveis pela formação das bolhas os grandes bancos de investimentos, os

fundos de pensão e outros tipos de investidores — institucionais, privados e estatais — que geram enormes fluxos financeiros com grande velocidade de circulação. É a grande circulação desses fluxos especulativos que geram crises, atacando especulativamente as moedas locais — quando entram, mas principalmente quando saem²⁹ das diferentes economias (ARRUDA, 1999).

Em suma, dado o contexto de assimetria de informação e poder, opiniões divergentes, incerteza e preferência elevada pela liquidez que caracteriza os mercados financeiros contemporâneos, os agentes protagonistas nesses mercados (fundos mútuos e de pensão, grandes bancos e tesouraria das grandes empresas) são obrigados a formular estratégias com base numa avaliação convencionada sobre o comportamento dos preços e são os formadores de convenções. Suas estratégias são mimetizadas pelos demais investidores de menor porte e informação, implicando a formação de bolhas especulativas e posteriores colapsos de preços. (COUTINHO; BELLUZZO, 1996 *apud* PRATES, 2005, p. 273).

Durante a década de 1990, os países em desenvolvimento, principalmente na América Latina, passaram a trocar sua política de substituição de importações e repressão financeira por políticas de incentivo à exportação e liberalização do mercado. As consequências desse processo foram: a liberalização dos mercados domésticos e a maior dificuldade em controlar os fluxos financeiros internacionais, em função do Consenso de Washington. Além disso, com o aumento do número de bancos comerciais que concediam empréstimos para os países em desenvolvimento, cresceu também o volume dos fluxos internacionais de capital, tornando mais difícil seu gerenciamento por parte dos governos.

Nos anos 1980, o endividamento dos países do hemisfério sul, causado tanto por irresponsabilidade dos governos quanto de seus credores internacionais, chegaram a níveis de insolvência. Em troca da renegociação de seus enormes montantes de dívidas, os países credores impuseram regras, através do Consenso de Washington, com o objetivo principal de liberalizar essas economias e os mercados dos países da América Latina. Tais regras serviriam para neutralizar o poder regulador dos governos, inclusive através de privatizações e desnacionalizações de empresas do Estado.

O sobre-endividamento dos países do hemisfério Sul, acompanhados agora dos países do Leste europeu, representa uma forma moderna de colonização. Estão obrigados a servir a dívida aos credores do Norte num horizonte que não parece ter fim, como se estivessem pagando um tributo

²⁹ Retirada especulativa é o nome mais adequado para a saída precipitada dos dinheiros desses agentes dos mercados de capitais de um país (ARRUDA, 1999).

regular às metrópoles coloniais. Com uma diferença importante: essas metrópoles não são mais apenas os países colonizadores ou imperiais, mas também empresas e bancos privados com base nos países ricos, e as instituições financeiras multilaterais — o Banco Mundial, o FMI e os bancos de “desenvolvimento” regionais. (ARRUDA, 1999, p. 6).

Dessa forma, os governos dos países endividados, que já possuíam uma série de vulnerabilidades, trocaram riquezas reais por riquezas especulativas. Esse cenário levou esses países a entrarem em um ciclo vicioso, no qual necessitavam de mais empréstimos, não para investimentos na criação de novas riquezas ou em capacidades produtivas, mas sim para o pagamento de empréstimos anteriores, que tornavam-se cada vez mais volumosos (ARRUDA, 1999).

A maior vulnerabilidade dos países emergentes às crises financeiras nos anos 90 esteve associada às assimetrias monetárias e financeiras do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, as quais explicariam sua maior suscetibilidade ao perfil volátil dos fluxos recentes de capitais. Essas assimetrias contribuem, igualmente, para explicar a maior incidência das chamadas crises gêmeas nesses países, pois estariam subjacentes à tendência ao endividamento em moeda estrangeira e à dolarização, que resultam nos feedbacks recíprocos entre crises cambiais e bancárias. (PRATES, 2005, p. 273).

A articulação dos países da América Latina com a principal potência hegemônica, os Estados Unidos, se dava através do mercado de manufaturas em geral. De acordo com pesquisas realizadas por Singh, os países latino americanos estiveram sujeitos, na década de 1980, a quatro choques distintos: de demanda, de relações de troca, de taxa de juros e de oferta de capital (SINGH, 1994 *apud* CARNEIRO, 1999).

No que diz respeito à oferta de capital, Carneiro (1999) evidencia que, apesar de suspenderem os empréstimos à América Latina após a moratória do México em 1983, os bancos continuaram emprestando aos países da Ásia, embora a magnitude dos déficits em transações correntes fosse semelhante. Esse fato foi atribuído às questões como o medo do contágio, ou seja, o receio de outros países também serem levados a decretar moratória. Ademais, o impacto do choque de juros foi menor sobre os países asiáticos, devido ao menor peso do serviço da dívida, e a recessão global dos anos 1980 afetou em menor magnitude a demanda por produtos asiáticos, enquanto, nos países latino-americanos, ocorreu uma expressiva deterioração nos termos de troca.

Apesar de todas as mudanças financeiras e monetárias já estarem consolidadas no centro no final da década de 1980, devido à escassez de

financiamentos externos, a globalização financeira só atingiu os países da América Latina na década de 1990, quando esses países voltaram a despertar o interesse dos fluxos de capital privados. Tal movimento só foi possível após os processos nacionais de abertura financeira, previstos no Consenso de Washington. Todavia, o caráter assimétrico monetário e financeiro internacional, desfavoráveis aos países em desenvolvimento, tornou essas economias ainda mais vulneráveis a crises cambiais e financeiras.

Tal assimetria consistia em os países em desenvolvimento estarem em posições inferiores no sentido das dimensões relativas e nas determinações dos fluxos monetários. Essas economias não estavam entre os principais destinos para diversificação dos portfólios globais, eram tratadas apenas como oportunidades para ganhos extraordinários, os quais eram, no entanto, sujeitos a maiores riscos do que os mercados centrais. Como resultado, tem-se “grandes efeitos dinamizadores e perigosos excessos no período de abundância, e fortes estragos nos momentos de saída” (BIANCARELI, 2008, p. 6).

A política cambial de taxas fixas, adotada por alguns países da América Latina, sobretudo na Argentina, atingiu de formas distintas países de moeda conversível e moeda não conversível³⁰. Nos países de moeda não conversível, a taxa de juros consiste, basicamente, em um múltiplo da taxa básica americana, o risco país³¹ e o risco cambial³². No caso das moedas emergentes, tidas como não conversíveis, a ameaça principal é seu papel de reserva de valor, enquanto moedas exteriores são preferidas inclusive pela denominação legal de contratos. Dessa forma, para uma grande parcela das moedas periféricas, a instabilidade do valor externo da moeda é a razão essencial para a instabilidade do seu valor interno (CARNEIRO, 2007).

No que se refere à assimetria financeira vista pelo ângulo dos emissores de moeda inconversível, o fato de os seus ativos não constituírem boas reservas de valor os deslocaria para o segmento high yield dos mercados internacionais de título — isto é, muito rentáveis mas muito arriscados; ou, na

³⁰ As moedas inconversíveis podem ser identificadas como aquelas que não têm aceitação no âmbito internacional e não possuem, enquanto características, as funções clássicas da moeda internacional (NASCIMENTO, 2018).

³¹ O Risco-País, que também pode ser chamado de Risco Soberano, é um indicador econômico utilizado para avaliar quais são as condições de um país arcar com seus compromissos financeiros, expressando assim a probabilidade de insolvência de um país frente aos investidores estrangeiros. Para tanto, são considerados diversos fatores econômicos, sociais e políticos.

³² Trata-se de um prêmio pago para compensar uma possível desvalorização da moeda doméstica enquanto durar o financiamento (CARNEIRO, 1999).

ordem inversa, obrigados a pagar um rendimento maior para convencer o investidor a assumir os seus (distintos) riscos mais elevados. É exatamente este o segmento no qual uma parcela marginal dos portfólios globais é alocada e que sofre as primeiras baixas em momentos de aversão ao risco (BIANCARELI, 2008, p. 10).

Decaíram sobre os países emergentes uma série de consequências problemáticas advindas dos fluxos de capitais, que tornaram esses países mais instáveis e conseqüentemente mais sujeitos a crises do que os mercados dos países desenvolvidos. Pode citar como exemplos dessas consequências a acumulação excessiva de reservas, a apreciação da taxa de câmbio e o aumento da volatilidade dos mercados locais.

No entanto, como destaca Prates (2005), a instabilidade não decorre apenas das transformações no plano financeiro, mas também das características do padrão monetário internacional. As condições “flexível, financeiro e fiduciário” do dólar ampliam o espaço para incertezas, especulação e, como consequência, grande volatilidade.

A acumulação de reservas dá origem a um mecanismo triangular. A atração de capitais pelos emergentes, deve-se em grande medida ao diferencial de taxa de juros. Uma absorção financeira superior a real implica em acumulação de reservas e sua aplicação a uma taxa de juros inferior à da captação. A diferença de remuneração constitui uma transferência adicional de renda equivalente a um imposto cobrado dos emergentes. Outro aspecto do movimento triangular é o reforço à queda dos juros pois as reservas aplicadas nos mercados centrais implicam em pressão à baixa das taxas de juros. Este mecanismo pode funcionar de forma reversa quando os países emergentes perdem reservas e vendem títulos nos mercados centrais, pressionando a taxa de juros para cima. Considerando os países emergentes em seu conjunto, os fluxos de capitais resultaram em valorização real do câmbio. (CARNEIRO, 1999, p. 28).

Nota-se ainda que a rapidez dos fluxos globalizados implicou, em geral, na deterioração da qualidade dos ativos bancários, ao mesmo tempo em que distorceu a formação de preços nos mercados domésticos, devido ao seu alto e crescente caráter especulativo. A ampliação da relação ativos bancários/PIB foi também acompanhada por uma atrofia na base de captação interna (CARNEIRO, 1999).

Nos anos 1990, os países da América Latina apresentavam, em suas transações correntes, um peso elevado da conta de serviços da dívida e um crescente déficit comercial, devido à abertura comercial e ao câmbio valorizado. Medeiros (1997) sugere ainda que esses países tinham uma tendência permanente ao desequilíbrio externo pelo fato de as aberturas promoverem um viés a favor das atividades

produtoras de serviços e *no-tradables*³³, que não produzem divisas. Ademais, o déficit resultante desse processo foi financiado inadequadamente por fluxos de capitais voláteis.

Na década de 1990, com a intenção de estancar o processo recessivo e recuperar suas economias, os Estados Unidos e os países do G-7 promoveram sucessivas quedas em suas taxas de juros, reduzindo assim a remuneração de seus títulos e alterando os fluxos financeiros, de forma que grandes instituições internacionais de fundos mútuos e de pensão aumentaram a soma de seus recursos investidos nos países emergentes, para alcançar maiores remunerações. A entrada desses fluxos de capitais internacionais possibilitou aos países da América Latina a implementação de planos de estabilização monetária, baseados no congelamento ou na estabilização da taxa nominal de câmbio.

Com a instalação desses planos, países como o México, o Chile e a Argentina, conseguiram reduzir as taxas de inflação, porém, “com o câmbio nominal fixo ou em processo de crescente sobrevalorização ocorreu, em todos os casos, uma forte deterioração da balança comercial e concomitantemente o retrocesso de parcela não desprezível da indústria doméstica” (COUTINHO, 1996, p. 219 *apud* ARAÚJO; SILVA, 2004, p. 39).

Em meados de 1994, entretanto, a economia norte-americana havia se recuperado da recessão econômica e, para conter possíveis pressões inflacionárias, elevou suas taxas de juros, revertendo novamente os fluxos de capitais internacionais, que passaram dos países emergentes para os Estados Unidos. Esse processo, como ressaltado por Araújo e Silva (2004), diminuiu as reservas internacionais dos países latino-americanos, levando à crise cambial no México em 1994 e à desvalorização do peso mexicano em 1995.

Essa desvalorização aumentou o receio em relação aos demais países emergentes, que geralmente possuem classificações de risco próximas, e afugentou os investidores das economias da América Latina, incluindo a economia brasileira, que recém havia implantado seu plano de estabilização. (BACEN, 1995 *apud* ARAÚJO; SILVA, 2004, p. 39).

³³ Bens ou serviços não comercializáveis internacionalmente, devido à sua natureza não-material, como no caso dos serviços, ou devido aos altos custos de transporte por unidade do produto, altas tarifas e outras restrições, como no caso de alguns produtos. Alguns exemplos desses produtos internacionalmente não comercializáveis citados em análises econômicas se referem aos setores de habitação, geração de eletricidade, transporte, serviços educacionais e pessoais, entre outros (KON, 2005).

No México, os bancos tinham de cumprir seus compromissos em dólares, cujo valor havia aumentado substancialmente, e, ao mesmo tempo, tinham de arcar com volumosos saques de empresas, que também necessitavam de liquidez, além de ataques especulativos contra o peso de classes mais ricas da sociedade que buscavam salvaguardar suas fortunas. Todavia, foram necessárias elevações nas taxas de juros, de modo a sustentar a moeda. Os bancos aumentaram os preços de seus créditos em proporções que arrebataram ou destruíram a solvência dos tomadores de empréstimos, levando muitas empresas à falência, mas simultaneamente aumentando o montante de créditos duvidosos em poder dos banqueiros (CHESNAIS, 1996).

[...] a globalização em seus diferentes aspectos pode enfraquecer as economias nacionais, como ocorreu no caso mexicano, em que o aumento da taxa de juros americana atraiu os capitais investidos daquele país para os Estados Unidos, possibilitando o surgimento de uma crise cambial que levou à desvalorização da moeda local, causando efeitos diversos sobre sua economia e afetando outras economias nacionais. (ARAÚJO; SILVA, 2004, p. 40).

A crise mexicana em 1994 refletiu como uma crise financeira seria capaz de, em poucas semanas, destruir a esfera da economia criadora de valor e de riqueza. O sistema bancário, que havia sido incentivado a tomar posições de alto risco nos mercados financeiros liberalizados e a oferecer grandes quantias de crédito, serviu para propagar o contágio e acelerar a repercussão das tendências recessivas.

O contágio dos demais países da América Latina ocorreu, sobretudo, por conta dos efeitos da globalização financeira, que propagou internacionalmente os efeitos das crises nacionais. O processo de globalização fez as nações ficarem mais vulneráveis a acontecimentos externos, e essa vulnerabilidade se apresentou de diferentes formas e em variados graus. Mesmo países mais sólidos, do ponto de vista cambial, foram contaminados. O mecanismo de propagação passou a ser as políticas de desvalorizações competitivas que vinham sendo utilizadas pelos Estados. Os desequilíbrios externos dos países periféricos estavam determinados essencialmente por tendências internacionais, que fogem do controle das políticas internas (JUNIOR, 2002, p. 176).

Além disso, segundo Krugman (2009), outra importante fonte de contágio foram as ligações financeiras mais ou menos diretas. Mesmo que os países não possuíssem fluxos de investimentos uns com os outros, o fluxo de dinheiro para a região

frequentemente era canalizado pelos “fundos dos mercados emergentes”, que juntavam todos os países emergentes em um mesmo bloco de investimentos, independentemente de suas diferentes posições no mercado internacional. Quando os investidores recebiam notícias sobre crises em algum dos países emergentes, esses fundos deixavam de receber investimentos e, em consequência, deixavam de fluir para os demais países. Dessa forma, não importava se as economias possuíam interligações em termos de fluxos físicos de mercadorias, elas estavam conectadas na mente dos investidores, de forma que problemas de determinada economia, eram encarados como fatos negativos para as demais. E, como essas economias eram vulneráveis ao pânico autorrealizável, a crença era convertida em realidade (KRUGMAN, 2009, p. 95).

O importante é que, como os ataques especulativos podem ser auto-justificáveis, a adoção de política econômica que faça sentido em termos de fundamentos não é suficiente para garantir a confiança do mercado. De fato, a necessidade de conquistar a confiança do mercado pode, na verdade, desviar o país da adoção de políticas públicas que, do contrário, seriam sensatas, e forçá-lo a seguir políticas públicas que, em condições normais, pareceriam perversas. [...] Portanto, o objetivo precípua das políticas públicas deve consistir em modificar o sentimento do mercado. Porém, como as crises podem ser auto-realizáveis, políticas econômicas saudáveis não são suficientes para conquistar a confiança do mercado - também é importante considerar as percepções, os preconceitos e os caprichos dos agentes. (KRUGMAN, 2009, p. 117-118).

Em 1995, quando a crise financeira no México interrompeu os fluxos de capitais para outros países da América Latina, o sistema financeiro argentino foi ameaçado de colapso. Foi necessário um empréstimo internacional de US\$ 8 bilhões, organizado pelo FMI, para que a crise pudesse ser superada (EICHENGREEN, 2000).

A crise asiática de 1997 começou devido a um desequilíbrio no balanço de pagamentos, decorrente do excesso de demanda agregada. A solução implementada pelo governo de desvalorização da moeda, elevação da taxa de juros e alcance de um orçamento superavitário causou um aumento na dívida e nos juros das empresas, fazendo com que elas buscassem a liquidação de ativos e o pagamento de seus débitos. Diante desse cenário, houve o aumento da demanda por moeda estrangeira e a liquidação de ativos em moeda doméstica, gerando um cenário de deflação. Por conta disso, a crise asiática, que iniciou como uma crise de liquidez, transformou-se em uma crise de solvência (CARNEIRO, 1999, p. 33).

Como ressaltado por Krugman (2009), as economias asiáticas encontravam-se mais vulneráveis às crises em 1997:

[...] a vulnerabilidade delas aumentou em parte como consequência da abertura de seus mercados financeiros, ou, em outras palavras, pelo fato de, na verdade, se tornarem melhores economias de mercado, não piores. E também ficaram mais suscetíveis por terem aproveitado as vantagens de sua nova popularidade perante os financiadores internacionais para contrair dívidas substanciais com o mundo exterior. Essas dívidas intensificaram o ciclo de realimentação entre perda de confiança e colapso financeiro, e vice-versa, agravando o círculo vicioso da crise. Não que o dinheiro tenha sido mal gasto; parte dele foi, mas nem todo. Contudo, as dívidas, agora, ao contrário das anteriores, eram em dólares — o que acabou provocando a derrocada dessas economias. (KRUGMAN, 2009, p. 101).

Com o alastramento e a disseminação das crises econômicas internacionais, como as que ocorreram no México em 1994, no Leste Asiático em 1997 e na Rússia em 1998, os países emergentes perderam a confiança dos investidores internacionais. No Brasil, em razão da falta de confiança dos investidores externos, o país elevou suas taxas de juros internas, na tentativa de atrair mais capitais e reter as divisas que possuía internamente.

No caso brasileiro, desde 1995 a economia já vinha registrando expressivos desequilíbrios em suas contas externas, tornando-se cronicamente dependente de capital estrangeiro. Como explicitado abaixo por Marcos Arruda (1999), os desdobramentos que levaram ao estouro da bolha em 1999 começaram no governo de Fernando Henrique Cardoso, que, através de uma política de juros reais altíssimos e da venda de títulos e bônus do Tesouro e do Banco Central, multiplicou a dívida interna pública, passando-a de R\$ 60 bilhões em janeiro de 1994, quando tomou posse, a R\$ 325 bilhões em julho de 1998. A política financeira e de investimentos de FHC com base na poupança externa buscou atrair investimentos externos diretos como forma de regularizar suas contas. Com os desdobramentos das crises mexicana, asiática e russa, esses investimentos e a estabilidade artificial do real foram ameaçados. O governo, entretanto, não criou instrumentos de controle e regulação das entradas e saídas de capitais externos, mas optou por aumentar as taxas de juros internas e oferecer isenções de impostos sobre ganhos financeiros, em uma tentativa de atrair esses capitais.

Durante o Governo Collor, foi realizada uma abertura na conta de capitais autônomos do balanço de pagamentos brasileiros, aumentando a vulnerabilidade do país frente a movimentos especulativos e às oscilações dos fluxos internacionais de

capital. Além disso, a liberalização financeira facilitou a saída de recursos de capital, aumentando a fuga de capitais domésticos em momentos de fragilidade, contribuindo, assim, para a instabilidade cambial. De acordo com Paulo Nogueira Batista Junior (2002, p. 172), a vulnerabilidade da posição externa da economia brasileira na década de 1990 decorria, sobretudo, de três fatores: “o elevado déficit em conta corrente, a excessiva abertura da conta de capitais e a insuficiência das reservas internacionais do país”.

A situação melhorou, em alguma medida, depois da crise de 1999. Diferentemente do que muitos previam, a grande depreciação cambial e a passagem para um regime de flutuação ocorreram sem que se perdesse o controle sobre a inflação, uma vitória significativa da política econômica brasileira. No entanto, a flutuação cambial apresentou, desde o início, pontos de fragilidade que não chegaram a ser enfrentados. A crise de 2001 demonstrou que a economia do país continuava muito suscetível aos efeitos de choques internacionais. Ficou claro que a herança financeira do período de sobrevalorização cambial e a persistência da vulnerabilidade externa ainda constituem pesadas restrições à preservação da estabilidade e ao crescimento da economia. (JUNIOR, 2002, p. 173).

A junção do cenário de sobrevalorização cambial com a abertura do mercado interno às importações culminou em uma deterioração da balança comercial e em grandes desequilíbrios no balanço de pagamentos em conta corrente. O desequilíbrio externo adquiriu um caráter estrutural e os setores que produzem bens e serviços exportáveis ou substitutivos de importações foram enfraquecidos.

Desde o governo Collor, o Brasil realizou uma abertura em sua conta de capitais autônomos do balanço de pagamentos, ficando mais vulnerável a movimentos especulativos e às oscilações dos fluxos internacionais de capital. A liberalização financeira externa facilitou, também, a fuga de capitais domésticos em momentos de instabilidades.

A abertura financeira nos anos 1990 acarretou um aumento da vulnerabilidade externa da economia brasileira. A vulnerabilidade pode ser avaliada sob dois pontos de vista: (i) da capacidade de pagamento (solvência) do país; (ii) da capacidade de resistência da economia a choques externos, isto é, a mudanças abruptas dos fluxos de capitais externos. (CARNEIRO, 2002 *apud* ARAÚJO, 2005, p. 4).

Em um ambiente econômico cada vez mais globalizado e interdependente, os países, sobretudo os emergentes, encontravam-se cada vez mais vulneráveis ao capital externo. Diante da liberalização das economias, das fracas regulamentações governamentais e do intenso movimento dos capitais financeiros, o capital externo

passou a não ter nacionalidade e atravessar as fronteiras dos países em busca dos maiores lucros possíveis.

Dessa forma, quando um país deixava de apresentar grandes retornos para os investimentos ali aplicados, o capital estrangeiro acabava se realocando para países com oportunidades mais atrativas. Essa elevada mobilidade dos capitais tornava as economias mais suscetíveis a crises cambiais e financeiras. Essa vulnerabilidade é ainda maior para os países que possuem ativos financeiros tomados em moeda estrangeira, caso dos países emergentes.

Outro ponto importante a ser abordado sobre as crises que ocorreram nos anos 1990 foi o importante papel desempenhado pelos fundos de *hedge*³⁴. Como ressaltado por Krugman (2009), os fundos de *hedge* não faziam hedge, mas sim buscavam justamente o contrário, ao tentar extrair o máximo de lucros das flutuações que ocorriam no mercado. Seus lucros decorriam de “quedas nos preços dos ativos vendidos (de modo a serem adquiridos a preço mais baixo que o da venda), da alta nos preços dos ativos comprados, ou de ambas as situações³⁵” (KRUGMAN, 2009, p. 124).

Em geral, os países de economias menos avançadas apresentam taxas de juros mais elevadas que aquelas dos países mais desenvolvidos, o que atrai intensos fluxos de capitais, pois os investidores internacionais buscam ativos que tragam maior retorno com menor risco possível. Quando o sistema financeiro dos países prevê a livre mobilidade de capitais, porém com regime cambial fixo, um ataque especulativo pode acontecer se os agentes econômicos pressentirem a iminência de uma crise cambial. Com a

³⁴ Instituições financeiras capazes de manter controle temporário sobre ativos de valor total muito superior à riqueza dos proprietários. Fazer *hedge* é tentar evitar ou reduzir perdas, mediante operações compensatórias de apostas, investimentos etc. Ou seja, faz-se *hedge* para garantir que as flutuações do mercado não afetem a própria riqueza (KRUGMAN, 2009, p. 124).

³⁵ As terminologias “posições vendidas” *versus* “posições compradas” são jargões utilizados por Krugman em seu livro. Basicamente, estar comprado em alguma coisa consiste em se colocar na posição de ganhar se o preço subir — que é a situação do investidor comum, quando adquire ações, imóveis ou qualquer outro bem. Estar vendido em alguma coisa consiste em se colocar na posição de ganhar se o preço cair. Para assumir uma posição vendida em ações (ou efetuar uma venda a descoberto de ações), contrai-se um empréstimo das ações com o proprietário — com a promessa de devolvê-las mais tarde — e, em seguida, vendem-se as ações. Isso significa que as ações devem ser recompradas antes da data da devolução. O vendedor a descoberto está apostando que o preço da ação terá caído por ocasião da recompra. O dinheiro adicional resultante da venda das ações pode ser investido em outra coisa, ou seja, o vendedor a descoberto assume uma posição comprada em outro ativo. Evidentemente, os donos dos ativos emprestados precisam ter a certeza de que o vendedor a descoberto efetivamente terá dinheiro para recomprar o ativo, razão por que querem alguma espécie de garantia de que o vendedor a descoberto tem recursos suficientes para cumprir a promessa. Quando os investidores que se envolvem em muitas vendas a descoberto sofrem grandes perdas, eles tipicamente constatam que não conseguem mais contrair tantos empréstimos quanto antes. Nas situações em que tais investidores desempenham papel importante no mercado, essa situação pode ter consequências interessantes (KRUGMAN, 2009, p. 124-125).

desvalorização da moeda dos países, os investidores procuram retirar seu capital dessas economias, convertendo seus ativos em moeda estrangeira e gerando fortes saídas de capital das mesmas. O preço dos ativos dessas economias perde seu valor no mercado acionário e os países passam a elevar sua taxa de juros com a intenção de conter a evasão de divisas da sua economia (CARVALHO; SILVA, 2000 *apud* MENDONÇA, 2014, p. 18).

As vantagens dos fundos de *hedge* é que eles possuíam a possibilidade de gerar altos retornos para seus cotistas, dado que esses fundos podiam assumir posições muitas vezes maiores que seu patrimônio ou que o total aplicado pelos cotistas, porque adquiriam posições compradas com recursos levantados através de posições vendidas. A desvantagem, por outro lado, é que, com a mesma facilidade que esses fundos obtinham lucros, eles poderiam perder muito dinheiro por estarem mais vulneráveis aos movimentos do mercado. Ademais, os fundos de *hedge* eram imunes às regulamentações, dado que, por necessitarem de pouco capital, fornecido por poucos investidores, tinham condições de operarem em qualquer país, “estabelecendo domicílio legal em jurisdições convenientes, para se livrarem de interferências indesejáveis” (KRUGMAN, 2009, p. 126).

Esses fundos apresentaram grande importância movimentando fluxos especulativos que levaram a, ou pelo menos aceleraram, diversas desvalorizações cambiais e eclosão de crises ao longo dos anos 1990, apostando contra governos e sua capacidade de manutenção das taxas de juros internas frente aos movimentos especulativos, que poderiam até deflagrar corridas contra as moedas nacionais.

O princípio geral é que, tradicionalmente, os mercados tendem a atribuir prêmio um tanto elevado à segurança e à liquidez, pois os pequenos investidores são avessos ao risco e nunca sabem quando precisarão de dinheiro. Essa situação, ao mesmo tempo, era oportunidade para os grandes operadores, capazes de minimizar o risco mediante diversificação cuidadosa (comprando ativos diversificados, de modo que os ganhos em alguns normalmente compensassem as perdas em outros) e pouco sujeitos a necessidades repentinas de caixa. Foi explorando essas margens que, em grande parte, os fundos de *hedge* conseguiram ganhar tanto dinheiro, ano após ano. (KRUGMAN, 2009, p. 139).

Em 1998, boa parte do mercado já detinha o conhecimento sobre esses princípios básicos e a competição entre os fundos de *hedge* passou a dificultar cada vez mais a execução de operações que fossem rentáveis. Os fundos de *hedge*, então, passaram a assumir posições cada vez mais complexas e arriscadas, explorando oportunidades de lucro mais estreitas e desencadeando enormes crises financeiras.

Veremos mais a fundo a importância adquirida por esses fundos e seu papel na crise imobiliária dos Estados Unidos no próximo capítulo.

4. A CRISE DE 2008 E SEU EFEITO DE CONTÁGIO

Este capítulo apresenta um panorama da crise de 2008, a partir do contexto de desregulamentação do mercado financeiro, adentrando nos acontecimentos da crise e seus efeitos na economia dos Estados Unidos após a queda no preço dos imóveis e da proliferação de títulos tóxicos nos mercados imobiliário e financeiro.

4.1. A formação da bolha imobiliária nos Estados Unidos

Como vimos no terceiro capítulo, a conjuntura econômica mundial da década de 1990 foi caracterizada por elevados investimentos e fluxos de capitais nos mercados emergentes. Diante desse contexto, as relações entre governos e mercados financeiros internacionais sofreram transformações, frente ao crescente dinamismo adquirido pelos movimentos de capitais estrangeiros.

O alto índice de contágio apresentado pelas crises cambiais e financeiras que ocorreram na década de 1990 mostra que a globalização econômica havia passado a ditar as novas relações internacionais, estabelecendo complexas relações comerciais, produtivas e financeiras interdependentes entre os países, e também destes com as instituições financeiras, o fluxo de capital externo e as empresas transnacionais. Forma-se, assim, a nova arquitetura financeira global, com elevada liberalização entre as operações financeiras e entre as diferentes moedas, além do aumento da importância dos investidores internacionais, como veremos mais a fundo no decorrer deste capítulo (MENDONÇA, 2014).

O mercado de financiamento hipotecário dos Estados Unidos, chamado de *prime*, financiava a construção ou compra de imóveis, tendo como lastro as hipotecas sobre os ativos financiados, ou seja, a principal garantia para a tomada de empréstimos era o próprio imóvel financiado, que seria tomado pelo emprestador em caso de inadimplência do comprador. As hipotecas *prime* eram limitadas a tomadores capazes de pagar uma entrada substancial e arcar com prestações elevadas. Além disso, o valor financiado, o valor das prestações, os juros, os prazos e os demais termos dos contratos de financiamento eram definidos a partir de uma análise de crédito do mutuário. Por conta dessas restrições e das baixas taxas de inadimplência,

o mercado imobiliário norte-americano era muito estável e restrito a um determinado público com maior poder aquisitivo (FERRAZ, 2009).

No entanto, no final dos anos 1990, com o intuito de estimular o crescimento da economia norte-americana, o governo do então presidente Bill Clinton decidiu tomar medidas para estimular o crescimento do mercado imobiliário, o que levaria a um aumento na geração de empregos e ao consequente estímulo da economia. Para isso, o governo optou por facilitar o acesso de camadas da população que não tinham condições de pagar as prestações de um financiamento imobiliário.

A esse mecanismo de financiamento imobiliário que englobava mutuários com baixa qualidade de crédito para os padrões tradicionais do sistema *prime*, deu-se o nome de *subprime*.

A inovação financeira que possibilitou a securitização de empréstimos hipotecários subprime foi o chamado “collateralized debt obligation” (títulos garantidos por dívidas), ou CDO, que oferecia cotas de participação nos pagamentos dos recebíveis — mas nem todas as cotas eram iguais. Algumas eram “seniores” (privilegiadas) com prioridade no recebimento. Apenas depois de paga a remuneração dessas cotas as demais faziam jus a receber alguma coisa. Em princípio, essa característica garantia as cotas privilegiadas como investimentos muito seguros. (KRUGMAN, 2009, p. 156).

Esses novos produtos financeiros, na prática, financiavam operações de longo prazo, através da emissão de papéis de curto prazo, mesmo que os bancos de investimento não fossem, tecnicamente, instituições provedoras de crédito.

Por conta do aumento do mercado de crédito imobiliário, surgiu também a necessidade de as empresas prestadoras de crédito aumentarem sua captação de recursos junto a seus correntistas, aplicadores e investidores. Dada a amplitude do novo mercado, esse processo de captação teria de acessar, principalmente, os agentes econômicos detentores de grandes quantias de recursos: os grandes investidores institucionais, os grandes fundos de pensão³⁶ e os fundos de ativos³⁷ nacionais e internacionais.

³⁶ Fundos de pensão são instituições mantidas pela contribuição periódica dos seus associados e patrocinadores que, com o objetivo de valorizar seus patrimônios, aplicam suas reservas em vários ativos, respeitando os limites legais estabelecidos por Resoluções do Banco Central.

³⁷ Fundos de ativos são fundos de investimento gerenciados por bancos e corretoras, que congregam recursos aplicados por seus clientes e os aplicam em diversos tipos de ativos financeiros, desde que estritamente de acordo com os riscos e propósitos estabelecidos pelos objetivos de cada fundo e seguindo regras pré-definidas pelos estatutos desses fundos. Seus objetivos são, através de uma gestão profissional e especializada, oferecer maior diversificação para os cotistas desses fundos em comparação ao que eles poderiam ter se realizassem seus investimentos individual e separadamente (FERRAZ, 2009).

No entanto, esses grandes investidores institucionais só poderiam aplicar seus recursos em investimentos com classificações de grau de investimento³⁸, emitidas pelas sociedades de análise de risco. Muitas detentoras de recursos receberam denominação AAA³⁹, demonstrando que possuíam riscos baixíssimos de inadimplência, como títulos do governo norte-americano, por exemplo. Como forma de conseguir que as operações de financiamento *subprime* fossem classificadas como grau de investimento, foram criadas estruturas financeiras, chamadas derivativos, que incluíam tanto os conceitos tradicionais, como determinadas garantias e seguros, quanto os novos conceitos, que englobavam grupos de contratos de financiamento com características de crédito distintas, para atrair o interesse dos investidores e se expandir por todo o mercado financeiro norte-americano.

Na securitização de múltiplos recebíveis, combinava-se um conjunto de ativos com pouca ou até mesmo nenhuma relação entre si, como debêntures, dívidas de cartão de crédito e hipotecas, para juntos criarem um novo ativo como título de dívida, possuindo um risco menor, lastreado naqueles títulos de crédito. Desta maneira, investidores que não comprariam aqueles primeiros ativos separadamente por causa de suas características e do risco que apresentavam, agora tinham no seu portfolio um novo ativo menos arriscado, que oferecia uma lucratividade menor para ele, porém mais vantajoso para o banco que o emitiu. (CINTRA; CAGNIN, 2007 *apud* MENDONÇA, 2014).

Além disso, os grandes bancos de investimento pagavam grandes quantias às agências classificadoras, com o intuito de conseguirem boas classificações, apesar de os derivativos não possuírem grande grau de segurança.

E, assim, as agências de classificação de crédito atribuíam grau AAA às cotas privilegiadas dos CDOs, mesmo que os empréstimos hipotecários, em si, fossem muito duvidosos. Essa avaliação possibilitou a captação de recursos em grande escala para a concessão de empréstimos *subprime*, uma vez que muitos investidores institucionais, como fundos de pensão, que só investem em títulos AAA, se mostravam muito dispostos a comprar ativos com alta classificação de crédito, cujos retornos eram muito mais altos que os dos títulos de dívida comuns. (KRUGMAN, 2009, p. 156-157).

³⁸ Com o objetivo de informar os investidores do mercado financeiro, determinadas organizações, empresas especializadas (agências de avaliação de risco) analisam todos os riscos associados a essa organização. Essas empresas emitem relatórios de avaliação na forma de notas comparativas, segundo critérios e valores próprios, sendo todas agrupadas de uma forma que classifica o grau geral do risco em Grau de Investimento, Grau Especulativo, Grau de Risco Substancial e finalmente Grau de *Default*. Esse último indica que a organização avaliada já está em descumprimento de diversas de suas obrigações financeiras com o mercado.

³⁹ O *tranche* dito mais seguro era o conhecido como “*super senior tranche*”, ou *rating* AAA, que oferecia a taxa de retorno mais baixa, contudo, em caso de falência, seria o primeiro que poderia ser resgatado. Quanto maior a exposição ao risco, maior a taxa de juros associado ao *tranche* e menor seria seu *rating* de classificação no mercado de investimentos (MENDONÇA, 2014).

Os mutuários com risco de crédito não tinham condição de assumir contratos de financiamento tradicionais, porém, subsidiando-se o valor dessas prestações até o limite da capacidade creditícia dos mutuários, ocorreria um aumento na demanda por imóveis, levando a uma valorização nos preços de mercado das residências dadas como garantia aos financiadores através das hipotecas. Todavia, esse subsídio seria muito elevado, e o governo norte-americano não pretendia assumir esses custos. Para que fosse possível manter o conceito de valorização original das hipotecas, buscou-se uma solução de mercado, em que o contrato de financiamento teria um período inicial, de dois a três anos, no qual as prestações seriam calculadas com juros menores, que eram securitizados⁴⁰. Dessa forma, os juros securitizados seriam de Libor + 2% ao ano e, no período posterior, os juros seriam Libor + 6% ao ano (FERRAZ, 2009).

Ao final do período inicial no qual as prestações eram menores, era possível que o mutuário realizasse um refinanciamento do saldo devedor para um novo contrato, possibilitando que fosse incluído um novo período, de dois a três anos, no qual o mutuário contaria com juros menores. Como era esperado que o preço das residências sofresse uma grande valorização por conta do efeito da especulação imobiliária, os agentes esperavam melhorar o crédito das operações através do refinanciamento dos saldos devedores, a serem realizados pelos mutuários ao final do período inicial de juros menores. Com isso, o valor das novas hipotecas (garantia dos financiadores) seria maior que o novo montante financiado (saldo devedor do financiamento original).

Os agentes acreditavam que o risco de inadimplência seria reduzido, dado que as prestações iniciais eram menores e não havia limite para o refinanciamento dos contratos. Para que esse risco fosse ainda menor, cada estrutura financeira criada agrupava um determinado número de contratos de financiamento de residências, denominados de “pacotes de financiamento”, e contemplava mutuários com diferentes graus de risco.

Considerando, então, que todos os mutuários dentro do mesmo pacote não iriam descumprir suas obrigações ao mesmo tempo, que o mercado estava em

⁴⁰ A securitização de recebíveis imobiliários consistia na formação de grandes grupos de empréstimos hipotecários e venda de cotas a investidores, que conferiam aos titulares direito de participação nos pagamentos dos devedores.

expansão e que sempre haveria a possibilidade de refinanciamento, o risco global de cada estrutura era limitado e considerado muito baixo. Além disso, o financiador poderia retomar dos mutuários inadimplentes as suas casas, que teriam um valor muito mais elevado que os saldos devedores dos financiamentos.

E por que será que os mutuantes negligenciaram seus padrões? Primeiro, disseminou-se a crença na valorização constante dos imóveis. Desde que os preços dos imóveis subissem continuamente, a capacidade de pagamento do devedor, sob o ponto de vista do credor, não seria muito relevante. Se a prestação ficasse muito alta, o comprador poderia contrair novo empréstimo, com base no valor líquido crescente do imóvel, e levantar mais dinheiro ou, na pior das hipóteses, vender a casa, pagar o saldo devedor e embolsar a diferença. Segundo, os credores não se preocupavam muito com a qualidade dos empréstimos porque os repassavam para investidores, que não sabiam o que estavam comprando. (KRUGMAN, 2009, p. 155).

No início dos anos 2000, o banco central dos Estados Unidos, o Federal Reserve, deu início a uma política monetária que mantinha a Libor em valores baixíssimos, em torno de 2% ao ano. Por conseguinte, os valores das prestações se tornaram mais atrativas aos mutuários dos financiamentos *subprime* e, em um cenário de juros baixos, essas estruturas de investimento eram muito mais atrativas aos aplicadores que os rendimentos de suas aplicações tradicionais de renda fixa (FERRAZ, 2009). Krugman (2009) ressalta ainda que boa parte dos empréstimos duvidosos eram da categoria *subprime*, mas que esse fenômeno foi muito mais amplo — não foram apenas os mutuários de baixa renda que assumiram dívidas superiores à sua capacidade financeira, essa tendência havia se generalizado por todo o mercado.

Além disso, para aumentar a sensação de segurança sobre os investimentos *subprime*, grandes seguradoras, como a American Insurance Group (AIG), emitiam *Credit Default Swaps* (CDS), que derivavam seu valor da qualidade e do desempenho de crédito de qualquer ativo especificado, de forma que os riscos de inadimplência eram transferidos para a seguradora. Os investidores detentores de títulos *Collateralized Debt Obligations* (CDOs) viam os CDSs como uma apólice de seguro. No entanto, o CDS funcionava na prática, para fazer hedge, de modo que os agentes apostavam se uma hipoteca, ou título específico, atrasaria o pagamento, ou até deixaria de ser pago (CINTRA; FARHI, 2008).

Com isso, muitos derivativos foram usados para alavancar a posição dos agentes a favor ou contra certos títulos de crédito, como no caso dos CDOs, em que

os agentes especulavam se esses títulos de alto risco manteriam ou não seu valor. Ademais, era possível comprar esses derivativos de seguro mesmo sem deter ou estar diretamente exposto ao instrumento de crédito propriamente dito. Como resultado, a eventual inadimplência de um devedor, beneficiava um grande número de especuladores (ALVARENGA, 2012).

O processo de compras de CDS pelos bancos para que seus balanços parecessem mais seguros do que realmente eram permitiu que tais bancos gastassem cada vez mais suas reservas na compra de mais ativos arriscados e protegessem seu balanço através da contratação de seguros. Nesse cenário, as seguradoras deveriam ter uma certa quantidade de reservas colaterais, para que fosse possível efetuar pagamentos em casos de inadimplência.

Além disso, a criação e o crescente uso de derivativos de crédito como produtos estruturados ampliaram de modo significativo os riscos agregados presentes no mercado financeiro. Isso porque o risco destes derivativos envolve o principal da operação, enquanto, nos demais produtos, como os CDOs, o risco está na margem de venda ou de compra.

Com o grande aumento da demanda por financiamentos, o mercado imobiliário norte-americano teve o crescimento esperado pelo governo, gerando grande valorização dos ativos. O nível de empregos, assim como a renda das famílias, cresceu, possibilitando o crescimento da economia do país. Todo esse processo estava, contudo, sendo suportado pelo aumento do endividamento do setor imobiliário e por um alto grau de complexidade de derivativos desregulamentados, formando uma bolha composta pelos títulos lastreados em hipotecas com alto grau especulativo.

4.2. O crescimento do sistema bancário paralelo e o estouro da bolha

A fim de evitar corridas aos bancos⁴¹, como ocorreu na crise de 1929 nos Estados Unidos, essas instituições, classificadas como bancos comerciais, passaram

⁴¹ Situação de crise, real ou não, pela qual passa um banco ou um conjunto de bancos, quando um número muito grande de correntistas resolve sacar seus depósitos em curto espaço de tempo. A corrida pode ser por causa de um fato real, como a insolvência do banco, ou de rumores. A corrida bancária é altamente contagiosa e capaz de provocar colapso financeiro e depressão econômica. E, como as corridas aos bancos, , podiam quebrar instituições saudáveis, mesmo que fossem baseadas em boatos falsos, esses acontecimentos se convertiam em profecias autorrealizáveis: o banco podia entrar em

a ser altamente reguladas, sofrendo altas restrições aos riscos que poderiam correr e sendo obrigadas a manter reservas líquidas, dispor de capital substancial e pagar despesas do sistema de garantia de depósitos. Além disso, os bancos comerciais tinham fácil acesso ao FED e seus depósitos eram garantidos pelos contribuintes.

No entanto, existiam outras instituições que atuavam no mercado financeiro moderno, classificadas como bancos de investimentos que, por não aceitarem depósitos, não eram consideradas bancos diante das instituições regulamentadoras e, por isso, eram reguladas com menor rigor, uma vez que não eram vistas como alvo de corridas bancárias. Sendo assim, elas tinham maior liberdade de atuação, mas não estavam protegidas pela rede de segurança do sistema bancário, como as linhas de empréstimos de última instância dos bancos centrais, o que as tornavam bastante vulneráveis a uma corrida dos investidores para sacarem suas aplicações (MENDONÇA, 2014).

O conjunto dessas instituições era denominado sistema bancário paralelo, ou sistema bancário sombra, e teve um rápido crescimento por darem a impressão de oferecer negócios mais rentáveis aos agentes, justamente por operarem fora do sistema regulatório. Isso permitiu que instituições como o Lehman Brothers contornassem as regulamentações e criassem esquemas que, na prática, atuavam da mesma forma que um banco, porém ofereciam aos investidores taxas de juros mais altas sobre seus depósitos que os bancos comerciais, enquanto os emitentes pagavam taxas de juros também menos elevadas do que as incidentes sobre empréstimos bancários. A maior atração dos agentes por essas instituições levou ao aumento da parcela de ativos fora do sistema bancário tradicional e, no começo de 2007, os balanços patrimoniais combinados dos cinco maiores bancos de investimentos totalizavam 4 trilhões de dólares.

A escala dos ativos de longo prazo, arriscados e relativamente ilíquidos, financiados por passivos de muito curto prazo tornou vulneráveis numerosos veículos e instituições desse sistema financeiro paralelo a um tipo clássico de corrida, mas sem as proteções do tipo de seguro de depósito com que conta o sistema bancário para reduzir esses riscos (GEITHNER⁴², 2008 *apud* KRUGMAN, 2009, p. 169).

colapso, não por causa de investimentos que deram errado, mas simplesmente porque surgiram rumores de que estava na iminência de falir (KRUGMAN, 2009, p. 162).

⁴² Timothy Geithner era presidente do Federal Reserve Bank de Nova Iorque em 2008.

Em 2001, o setor financeiro dos Estados Unidos alcançou níveis excedentes de lucratividades, maiores que em qualquer outra década, por conta das desregulamentações, das novas tecnologias e da grande concentração de poder detidos pelas maiores instituições. O setor financeiro norte-americano era dominado por cinco grandes bancos de investimento (Goldman Sachs, Morgan Stanley, Lehman Brothers, Merrill Lynch e Bears Stearns), dois conglomerados financeiros (Citigroup e JPMorgan), três grandes seguradoras de títulos (AIG, MBIA e AMBAC) e três agências de *rating* (Moody's, Standard & Poor's e Fitch).

Com a expansão do sistema bancário paralelo, a ponto de igualar ou até ultrapassar em importância o sistema bancário tradicional, foram levantadas⁴³ diversas vezes preocupações quanto ao aumento da vulnerabilidade do sistema financeiro e a necessidade de regulamentações sobre os derivativos. Em 2005, Raghuram G. Rajan, economista-chefe do FMI entre os anos de 2003 e 2006, apresentou seu relatório intitulado “O desenvolvimento financeiro fez o mundo ficar mais arriscado?”, com foco nos incentivos dos bancos de investimento que geravam bônus com lucros imediatos, sem punição por perdas posteriores. O economista argumentou que esses incentivos levavam os banqueiros a assumirem riscos que poderiam destruir suas próprias firmas, ou todo o sistema financeiro, acarretando uma crise financeira de dimensões catastróficas.

No entanto, a ideologia predominantemente neoliberal, como vimos no capítulo anterior, que havia tomado conta do ideário político e econômico da época, mostrou-se fortemente contra as intervenções de cunho regulatório. Como ressaltado por Krugman (2009, p. 172), “o governo Bush usou o poder federal, inclusive atribuições obscuras do Office of the Comptroller of the Currency⁴⁴, para bloquear iniciativas estaduais que buscavam submeter a alguma supervisão os empréstimos subprime”. Enquanto isso, Alan Greenspan, o então presidente do FED, defendia que as

⁴³ Em 1998, Brooksley Born, presidente da Commodity Futures Trading Commission, organização responsável pela fiscalização do mercado de derivativos, alertou sobre a necessidade de regulamentação do mercado de derivativos. Além disso, outras pessoas/entidades tentaram alertar sobre a iminência de uma crise: o FBI em 2004, Raghuram Rajan (economista chefe do FMI) em 2005, Nouriel Roubini (economista) em 2006, Allan Sloan (jornalista) em 2007, Dominique Strauss-Kahn (ex-ministro da Economia, das Finanças e da Indústria da França), Bill Ackman (gestor de fundos) em 2007 e Charles Morris em 2008 (INSIDE JOB, 2010).

⁴⁴ Agência governamental responsável por regular e supervisionar bancos nacionais e estrangeiros atuando nos Estados Unidos.

instituições financeiras e o sistema financeiro como um todo haviam desenvolvido maior resiliência e estavam menos vulneráveis a choques decorrentes de riscos subjacentes (KRUGMAN, 2009, p. 172).

Os juros, que vinham sendo mantidos baixos pela política do governo, começaram a subir em 2004, aumentando drasticamente as parcelas dos mutuários *subprime*, que já não podiam arcar plenamente com suas prestações, levando a inadimplências. Como consequência, um número crescente de casas foi retomado por seus financiadores, fazendo com que essas casas sofressem desvalorizações, deixando de gerar valor suficiente para a quitação dos débitos dos financiamentos e para a remuneração de acionistas, investidores e financiadores dos pacotes.

Além disso, no terceiro trimestre de 2005, o preço dos imóveis havia chegado a níveis tão elevados que, mesmo com condições de financiamento facilitadas, o acesso de diversas famílias foi inviabilizado, e as vendas começaram a desacelerar. Todavia, os preços continuaram subindo. Até que, no segundo trimestre de 2006, diante da crescente falta de demanda, os preços passaram a declinar e as taxas dos empréstimos foram reajustadas, fazendo com que, em 2007, os índices de inadimplência começassem a subir (FERRAZ, 2009).

Nesse ambiente de juros mais elevados, contínua desvalorização do mercado imobiliário, retomada de uma parcela cada vez maior de casas e quedas na demanda para aderir a novos financiamentos *subprime*, teve início um processo de redução do valor dos ativos (FERRAZ, 2009).

[...] as execuções de hipotecas não são apenas uma tragédia para os proprietários, mas também péssimo negócio para os credores. Até a efetiva retomada do imóvel e seu relançamento no mercado, as despesas processuais, a degradação inevitável dos imóveis fechados, e assim por diante, o credor que apreende a casa do devedor em geral recupera apenas parte, talvez a metade, do valor original do empréstimo. (KRUGMAN, 2009, p. 175).

O problema da inadimplência se agravou em razão dos contratos hipotecários exigirem pagamentos adicionais no caso de o valor do imóvel cair abaixo do valor da dívida hipotecária (GONTIJO; OLIVEIRA, 2009).

Segundo o índice de preços S&P/Case-Shiller, em novembro de 2007 o preço médio das residências norte-americanas tinha caído aproximadamente 8% do pico, alcançado no segundo trimestre de 2006. Já em maio de 2008, os preços haviam sofrido uma desvalorização de 18,4%. Em março de 2008, cerca de 8,8 milhões de hipotecas (10,8% do total) apresentavam saldo devedor maior do que o dos imóveis, induzindo muitos mutuários a

simplesmente suspender o pagamento das prestações. (GONTIJO; OLIVEIRA, 2009, p. 15).

Além dos elevados custos para a execução de hipotecas, havia outro grande problema: os empréstimos *subprime*, em geral, não eram concedidos no mesmo formato que empréstimos de bancos comerciais, nos quais o banco se mantém na condição de credor. No caso, eles eram prestados por bancos de investimento, que, através do formato de derivativos securitizados, repassavam os empréstimos para instituições financeiras, as quais, por sua vez, dispersavam a propriedade dessas hipotecas em CDOs, que eram vendidos a investidores com diferentes níveis de prioridade no recebimento⁴⁵, levando a obstáculos legais para possíveis renegociações. Ademais, as grandes seguradoras que haviam emitido os títulos de CDS passaram a ter altos custos com o pagamento de seguros quando a inadimplência começou a aumentar.

Ao final de 2006, os bancos de investimento não apenas emitiam os CDOs, mas também compravam CDSs sob essas operações, ou seja, os bancos vendiam os CDOs tóxicos e também apostavam ativamente contra eles, de forma que lucravam não só com a sua emissão, mas também com a inadimplência dos agentes (INSIDE JOB, 2010).

A complexa estrutura financeira que havia se formado, só conseguia se manter enquanto o nível de inadimplência dos mutuários mantinha-se baixo e enquanto o mercado imobiliário continuava no processo de valorização dos imóveis. Para agravar a situação que estava se formando, os bancos de investimentos e as instituições dedicadas ao mercado de derivativos, estavam trabalhando com elevadíssimos graus de alavancagem⁴⁶. No caso das instituições Freddy Mac e Fannie Mae, pioneiras nos

⁴⁵ Os cotistas mais privilegiados, cujos investimentos eram considerados AAA pelas agências de classificação de crédito, seriam os primeiros a resgatar suas cotas, enquanto os menos privilegiados ficariam com as sobras (KRUGMAN, 2009, p. 176).

⁴⁶ A alavancagem consiste na relação entre os recursos empregados por terceiros e o capital total empregado em um determinado negócio. Dessa forma, as empresas conseguem utilizar o capital de terceiros, de custo menor que seu capital próprio, para criar seus projetos e, apesar de pagar juros por esse financiamento, elas ainda obtêm maior retorno. Dependendo do tipo de atividade e segmento de mercado, empresas consideradas eficientes, lucrativas e bem administradas em geral trabalham com um grau de alavancagem em torno de 30%, algumas chegando a 40%. No mercado financeiro, no entanto, um banco que não possui nenhum grau de alavancagem só poderia emprestar a seus clientes ou realizar investimentos em ativos no volume exato de seu patrimônio. Entretanto, como todo banco capta dinheiro no mercado, de seus correntistas ou de investidores interessados em produtos oferecidos por essa instituição, ao emprestar esses recursos para terceiros ou realizar investimentos em ativos financeiros, ele estará operando com algum grau de alavancagem (FERRAZ, 2009).

esquemas de securitização, a alavancagem era de 64 vezes. Para se ter dimensão do tamanho do problema, no Brasil, por exemplo, o nível médio de alavancagem do sistema financeiro bancário era de 5 vezes, valor considerado seguro, desde que a autoridade monetária exerça seu papel fiscalizador, o que sabemos que não era o caso do sistema financeiro de derivativos dos Estados Unidos na época (FERRAZ, 2009).

As instituições financeiras, mediante a utilização de modelos do tipo Originação & Distribuição (O&D), atuavam como originadores das operações ao concederem financiamentos imobiliários e, simultaneamente, como distribuidores do risco ao securitizarem tais créditos e vendê-los no mercado de capitais a investidores institucionais — fundos de pensão, companhias de seguro, hedge funds etc. Havia, nesse sentido, não apenas maior grau de alavancagem das instituições financeiras, mas também a disseminação dos riscos em escala sistêmica. (BORÇA JUNIOR; TORRES FILHO, 2008, p. 136 *apud* MENDONÇA, 2014, p. 64).

O crescente *boom* no mercado imobiliário norte-americano deu-se pela constante cessão de novos financiamentos aos tomadores com baixíssimas condições de pagamento, assim, o percentual da emissão de hipotecas *subprime* securitizadas passou de 50,4% em 2001, para um total de 80,5% em 2006 (MENDONÇA, 2014). Todavia, com a queda dos preços no setor imobiliário e com a nova percepção dos agentes, os títulos que financiavam os empréstimos *subprime* foram deixando de ser emitidos, incentivando ainda mais a falência do mercado habitacional (KRUGMAN, 2009).

Diante dos desdobramentos citados acima, teve início uma onda de pânico entre os investidores, que passaram a perceber que mesmo as cotas privilegiadas dos CDOs não contavam com segurança adequada e, em última instância, nada relacionado com o mercado habitacional não estava seguro. Isso levou a um ciclo de desalavancagem, em que a queda do valor dos ativos prejudicou os balanços patrimoniais, determinando mais vendas de ativos, em um processo autorreforçador, como descrito por Geithner em seu discurso proferido em 2008:

Depois que os investidores nesses esquemas financeiros — muitos deles eram gestores de dinheiro conservadores — sacaram ou ameaçaram sacar seus recursos desses mercados, o sistema tornou-se vulnerável a um ciclo auto-reforçador de liquidação forçada de ativos, o que acentuou ainda mais a volatilidade e reduziu os preços de várias classes de ativos. Em resposta, aumentaram-se as exigências de margem ou suspenderam-se totalmente os financiamentos a alguns clientes, gerando mais desalavancagem. Os colchões de capital se esvaziaram à medida que se vendiam ativos em mercados deprimidos. A força dessa dinâmica foi exacerbada pela má qualidade dos ativos — em especial daqueles associados a hipotecas. Isso

ajuda a explicar como quantidade relativamente pequena de ativos arriscados foi capaz de minar a confiança dos investidores e de outros participantes do mercado, ao longo de faixa muito mais ampla de ativos e de mercados (GEITHNER, 2008 *apud* KRUGMAN, 2009, p. 179).

Em consequência desse processo, ocorreu uma corrida bancária, que levou à quebra do sistema bancário paralelo. A situação vinha se deflagrando e, em 2008, uma série de eventos provocou uma deterioração ainda maior na confiança dos agentes: o resgate financeiro por parte do Federal Reserve e do Tesouro Nacional das agências hipotecárias (Fannie Mae e Freddie Mac) e da seguradora American Insurance Group (AIG), assim como a quebra de cinco grandes bancos de investimento (Bear Stearns, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley), que acarretaram uma desestruturação do sistema financeiro paralelo (CINTRA; FARHI, 2008).

Nesse processo, percebe-se a enorme importância que os investidores internacionais haviam adquirido, como explicitado no final do terceiro capítulo, de forma que assimetrias de informações acabavam gerando efeitos de manada e corridas bancárias. Isso ocorria porque os agentes menos informados imitavam as atitudes e decisões dos agentes que pareciam possuir as informações necessárias. Esse efeito conseguia causar reversões nos fluxos de capital de curto prazo, como também levar à falência os bancos, que estavam trabalhando com elevadíssimos graus de alavancagem e tornaram-se ilíquidos.

Em 2007 e 2008, enquanto muitos bancos de investimento e seguradoras quebravam e agentes perdiam suas reservas e também suas casas, muitos desses títulos tóxicos ainda estavam à venda com classificação AAA. Quando questionados judicialmente sobre as classificações desses títulos, os responsáveis pelas agências classificadoras de investimentos declararam que as notas emitidas por suas empresas representavam apenas suas opiniões sobre as estruturas e que os agentes não deveriam basear-se nelas (INSIDE JOB, 2010).

Mas apesar da crise habitacional ser suficiente, por si, para sacudir o mercado de derivativos hipotecários, a razão de se ter transformado numa crise sistêmica se origina na própria rede de seguros tecida para garantir grau de investimento às hipotecas securitizadas e no elevado grau de alavancagem das instituições financeiras, investidores e demais agentes econômicos, para não falar nas densas relações especulativas estabelecidas com outros instrumentos no mercado de hedge. Se a isto tudo se soma o “descolamento” da esfera financeira em geral, com a elevação da relação ativos financeiros/PIB, da relação P/L (preço/lucro) nos mercados acionários, da participação dos recursos de terceiro no financiamento dos investimentos das

empresas, e do boom em geral dos preços dos ativos, num contexto de não interconexão dos mercados de ativos, resultantes da liberalização financeira, e de queda relativa da taxa de lucro a partir de meados da década de 1990, a reduzir o excedente a ser capitalizado em capital fictício, tem-se o barril de pólvora cuja faísca foi a crise do mercado hipotecário subprime. (GONTIJO; OLIVEIRA, 2009, p. 17).

O setor imobiliário havia se expandido de tal forma, que os abalos pelo estouro da bolha foram transferidos para a atividade econômica como um todo, trazendo à tona como as decisões tomadas no mercado financeiro podem causar um impacto geral na economia. Os novos produtos estruturados acabaram gerando instrumentos obscuros e riscos de iliquidez no mercado. Ademais, a alavancagem desses novos produtos gerou perdas não apenas aos mutuantes, mas até mesmo para os investidores que procuraram comprar títulos com os mais altos níveis de *rating*.

O mercado interbancário estava passando por um *credit crunch*, situação caracterizada pela redução de crédito entre os próprios bancos, fazendo com que, em setembro de 2007, fossem cobradas as maiores taxas interbancárias já registradas desde 1998. Essa situação provocou uma dificuldade para disponibilidade de crédito também para os consumidores e empresas em geral (MENDONÇA, 2014).

4.3. As medidas tomadas pelo governo norte-americano e o contágio internacional

Após o estouro da bolha no mercado habitacional norte-americano, desencadeou-se uma sucessão de *crashes* das bolsas de valores do mundo todo, de modo que, em setembro de 2008, as bolsas dos países do G-7 haviam sofrido quedas expressivas. As instituições na Europa, assim como nos Estados Unidos, faziam operações com títulos tóxicos e, assim que a crise começou, essas instituições também sofreram seus efeitos, não só pelas operações com títulos *subprime*, mas também pelas aplicações feitas nos grandes bancos norte-americanos (RANDO, 2018).

Os bancos centrais dos Estados Unidos e da Europa realizaram intervenções para tentar conter os danos advindos da crise de confiança. Nesse sentido, foram tomadas medidas de socorro para o aumento da liquidez dos bancos, como a redução de taxas de juros, o incentivo para negociação de ativos de alto risco por títulos do

governo e até empréstimos para aquisição de instituições que estavam prestes a falir (MENDONÇA, 2014).

O Federal Reserve atuou também através de reduções nas taxas de juros, que passaram de 5,75% em setembro de 2007, para 0,25% em dezembro de 2008, proporcionando maior liquidez para a economia. No entanto, esse aumento de liquidez não surtiu o efeito desejado, de modo que não houve um aumento de empréstimos efetivos pelos bancos comerciais, em vez disso, foram feitas aplicações em títulos públicos, levando a um congelamento do mercado financeiro. Assim, o Federal Reserve passou a executar, além do papel de prestador de última instância, o de prestador de primeira instância, auxiliando diretamente algumas grandes empresas a sustentar o mercado através do programa Commercial Paper Funding Facility. Além disso, o Federal Reserve chegou a transferir alguns tipos de ativos quase completamente para seu próprio balanço (RANDO, 2018).

Destaca-se ainda que a seguradora AIG, uma das maiores vendedoras de CDSs, foi nacionalizada, os bancos de investimento Goldman Sachs e Morgan Stanley foram transformados em *holdings* financeiras, como forma de aumentar a regulação imposta sobre essas instituições⁴⁷, e o banco Bear Stearns, considerado grande demais para falir, foi vendido para o banco JP Morgan Chase. Além disso, as operações de redesconto, que antes eram restritas aos bancos comerciais, passaram a ser oferecidas pelo Federal Reserve aos não-bancos, pertencentes ao sistema bancário sombra (MENDONÇA, 2014).

Em 2009, o Tesouro Americano criou o Plano de Estabilização Financeira, que possuía quatro vertentes: maior rigor na análise dos balanços dos bancos e constituição de um novo programa, o Financial Stability Trust, que iria prover capital às instituições não financeiras através da compra de ações preferenciais conversíveis em ações ordinárias; estabelecimento de um Fundo de Investimento Público Privado destinado à compra de ativos tóxicos do sistema bancário; disponibilização de 1 trilhão

⁴⁷ Desta forma, estariam sujeitas às normas de Basileia I e II. O Acordo da Basileia foi criado em 1988, oficialmente denominado *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*, para definir regras de segurança para os mercados bancários, com a intenção de criar requisitos de capital para manutenção das instituições financeiras como ferramenta para enfrentar o risco de crédito. Posteriormente, o Acordo de Basileia II, de 1999, teve como intenção estabelecer critérios mais adequados, associados às operações financeiras no mercado internacional para estabelecer medidas mais precisas na quantificação dos riscos adotados pelos bancos em todo o mundo (SANTOS, 2018).

de dólares para empréstimos às instituições detentoras de títulos de alta qualidade, como forma de estímulo de crédito ao consumidor; e direcionamento de 75 bilhões de dólares em fundos federais para amenizar a crise imobiliária, criando uma linha de crédito direcionada para evitar a execução de mutuários atrasados, facilitando assim a renegociação de hipotecas (CINTRA; FARHI, 2008).

Todavia, os problemas econômicos não se mantiveram apenas nos Estados Unidos. Como consequência da crise, vários países perceberam a fuga de capitais em suas economias. A globalização financeira, que havia permitido a desenfreada expansão de operações de *carry trade*⁴⁸ e a alavancagem dos capitais transfronteiriços em outros tipos de transações, serviu como mecanismo de transmissão e contágio entre as economias do mundo.

Enquanto, nos Estados Unidos, a crise começou no setor financeiro e depois avançou para o resto da economia, em muitos outros países, esse processo decorreu em direção oposta, de forma que os problemas econômicos afetaram o setor financeiro (STIGLITZ, 2010, p. 65 *apud* RANDO, 2018, p. 27).

Além disso, a crise gerou um impacto contracionista sobre o sistema produtivo em escala mundial e, com grandes economias sofrendo retrações em sua produção, ocorreu uma queda na demanda global. A redução dos fluxos comerciais fez com que a crise fosse transmitida para o mundo inteiro. Países emergentes depararam-se com a desvalorização de suas moedas e o crédito mundial retraiu-se (MENDONÇA, 2014). Dessa maneira, ocorreu a disseminação da crise dos países desenvolvidos para os países emergentes, como no caso do Brasil, que abordaremos no próximo tópico deste capítulo.

As economias emergentes passaram a vivenciar as consequências do aprofundamento da crise financeira através de diversos mecanismos de transmissão, mesmo aquelas que estavam vivenciando situação econômica favorável, e apresentavam elevados níveis de reservas internacionais. A queda no preço das commodities e a recessão nos países avançados, junto

⁴⁸ Operação em que empréstimos são tomados em países com baixas taxas de juros e repassados para países com altas taxas de juros, como no caso dos países emergentes. Essa política de tomar empréstimos de curto prazo em moeda estrangeira aumentava a vulnerabilidade dos bancos domésticos, dado que estes conseguiam os recursos em moeda estrangeira, mas emprestavam a longo prazo em moeda local, tomando para si o risco de uma depreciação na taxa de câmbio. Portanto, havia descasamento entre o passivo e ativo dos bancos comerciais, já que estes tomavam os empréstimos no exterior com vencimento a curto prazo e emprestavam aos seus devedores a longo prazo. Os bancos passaram a acumular um enorme passivo externo de curto prazo, devido ao fluxo de capitais que entravam nas economias asiáticas, enquanto usavam esses recursos para emprestar a longo prazo (RADELET; SACHS, 2001 *apud* MENDONÇA, 2014).

à retração na demanda por bens de consumo duráveis, impactou o comércio exterior daqueles países. Além do que, a contração da liquidez bancária global proporcionou a secagem de linhas de empréstimos comerciais, como também a saída de investimentos de portfólio dos países emergentes e a queda no ingresso de investimentos direto estrangeiros. (FUNDAP, 2009 *apud* MENDONÇA, 2014, p. 80).

Outra forma de propagação da crise se deu através do processo de securitização, pois foi através dele que os riscos dos investimentos altamente lastreados em diversos títulos de crédito foram sendo rateados por todos os agentes que haviam adquirido os títulos de dívida privada securitizados. Portanto, os bancos comerciais e de investimento, os investidores privados e institucionais, as famílias detentoras de hipotecas e os SPVs⁴⁹, todos assumiram a sua parcela do risco, fazendo com que, ao estourar a bolha, todo o sistema fosse derrubado.

⁴⁹ Um veículo para fins especiais (SPV) é uma entidade legal criada por uma empresa controladora, mas administrada como uma organização separada. Destina-se a isolar o risco financeiro de certos ativos ou empreendimentos da controladora. As empresas criam SPVs para securitizar ativos, tornar mais fácil a transferência de ativos, distribuir o risco de ativos ou novos empreendimentos ou proteger os ativos dos riscos associados à matriz.

5. OS IMPACTOS DA CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL DE 2008 NO BRASIL

Este capítulo tem como objetivo descrever o ambiente econômico em que se encontrava no Brasil antes, durante e no período imediatamente após a crise de 2008, destacando quais foram os efeitos da crise sobre a economia do país e como ela foi enfrentada pelo governo brasileiro.

5.1. A década 2000 e o “Milagrinho” do primeiro Governo Lula

Como vimos no quarto capítulo, a primeira década do século XXI foi marcada pela crise que se iniciou em 1999 e culminou em uma nova política macroeconômica articulada com o FMI, a qual passou a ser baseada em um tripé: câmbio com flutuação suja, com livre mobilidade de capitais; metas de inflação, apoiadas em uma alta taxa de juros para o cumprimento das metas de inflação; e o superávit primário⁵⁰ crescente, capaz de reter o endividamento do setor público. Com a adoção do tripé econômico⁵¹, o governo perdeu parte de seu raio de ação na economia, dado que os principais pilares da nova ordem econômica passavam a privilegiar a esfera financeira em detrimento da esfera produtiva (PAIXÃO, 2013).

Em 2002, a vitória do candidato à presidência Luis Inácio Lula da Silva, do Partido dos Trabalhadores (PT), despertou uma onda de insegurança no mercado internacional, por ser um político ligado à esquerda. Diante disso, ocorreu um aumento no Risco-País⁵² brasileiro, uma fuga de capitais estrangeiros e, conseqüentemente, uma forte desvalorização do real frente ao dólar. Essa onda de insegurança foi contida

⁵⁰ O superávit primário consiste na diferença entre receitas e despesas do governo, excluindo o pagamento de juros da dívida pública (CARVALHO, 2018).

⁵¹ Chama-se tripé econômico o regime macroeconômico implantado no Brasil por meio de um acordo entre o Fundo Monetário Internacional e o Governo Fernando Henrique Cardoso, em 1999. Como toda política econômica implantada na época, sob a supervisão do FMI, a receita geral era baseada na teoria neoliberal, que enxerga o livre mercado e a estabilização como solução dos problemas econômicos. Ao Estado, restava o papel de manter as contas estáveis e não intervir na economia (PAIXÃO, 2013).

⁵² O Risco-País pondera a opinião que os investidores externos têm em relação à economia de um país. Esse risco é calculado tendo como referência os juros pagos pelos Estados Unidos (risco zero) e mostra o quanto o país precisa pagar a mais de juros que os Estados Unidos para conseguir empréstimos no exterior. Ou seja, quanto menor o risco, mais barato se torna para um país a captação de recursos (PAIXÃO, 2013).

quando Lula escreveu a “carta ao povo brasileiro” em junho de 2002, em que o novo presidente eleito assegurou que a margem de manobra da política econômica no curto prazo seria pequena. Ademais, manteve a estratégia neoliberal de desenvolvimento, com a busca por estabilidade como base para políticas de longo prazo. Sendo assim, as reformas estruturais que beneficiavam o mercado, incluindo a liberalização comercial, financeira e produtiva, foram não apenas mantidas, como aprofundadas durante seu governo.

O capital financeiro e seus interesses tornaram-se muito relevantes nas economias globais e o capital fictício tornou-se o centro da dinâmica de funcionamento do sistema. Ocorreu uma diminuição drástica, por parte dos Estados nacionais, no desenvolvimento de políticas econômicas de cunho nacionalistas e intervencionistas, principalmente após a abertura econômica dos anos 1990. No entanto, nota-se que a flexibilidade desse tripé econômico, apesar de ele ter sido criado para atender aos interesses do capital financeiro, abriu espaço para a adoção de diversas políticas econômicas que permitiram a criação de instrumentos que buscavam mitigar o controle do mercado sobre a economia, sem que ocorressem mudanças nas bases do tripé. Assim, em 2006 e, sobretudo, durante a crise financeira internacional de 2008, o governo adotou várias medidas que possibilitaram a retomada do controle sobre a política econômica, sem que o mercado financeiro perdesse sua capacidade de influenciar a economia nacional, como veremos a seguir (PAIXÃO, 2013).

Já em 2003, as altas taxas de crescimento da economia chinesa e sua demanda crescente por *commodities* causaram um impacto positivo⁵³, beneficiando a todas as economias da América Latina (CARVALHO, 2018). A partir desse novo contexto, foi verificado um ciclo elevado de crescimento da renda, ampliação do comércio internacional e recuperação do dinamismo de diversas economias periféricas, que estavam estagnadas desde os anos 1970 (PAIXÃO, 2013). Esse novo contexto possibilitou também uma redução da dependência comercial dos países latino-americanos com os mercados norte-americano e europeu. No Brasil, a alta dos preços das *commodities* e os três pilares de crescimento —distribuição de renda,

⁵³ O índice geral do Fundo Monetário Internacional (FMI) indica que os preços das *commodities* cresceram 326% entre dezembro de 2001 e abril de 2011, mesmo com os oito meses de queda a partir do segundo semestre de 2008, no auge da crise financeira internacional.

expansão do crédito e investimentos públicos, que serão discutidos mais à frente — explicaram a melhora no desempenho da economia.

Essa alteração no cenário externo levou a um superávit na balança comercial brasileira, dado o aumento nas exportações. Além disso, o mercado externo apresentava um cenário de alta liquidez, devido às baixas taxas de juros que estavam sendo utilizadas nos Estados Unidos e em outros países centrais. Esse novo cenário externo foi de grande importância para que o Governo Lula conseguisse adotar políticas neoliberais recessivas, que estavam sendo exigidas pelo mercado, e, assim, conseguisse estabilizar a economia (PAIXÃO, 2013).

Entretanto, o maior crescimento traz também importações maiores, processo que foi agravado com a valorização do real, deixando a importação ainda mais atraente e barateando os produtos importados. Por conseguinte, a deterioração da balança comercial⁵⁴ passou de um superávit de 45 bilhões de dólares acumulados em 2006 para 18,49 bilhões de dólares em 2010, apesar da alta dos produtos que estavam sendo exportados, como pode ser visto na Tabela 1 abaixo (CARVALHO, 2008). A subida vertiginosa dos preços das *commodities* afetou os termos de troca brasileiros e atingiu o setor produtivo, que perdeu espaço nas exportações do país (PAIXÃO, 2013).

Tabela 1. Saldo em US\$ (milhões) da Balança Comercial brasileira

Ano	Saldo em US\$ (milhões)
2006	45.119,0371
2007	38.483,3426
2008	23.081,8720
2009	24.957,9352
2010	18.490,9998

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil. Informações disponíveis no *site* do Ipeadata.

Esse período, que foi marcado, sobretudo, por um salto na taxa de crescimento médio da economia, foi denominado “Milagrinho”⁵⁵ brasileiro pelo economista Edmar

⁵⁴ Indicador que mede a diferença entre exportações e importações do país.

⁵⁵ O período foi denominado de Milagrinho Econômico por Edmar Bacha em uma tentativa de comparar o salto da taxa anual de crescimento médio do país que passou de 2,1% nos anos 80 e 90 para 3,7%

Bacha. O crescimento econômico foi combinado com políticas redistributivas, como o Programa Bolsa Família, e investimentos públicos em infraestrutura física e social, que levaram a reduções em diversos indicadores de desigualdade e expansão do nível de emprego formal, como é mostrado na Tabela 2 abaixo. Além disso, a valorização das *commodities* resultou no controle da inflação, uma vez que provocou a entrada de capital estrangeiro, valorizando o real em relação ao dólar.

Tabela 2. Coeficiente de Gini e Grau de Informalidade

Ano	Coeficiente de Gini	Grau de Informalidade (%)
2003	0,583	57,4
2004	0,572	56,6
2005	0,570	55,5
2006	0,563	54,3
2007	0,556	53,4
2008	0,546	50,9
2009	0,543	50,4

Fontes: Elaboração própria a partir de dados do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea). Informações disponíveis no *site* do Ipeadata.

O *boom* nas exportações, criado pela maior demanda mundial por *commodities*, fez o crescimento saltar de uma média de 2% ao ano entre 1996 e 2003 para 5,8% em 2004 e 3,2% em 2005. O Programa Bolsa Família, criado em 2003, foi responsável por uma redução substancial nos índices de pobreza e, assim, da desigualdade de renda no Brasil, diminuindo a disparidade salarial⁵⁶. Além disso, o governo aplicava, através de medidas provisórias, políticas para valorização do salário mínimo (Tabela 3), resultando em uma inclusão no mercado de consumo de uma parte significativa da população brasileira, aumentando sobretudo a demanda por serviços⁵⁷. Esses fatores

na década seguinte ao período conhecido como Milagre Econômico, que ocorreu no Brasil na década de 1970 (CARVALHO, 2018).

⁵⁶ Diferença entre quanto ganha o trabalhador mais pobre e quanto ganha em média o conjunto de trabalhadores da economia (CARVALHO, 2018).

⁵⁷ Essas evidências podem ser explicadas pela chamada Lei de Engel, que postula que o padrão de consumo das famílias se altera de acordo com o crescimento da demanda. Em geral, famílias com menor renda direcionam uma maior parcela de sua renda para o consumo de insumos básicos de sobrevivência, ao passo que famílias com renda superior reservam uma fatia maior para serviços (CARVALHO, 2018).

possibilitaram a expansão de setores cuja produção demandava uma mão de obra menos qualificada, alterando também os padrões de consumo de uma notável parcela da sociedade. Nesse sentido, o aumento da participação de serviços no PIB deveu-se, em parte, às transformações na distribuição de renda e no consumo das famílias (CARVALHO, 2018).

Tabela 3. Salário mínimo vigente em reais

Ano	Salário mínimo vigente em reais
2003	240,00
2004	260,00
2005	300,00
2006	350,00
2007	380,00
2008	415,00
2009	465,00
2010	510,00
2011	545,00

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Ministério da Economia. Informações disponíveis no *site* do Ipeadata.

Os programas sociais tornaram-se então fundamentais para o processo econômico, ao passo que viraram foco de um processo de massificação e centralização, aumentando o mercado consumidor nacional. Enquanto em 2003 existiam 3,6 milhões de famílias inscritas no Programa do Bolsa Família, em 2013, o programa contava com a inscrição de 13,8 milhões de famílias (PAIXÃO, 2013). Como os gastos sociais aumentaram significativamente, eles serviram como um importante multiplicador econômico⁵⁸, principalmente nas regiões mais pobres do país.

Todavia, a redistribuição de renda não foi apenas resultado de políticas, mas também da própria dinâmica de crescimento da economia brasileira. O país também

⁵⁸ O efeito multiplicador mede o avanço da renda nacional e a criação de empregos resultante de um aumento em um componente autônomo do gasto e costuma ser maior para os investimentos públicos do que para gastos do governo com compras ou pagamento de funcionários, por exemplo (CARVALHO, 2018).

passou por um processo de inclusão financeira, como ressaltado pela economista Laura Carvalho (2018):

O aumento da carteira de crédito às famílias foi impulsionado inicialmente pelas operações com recursos livres, que reúnem todas as linhas de financiamento ao consumo, e depois, em menor escala, pela expansão do chamado crédito direcionado — concedido primordialmente pelos bancos públicos para financiamento habitacional e rural. Enquanto o crédito livre engloba financiamentos em que os bancos delimitam livremente a taxa de juros, o crédito direcionado se dá, de forma geral, com taxas de juros mais baixas e prazos maiores, tal como determinado por políticas públicas. (CARVALHO, 2018, p. 25-26).

Além disso, houve ainda a introdução do crédito consignado, possibilitando que uma parcela da população obtivesse crédito com taxas de juros relativamente mais baixas e a prazos maiores. Diante desse cenário, houve um aumento no endividamento da população, concomitantemente ao incremento de renda e do emprego. Ademais, embora os juros no Brasil tenham ficado, nesse período, entre os mais elevados internacionalmente, o “Milagrinho” brasileiro foi marcado por uma redução gradual da taxa de juros básica da economia, a Selic (CARVALHO, 2018).

O período de 2004 a 2005 também foi marcado por duas pequenas reformas financeiras, que contribuíram para a expansão do crédito nos anos seguintes. Do lado das empresas, a reforma da Lei de Falências, em 2004, ajudou na expansão do crédito, uma vez que simplificou e agilizou a recuperação de empréstimos em caso de dificuldades financeiras por parte do devedor. Do lado das famílias, a principal inovação financeira foi a introdução e difusão do crédito pessoal a ser pago com base na retenção de parte do salário do devedor. Chamada de “crédito consignado”, essa iniciativa foi fruto de uma sugestão da Central Única dos Trabalhadores (CUT) e começou com um acordo entre os sindicatos e as instituições financeiras, no final de 2003. Nos anos seguintes o mesmo produto foi estendido aos servidores públicos e aos aposentados pelo INSS, ampliando substancialmente a oferta de crédito às famílias brasileiras. (BARBOSA, 2013, p. 74 *apud* PAIXÃO, 2013, p. 106).

O investimento público foi, no período do Milagrinho, o principal motor do crescimento do mercado interno brasileiro. Ele passou por um período de grande expansão, devido, em boa parte, ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), que foi lançado após a reeleição de Lula em 2007. Em um discurso no lançamento do programa, a então ministra da Casa Civil Dilma Rousseff afirmou que o PAC englobaria um conjunto de medidas destinadas a desonerar e incentivar o investimento privado, aumentar o investimento público e aperfeiçoar a política fiscal. O então presidente acrescentou que as condições fiscais do país permitiam o aumento do investimento do governo sem comprometer a estabilidade (CARVALHO, 2018).

O PAC 1 tinha como projeto investir R\$ 657,4 bilhões no período de 2007 a 2010, com recursos provenientes de diversas esferas do governo e do setor privado. Esses investimentos foram direcionados para as áreas de energia, transporte, saneamento, habitação e recursos hídricos. O pacote de obras teve sucesso e, em 2010, 94% do montante previsto havia sido executado. Diante disso, o governo lançou o PAC 2, que previa recursos na ordem de R\$ 1,59 trilhões em segmentos como transporte, energia, cultura, meio ambiente, saúde, área social e habitação (PAIXÃO, 2013).

A necessidade de destinar os recursos públicos para a obtenção de superávits primários, que eram necessários para garantir a sustentabilidade da dívida pública, acabaram por limitar a capacidade do governo de investir. Ademais, a política monetária conservadora fez com que fossem necessários cortes na expansão dos gastos para que não fosse colocado em risco o movimento da dívida pública, o que acabaria comprometendo o superávit primário e influenciando negativamente a imagem do país diante do cenário internacional. Como ressaltado por Paixão (2013), a necessidade de elevados superávits primários refletia um dos principais pilares da política neoliberal.

A criação do superávit primário permite uma divisão entre as despesas orçamentárias e os gastos financeiros realizados pelo Estado. Mais: esses gastos financeiros, com juros e pagamento de serviços da dívida pública, não são contabilizados como despesas. Assim, o setor público é forçado a fazer um grande esforço fiscal de corte das despesas orçamentárias, que incluem gastos de saúde, educação, investimento. Com isso, os resultados dos cortes de gastos do orçamento são dirigidos para o pagamento das despesas financeiras, ou seja, os cortes acontecem nas despesas “não-financeiras” de modo a assegurar que as despesas que beneficiam o setor financeiro não sofram mudanças. (PAIXÃO, 2013, p. 97).

Como a dívida dos países vinha sendo grande fonte de ataques especulativos e financiamento do setor financeiro, era fundamental para os Estados manter a relação Dívida/PIB controlada, além de aumentar o percentual da dívida em títulos pré-fixados, de forma a reduzir a instabilidade da dívida e o risco de ataques especulativos do mercado. Sendo assim, ter a questão fiscal controlada era de extrema importância para a saúde econômica dos países.

A partir de 2005, o BCB passou a ter uma atuação mais ativa no mercado de câmbio e se tornou o principal comprador do excesso de divisas geradas pelo setor privado, que superavam crescentemente as aquisições do Tesouro em mercado, seguindo, assim, a estratégia adotada pela maioria dos países emergentes após as crises dos anos 1990, de constituir um “colchão de segurança” em moeda estrangeira para fazer face à volatilidade dos fluxos de

capitais. No triênio 2005-2007, os bancos também adquiriram divisas em mercado (na proporção da variação negativa de seus ativos no exterior), mas num volume bem inferior às compras oficiais. (FARHI; TAVARES, 2009, p. 9).

A melhora no crescimento da economia e, conseqüentemente, no PIB e em vários de seus componentes, acompanhada por uma inflação menor, dívida pública em queda, dívida externa também em queda e acúmulo expressivo de reservas internacionais, ajudaram a dinamizar o mercado interno, expandindo as vendas das empresas e estimulando as decisões de investimento privados para o atendimento da demanda. Como vimos no início do capítulo, esse cenário interno foi reforçado pela alta nos preços das *commodities*, que aumentou os incentivos e recursos nesses setores, gerando também efeitos em cadeia para setores relacionados e elevando a arrecadação do governo, o que ajudou a criar espaço fiscal para a expansão dos investimentos públicos (CARVALHO, 2018). Além disso, o grande fluxo de entrada de divisas possibilitou ao governo a criação de uma reserva estratégica defensiva, que protegeria o país frente às desestabilizações cambiais ou financeiras, de forma que as crises externas e a fuga de capitais não causassem tantos impactos na economia nacional.

5.2. Os impactos e as medidas tomadas pelo governo diante à crise financeira

Diante da iminência da crise, o então presidente Luiz Inácio Lula da Silva foi à televisão para tranquilizar a população e dizer que o Brasil poderia superar a crise, afirmando que “lá [nos Estados Unidos], ela é um tsunami; aqui, se ela chegar, vai chegar uma marolinha que não dá nem para esquiar” (GALHARDO, 2008). O presidente afirmou que o país possuía vultosas reservas internacionais, contava com a força do mercado interno e o comando do governo e não teria os investimentos cortados. Ele estimulou, ainda, que a população continuasse consumindo. Na realidade, as retrações sentidas não se trataram de uma “marolinha”, no entanto, já no segundo trimestre de 2009, a economia voltou a crescer 2,3%, taxa de crescimento superior à média dos países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) até meados de 2011. As políticas que vinham sendo implementadas antes da crise tiveram importância nesse desempenho (CARVALHO, 2018).

Em abril de 2008, o Brasil recebeu a classificação de grau de investimento pelas agências de risco internacionais, o que levou a uma massiva entrada de capitais estrangeiros no mercado financeiro nacional. Como forma de desestimular o excesso de fluxos de capitais estrangeiros para que não ocorressem distorções no mercado de capitais, o governo passou a cobrar IOF sobre a entrada de capitais para ações e renda fixa. A massiva entrada de capitais externos demonstrou que os fluxos financeiros internacionais detinham impacto sobre o financiamento do desenvolvimento interno, aumentando, conseqüentemente, a fragilidade da economia brasileira frente à dependência desses capitais voláteis (RANDO, 2018).

Com a eclosão da crise do *subprime* nos Estados Unidos, o mundo foi atingido por uma crise financeira de caráter sistêmico, obrigando o governo brasileiro a adotar uma série de medidas anticíclicas, reforçando políticas heterodoxas que haviam sido iniciadas no período anterior. Cabe ressaltar que, nos 12 primeiros meses que se seguiram à eclosão da crise financeira internacional, o real manteve sua trajetória de apreciação, ocupando a primeira posição no *ranking* das moedas dos países emergentes que adotam regimes de flutuação suja as quais mais se valorizaram frente ao dólar (FARHI; TAVARES, 2009).

Nos primeiros momentos da crise, período que decorreu de julho de 2007 até junho de 2008, o dólar sofreu uma intensa desvalorização frente às outras moedas. Isso contribuiu para a alta dos preços internacionais das commodities, fazendo com que, em um primeiro momento, o Brasil não sofresse nenhum impacto direto da crise e conseguisse permanecer no ritmo de crescimento que vinha apresentando. A partir de agosto de 2008, no entanto, o acirramento da crise financeira após a falência do Lehman Brothers provocou um forte aumento da aversão aos riscos por parte dos agentes, tornando os ativos e a moeda brasileira importantes alvos no momento de desalavancagem global e de fuga para a qualidade, em que os agentes passaram a buscar títulos de maior segurança. Como efeito, os preços das *commodities* caíram acentuadamente e, com isso, a desvalorização dos ativos e da taxa de câmbio nacionais. Entre agosto e outubro, esses eventos contaminaram a evolução da taxa de câmbio real, que sofreu uma desvalorização de em torno 35% (FARHI; TAVARES, 2009). Ademais, a saída de capitais estrangeiros do país por conta de sua aversão ao risco no momento da crise levou à queda nos preços das ações na bolsa de valores

brasileira, apesar de o país ter sido classificado como grau de investimento no início de 2008 (RANDO, 2018).

A crise causou uma contração de crédito, devido à falta de liquidez internacional e à fuga de capitais estrangeiros, queda no preço das *commodities* e desvalorização do real em relação ao dólar. O resultado foi uma contração substancial da demanda doméstica e três trimestres consecutivos de queda do PIB, como podemos ver na Tabela 4 abaixo.

Tabela 4. Produto Interno Bruto e taxa de variação real no ano

Período	Taxa de variação real
1º Trimestre de 2008	6,16%
2º Trimestre de 2008	6,34%
3º Trimestre de 2008	6,98%
4º Trimestre de 2008	1,03%
1º Trimestre de 2009	-2,43%
2º Trimestre de 2009	-2,20%
3º Trimestre de 2009	-1,16%
4º Trimestre de 2009	5,32%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE/SCN Trimestral. Informações disponíveis no *site* do Ipeadata (ano).

Os empresários brasileiros que contavam com financiamentos externos⁵⁹ tiveram suas fontes interrompidas com a crise e se viram sem fontes de financiamento, dado que os juros e o *spread* nacionais eram muito maiores que os estrangeiros. Diante disso, começaram a cortar investimentos e realizar planos de demissão em massa. Além disso, muitas empresas brasileiras costumavam investir relevantes quantias de seus dividendos em operações especulativas, que apostavam na apreciação do real. Com a posterior desvalorização do real frente à crise, ocorreu a insolvência de diversas corporações (PAIXÃO, 2013).

Outros agentes também assumiram posições vendidas em dólar no mercado de derivativos. Trata-se de empresas brasileiras, sobretudo exportadoras, que aceitaram firmar complexos contratos com os bancos no mercado de balcão, pelos quais assumiam essa posição vendida, em vários casos em troca de juros mais baixos nas operações de crédito em reais. A existência

⁵⁹ Aproximadamente 20% da oferta de crédito interno tinha como fonte de financiamento a captação de recursos fora do país (BARBOSA, 2013 *apud* PAIXÃO, 2013, p. 142).

desses contratos veio à tona quando, com a desvalorização do real, algumas empresas (Sadia, Aracruz e Votorantim) tornaram pública a existência de elevadíssimos prejuízos. A magnitude desses prejuízos, muito superiores aos volumes das exportações dessas empresas, demonstra claramente que elas lançaram mão dessas operações de derivativos não somente para cobrir os riscos decorrentes da apreciação do real em suas receitas, mas também para realizar ganhos financeiros, ou seja, para especular. (FARHI; TAVARES, 2009, p. 19).

O mercado em alta das *commodities* e a volta dos fluxos de capitais externos permitiram que, no final de 2005, o governo pagasse todos os empréstimos ao FMI. Após a liquidação de suas dívidas, o país passou a acumular vultosas reservas internacionais, passando de um saldo de 55 bilhões de dólares ao final de 2005 para 207 bilhões de dólares ao final de 2007. Em consequência, a relação entre dívida externa de curto prazo e reservas internacionais, que era de 90% durante a crise cambial de 1999, caiu para cerca de 20% em 2008. Assim, o país ficou menos vulnerável às mudanças no cenário externo e às oscilações da taxa de câmbio. Essa nova dinâmica interna fez as desvalorizações bruscas do real em torno do dólar passarem a ter um efeito líquido negativo sobre a dívida brasileira, de forma a aumentar o valor de nossas reservas, reduzindo consideravelmente a dívida líquida do governo — conforme dados apresentados na Tabela 5. Essa mudança foi fundamental para impedir que a crise de 2008 se transformasse em uma crise cambial (CARVALHO, 2018).

Tabela 5. Dívida Externa Bruta em bilhões de dólares

Ano	Dívida Externa Bruta em bilhões de dólares
2004	220,1823
2005	187,9874
2006	199,3720
2007	240,4954
2008	262,9100
2009	277,5633
2010	351,9408

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Banco Central do Brasil, Boletim, Seção de Pagamentos. Informações disponíveis no *site* do Ipeadata.

Além disso, a taxa cambial flutuante, adotada no país desde 1999, permitiu que o país se tornasse menos vulnerável à fuga de capitais. Porém, frente ao risco de

deixar o câmbio — uma das principais variáveis do desenvolvimento econômico — oscilando de acordo com as vontades do mercado, após a crise de 2008, os governos optaram por desenvolver mecanismos para tentar intervir no mercado de câmbio e induzir o mercado a deixar o preço da moeda menos volátil. As valorizações cambiais foram de extrema importância para os especuladores, por conta das altas taxas de juros internas e também da valorização cambial, que aumentava ainda mais os ganhos no país. Esse processo fez a taxa de juros nacional, que vinha atuando como uma variável determinante na formação da taxa de câmbio, voltar a ser uma variável determinada pela evolução da crise e seus impactos no grau de aversão aos riscos dos investidores nacionais e internacionais (FARHI; TAVARES, 2009).

Enquanto a valorização do real beneficiava importações e movimentos especulativos, ela fazia com que a indústria nacional perdesse espaço, resultando na queda de sua participação no PIB e na perda de cadeias produtivas. Diante desse cenário, grandes indústrias perderam mercado, enquanto outras conseguiam grande parte de seus lucros atuando na especulação financeira, não mais no setor produtivo. Assim, foi mantido no país o privilégio dos rentistas e especuladores do mercado financeiro (PAIXÃO, 2013).

Quando analisado o volume de recursos destinados ao pagamento de juros atrelados à dívida, nota-se que o Brasil tem realizado, desde o Governo FHC, uma transferência de riqueza nacional para o setor financeiro da economia. A ortodoxa e conservadora política monetária que foi estabelecida nos anos 1990 e mantida no primeiro mandato do Governo Lula transferiu elevada quantidade de recursos públicos para o setor privado naquele período. O mecanismo de transferência de recursos da sociedade para o pagamento de juros beneficia as elites financeiras brasileiras e internacionais. O pagamento exorbitante de juros no mercado financeiro gera um ambiente de baixo crescimento econômico, uma vez que investir na economia real só se torna mais vantajoso se os ganhos forem maiores que os ganhos obtidos com pagamentos de juros. Esse estímulo aos investimentos tornou inviáveis investimentos produtivos e em infraestrutura, sendo por isso necessária a indução de investimentos privados por parte do Estado (PAIXÃO, 2013).

Nos anos 2000, sobretudo no segundo mandato de Lula e no primeiro de Dilma Rousseff, a atuação dos bancos públicos se tornou um instrumento fundamental para

o desenvolvimento da economia e a adoção de políticas anticíclicas (PAIXÃO, 2013). O país adotou um conjunto de medidas temporárias para conferir maior liquidez ao sistema financeiro, que estava ameaçado, e evitar uma maior contração do crédito. Entre as medidas de âmbito financeiro, o Banco Central reduziu o depósito compulsório⁶⁰, foi realizada a abertura de uma linha de crédito no Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para oferta de créditos de curto prazo, retomando seu papel como instituição de fomento, e os bancos públicos (Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil) expandiram suas linhas de crédito com juros subsidiados. Essas medidas geraram um aumento de 33% na oferta de crédito pelos bancos públicos. O BNDES manteve a sustentação dos investimentos em infraestrutura através de desembolsos para o PAC e, na tentativa de aumentar a taxa de investimentos no país, seus empréstimos aumentaram em 140% no período entre dezembro de 2008 e dezembro de 2009 (RANDO, 2018).

Em dezembro de 2008, com o objetivo de suprir a escassez de crédito no mercado e visando fortalecer a atividade produtiva, foi criado o Programa Especial de Crédito, que oferecia uma nova linha de crédito destinada ao financiamento do capital de giro das empresas. O programa tinha um orçamento de R\$ 6 bilhões que foram concedidos às empresas de forma indireta, por intermédio de agentes financiadores credenciados (RANDO, 2018).

Diante da fuga de capitais e da alta do dólar, decorrentes da crise do *subprime* nos Estados Unidos, o Brasil manteve alta a Selic, diminuindo-a apenas a partir de 2009. E, no âmbito fiscal, foram realizadas medidas para desonerações tributárias: as transferências do governo federal para estados e municípios foram mantidas — apesar da queda da arrecadação —, o governo aumentou sua participação em investimentos em parcerias com outros entes federativos e a duração e o valor do seguro-desemprego foram ampliados⁶¹ (CARVALHO, 2018).

[...] depois de 2008 a tendência à desaceleração da taxa de investimento privado foi substituída pela ascensão da taxa de investimentos públicos, com destaque para as empresas estatais, de maneira que já no primeiro trimestre de 2010 a evolução da taxa de crescimento da formação bruta de capital fixo atingiu o patamar de 25,95%. Mas além dos itens acima mencionados, merecem atenção também as medidas de desoneração fiscal, como a

⁶⁰ Fração de depósitos bancários que os bancos são obrigados a manter em reservas junto à autoridade monetária (CARVALHO, 2018).

⁶¹ Em 2009, o valor dos benefícios foi 12% maior e, em 2010, o reajuste foi de 9,7% (CARVALHO, 2018).

redução do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) de automóveis, eletrodomésticos e construção civil, e do IOP para créditos a pessoas físicas. Apesar de esse conjunto de desonerações não ter atingido uma expressiva parcela do PIB, algo em torno de 0,3%, eles se mostraram importantes incentivos para a manutenção e ampliação do consumo, mas também serviram como estímulos para o investimento privado que sem eles poderia ter se desacelerado em maior velocidade. (NOZAKI, 2011, p. 51-52 *apud* PAIXÃO, 2013, p. 148).

Duas medidas tomadas no período pós-crise tiveram caráter mais estrutural, uma vez que foram mantidas de forma permanente: a criação de duas novas faixas de tributação no Imposto de Renda da Pessoa Física (IRPF), com alíquotas menores para as classes mais baixas, e a criação do Programa Minha Casa Minha Vida, lançado em março de 2009, com o objetivo de financiar a construção de moradias populares e subsidiar a entrada e as taxas de juros cobradas de famílias de baixa renda no crédito imobiliário, reduzindo impostos e criando uma linha de financiamento para o investimento residencial em áreas urbanas (CARVALHO, 2018).

O crédito para o setor habitacional iniciou sua trajetória de crescimento em 2005, quando os bancos públicos já detinham a maior parte do mercado (cerca de 70%). A partir de 2008, a participação do setor público no crédito habitacional apresentou forte crescimento, a partir de estímulos do governo. Em setembro de 2009, cerca de 70% do volume de crédito para o setor habitacional tinha origem nos bancos públicos, em 2003, antes do boom do crédito no país e antes dos projetos do governo para esse setor. Os mesmos detinham 64% do volume de crédito habitacional, sinal de forte concentração no setor já desde o início dos anos 2000 com maior evolução a partir da crise. (RANDO, 2018, p. 41).

Grande parte das medidas implementadas para o combate à crise foram elaboradas para garantir a manutenção dos pilares da política econômica que já estavam sendo colocadas em prática no período anterior à crise, com uma presença mais ativa do Estado no estímulo ao mercado interno, que vinham levando ao crescimento do consumo e do investimento desde 2006. Em 2011, a grande presença do Estado na economia deu lugar a uma estratégia baseada nos incentivos ao setor privado, tanto através de políticas fiscais, quanto pelas políticas monetária e creditícia.

Embora tais medidas tenham evitado o colapso do sistema financeiro e da oferta de crédito e a queda dos investimentos públicos em meio à crise, a recuperação rápida da economia brasileira só foi possível graças ao modelo de crescimento que já estava em vigor. A força do mercado interno, o ciclo de investimentos privados e a menor vulnerabilidade externa tornaram a economia mais resistente a um choque que, em outros tempos, teria tido impacto muito mais profundo e duradouro. (CARVALHO, 2018, p. 39).

A crise internacional de 2008 tornou mais evidente a fragilidade da indústria brasileira, quando os deslocamentos entre o crescimento do comércio varejista

voltaram a crescer mais rapidamente do que o da produção industrial. Esse movimento mostrou que os produtos comprados estavam sendo produzidos em outro lugar, ou seja, a dinâmica de crescimento do consumo brasileira estava transbordando para fora do país, de forma que a maior demanda no mercado interno por produtos industriais estava sendo atendida, em sua maioria, por produtos importados. Isso se explica pela valorização da moeda nacional frente ao dólar, que, além de estimular importações e desestimular as exportações, prejudica o desenvolvimento de novos setores industriais e impede uma maior diversificação na estrutura produtiva nacional, gerando também desequilíbrios comerciais. Essa cadeia de acontecimentos leva ao risco de acúmulos de déficits comerciais, que podem causar uma crise de balanço de pagamentos e o desmantelamento das cadeias industriais, prejudicando o crescimento da economia no longo prazo (CARVALHO, 2018).

Sendo assim, o modelo de crescimento com distribuição de renda característico do período do “Milagrinho” era insustentável pela indústria brasileira, que não detinha condições estruturais necessárias para o atendimento do crescimento da demanda que havia sido criada. A estrutura industrial, que estava em decadência desde a liberalização iniciada nos anos 1980 e aprofundada nos anos 1990, teve sua estruturação inviabilizada frente à sobreapreciação do dólar.

Outro fator que inviabilizou a sustentação das políticas utilizadas no período de crescimento dos anos 2000 foi o caráter inflacionário do crescimento acompanhado da distribuição de renda. Isso aconteceu porque os setores que mais cresceram foram os intensivos em trabalho, que dependem da mão de obra. Além disso, esses setores não sofreram tanta concorrência internacional e, com isso, conseguiram repassar os aumentos de custos de mão de obra para os preços de mercado. Essas características fizeram os salários serem cada vez maiores, causando uma inflação de serviços. Esse repasse dos preços fez os preços dos serviços crescerem acima dos que compõem o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), medida utilizada pelo governo da época como mensuração da inflação⁶² (CARVALHO, 2018).

⁶² O regime de metas de inflação consiste na adoção de meta para o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), elaborado pelo IBGE e estipulado pelo Conselho Monetário Nacional. O instrumento utilizado pelo Banco Central para o alcance das metas inflacionárias é a taxa de juros básica Selic, definida pelo Conselho de Política Monetária (COPOM). No caso brasileiro, existe a margem de erro de dois pontos percentuais para cima e para baixo da meta de inflação, permitindo à economia absorver choques inesperados (PAIXÃO, 2013).

Tabela 6. Variação do IPCA acumulada no ano

Ano	Variação do IPCA
2007	4,46
2008	5,90
2009	4,31
2010	5,91
2011	6,50

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE - Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo.

Como podemos ver na Tabela 6, apesar da aceleração na inflação de serviços, as metas de inflação foram cumpridas em todos os anos do período de 2006 a 2010. Isso foi possível devido à apreciação do real em relação ao dólar, que ajudou a manter os preços controlados, mantendo os insumos importados mais baratos e, concomitantemente, inibindo o reajuste maior de preços nos setores que sofreram maior concorrência internacional e já estavam perdendo competitividade. Portanto, foi o ciclo de altas das *commodities* e o favorável cenário externo que possibilitaram a entrada de capitais estrangeiros no país e valorizaram o real, permitindo esse crescimento de salários sem aumentos extraordinários na inflação (CARVALHO, 2018).

Já em 2011, quando se encerrou o ciclo de altas nos preços internacionais das *commodities*, a inflação atingiu o teto da meta, ficando claro que o processo de distribuição de renda com salários crescentes para as camadas mais pobres da sociedade sem que o governo perdesse o controle da inflação só foi possível graças ao cenário externo favorável. Todavia, enquanto a desvalorização do dólar frente ao real ajudou a controlar as taxas de inflação internas, a taxa de câmbio valorizada acarretou o agravamento dos desequilíbrios na balança comercial, devido ao grande estímulo às importações. Além da redução da demanda global e da queda de preço das *commodities*, o aumento das remessas de lucros pelas filiais de empresas e bancos internacionais também impactou a conta corrente do país (PRATES; CUNHA; LÉLIS, 2011 *apud* MENDONÇA, 2014, p. 90).

6. CONCLUSÃO

Após o final da Segunda Guerra Mundial, foi instaurado um novo plano de ordem econômica mundial, o Regime de Bretton Woods, que era centralizado na hegemonia norte-americana e, mesmo que não abandonasse completamente o uso do ouro, tinha o dólar como moeda central no âmbito internacional. Durante esse período, como forma de proporcionar um clima monetário estável e retomar o comércio internacional, foram criados o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial. Todavia, os Estados Unidos tiveram problemas internos para manter a conversão dólar-ouro, gerando grandes déficits em seu balanço de pagamentos, e altos níveis de inflação por conta da emissão desenfreada de moeda.

Em 1971, sem condições de continuar mantendo a paridade com o ouro, os Estados Unidos encerraram o lastro do dólar em ouro, levando ao colapso do sistema de Bretton Woods e fazendo sua moeda adquirir, a partir desse momento, caráter fiduciário. Esse movimento fez os Estados Unidos terem maior autonomia para realização de políticas monetárias, podendo movimentar suas taxas de juros com maior liberdade. Em 1973, a alta de preços do petróleo promoveu um ponto crucial para o desenvolvimento do euromercado que estava se formando como forma de fuga das operações de crédito frente às regulamentações de controles cambiais e de fluxos transacionais norte-americanas.

O processo de expansão internacional dos bancos norte-americanos através dos euromercados foi de extrema importância para as atividades bancárias, que transformaram o caráter dessa atividade, unindo os mercados financeiros nacionais e criando um mercado mundial único de dinheiro, que se tornou a maior fonte de empréstimos das economias do mundo inteiro. Esse cenário possibilitou que a atividade bancária internacional crescesse mais do que a produção mundial e do comércio internacional. A emergência do euromercado e a adoção do sistema de taxas de câmbio flutuantes permitiu a consolidação da globalização ao longo dos anos 1980.

As políticas econômicas passaram a ser pautadas e moldadas de acordo com o mercado financeiro, e a lógica empresarial ficou subordinada à lógica especulativa, que passou a determinar também o comportamento dos agentes. O advento dos

ideários neoliberais permitiu uma onda de liberalização dos fluxos financeiros, que possibilitou a total mobilidade dos capitais. A emancipação das teorias neoliberais se deu primeiramente nos Estados Unidos e na Inglaterra, chegando aos países da América Latina apenas nos anos 1990, através do Consenso de Washington.

A década de 1990 foi marcada pela extensão dos movimentos especulativos, o aumento da integração financeira internacional proveniente da globalização, a criação de novos produtos financeiros, como a securitização e os derivativos, e a eclosão de diversas crises financeiras com elevado poder de contágio, em conjunto com a expansão do neoliberalismo. Essas crises prejudicaram sobretudo os países emergentes, que eram mais vulneráveis aos voláteis fluxos internacionais de capitais. Durante esse período, as instituições financeiras procuraram operações que fossem cada vez mais rentáveis, independentemente do risco atrelado a elas, e a relação entre governos e mercados financeiros internacionais sofreram transformações, dando maior poder de autorregulação ao mercado financeiro.

Formou-se uma nova arquitetura financeira global, com elevada liberalização entre as operações financeiras e as diferentes moedas. Nos Estados Unidos, o mercado de crédito imobiliário começou a se expandir, agregando famílias de baixa renda e com maiores riscos de inadimplência (mercado *subprime*). Para isso, foram criados os CDOs, que possibilitaram a securitização de empréstimos hipotecários, oferecendo diferentes tipos de cotas de participação nos pagamentos dos recebíveis. Além disso, como forma de deixar essas operações mais seguras diante da visão das agências de *rating*, foram criadas formas de apólice de seguro para essas operações, os CDSs, que posteriormente foram utilizados como ferramenta especulativa.

Com a disseminação desses títulos tóxicos na economia e trabalhando com altos graus de alavancagem, o sistema bancário paralelo cresceu em gigantescas proporções. Esse sensível e complexo sistema funcionava com a condição de que os imóveis securitizados continuassem em constante valorização e contavam com a sorte de que a maioria dos agentes não se tornariam inadimplentes em um mesmo momento.

O cenário começou a mudar quando, em 2004, as taxas de juros norte-americanas começaram a aumentar, elevando consigo as parcelas dos empréstimos *subprime*. Conseqüentemente, os agentes já não podiam mais arcar plenamente com

suas prestações, levando a altos volumes de inadimplências. Além disso, em 2005, os preços dos imóveis haviam se tornado tão supervalorizados que, mesmo com condições facilitadas, o acesso de diversas famílias foi inviabilizado, com isso, a demanda começou a despencar. Diante desses acontecimentos, em 2007, os preços das casas começaram a cair, enquanto as inadimplências não paravam de aumentar, fazendo com que os pilares desse complexo esquema deixassem de funcionar. Formou-se, assim, o cenário necessário para o estouro da bolha imobiliária que vinha se formando.

A quebra do Banco Lehman Brothers foi o estopim da crise, momento que marcou a transição de uma crise financeira para uma crise sistêmica. O fato de uma crise que começou no segmento do setor imobiliário norte-americano ter afetado o crescimento econômico mundial demonstra como a desregulamentação financeira incentivou a globalização dos mercados financeiros e a criação de instrumentos cada vez mais complexos, propícios para o surgimento e desenvolvimento do sistema bancário paralelo.

A crise, que começou nos Estados Unidos, refletiu na fuga de capitais transfronteiriços em diversos países. A globalização financeira serviu como mecanismo de transmissão e contágio entre as diferentes economias. Além disso, a redução nos fluxos comerciais também serviu como forma de disseminação da crise para o restante do mundo.

O Brasil — que, aderindo às políticas neoliberais, havia subordinado suas políticas macroeconômicas em função dos interesses do mercado financeiro — estava passando por um momento internacional propício ao crescimento no início da década de 2000, frente à valorização das *commodities* e à desvalorização do dólar frente ao real. O contexto internacional permitiu que o governo brasileiro instaurasse uma série de programas sociais, que conseguiram redistribuir a renda para as camadas mais baixas da sociedade, além de ampliar as exportações, realizar o pagamento da dívida internacional e melhorar as contas públicas.

Essas políticas, instauradas durante o primeiro e o segundo mandato de Lula, foram uma das principais razões pelas quais a crise internacional não causou abalos mais severos e duradouros na economia brasileira. A adoção de medidas anticíclicas, a criação de um colchão de reservas, a expansão da oferta de crédito pelos bancos

públicos, os programas sociais e os gastos governamentais como forma de fomento ao investimento privado fizeram o país ter uma rápida recuperação em relação aos impactos da crise.

No entanto, a crise evidenciou o atraso da indústria brasileira e o quanto as políticas de cunho desenvolvimentistas que focaram apenas na exportação de *commodities* inviabilizaram o desenvolvimento industrial no país, que ficou cada vez mais defasado diante dos competidores internacionais. Apesar de o Governo Lula ter realizado alguns incentivos para a indústria, os atrasos que remetem ao início da industrialização do país e o longo período com a taxa de câmbio valorizada não permitiram um crescimento substancial da estrutura industrial nacional.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Paulo Roberto de. O Brasil e o FMI desde Bretton Woods: 70 anos de história. **Revista DIREITO GV**, v. 10, n. 2, p. 469-495, 2014. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1808-2432201420>. Acesso em: 1 mar. 2022.

ALVARENGA, Bruna Dutra. **A crise do subprime: uma análise dos sistemas financeiros brasileiro e americano**. 2012. 36 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Economia) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

ANDERSON, Perry. Balanço do neoliberalismo. *In*: SADER, Emir; GENTILI, Pablo (orgs.). **Pós-neoliberalismo: as políticas sociais e o Estado democrático**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1995.

ARAÚJO, Elizeu Serra de. **Abertura financeira, vulnerabilidade externa e crescimento da economia brasileira**. 2005. 8 f. Tese (Doutorado em Políticas Públicas) – Universidade Federal do Maranhão, São Luís, 2005.

ARAÚJO, Fábio Tadeu; SILVA, Christian Luiz da. A vulnerabilidade externa da economia brasileira: um estudo sob o enfoque das questões tecnológicas, produtivas e comerciais. **Revista da FAE**, Curitiba, v. 7, n. 1, p. 35-50, jan./jun. 2004.

ARRUDA, Marcos. **Globalização financeira neoliberal: grave enfermidade do capitalismo**. Rio de Janeiro: Instituto Políticas Alternativas para o Cone Sul, 1999.

BATISTA, Paulo Nogueira. **O Consenso de Washington: A visão neoliberal dos problemas latino-americanos**. [s.l.: s.n.], 1994.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello. A financeirização do capitalismo e a geração de pobreza. **Cadernos do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento, ano 2, n. 3, p. 23-110, 2007.

BELLUZZO, L. G. de M. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. **Economia e Sociedade**, Campinas, SP, v. 4, n. 1, p. 11-20, 1995. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643205>. Acesso em: 3 mar. 2022.

BELLUZZO, L. G. M. O dinheiro e as transfigurações da riqueza: uma economia política da globalização. *In*: FIORI, J. L.; TAVARES, M. C. (Org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. São Paulo: Vozes, 1997.

BIANCARELI, André M. **A globalização financeira e os países em desenvolvimento: em busca de uma visão crítica**. Trabalho apresentado no I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira (2008).

BRAGA, J. C. S. Financeirização global: o padrão sistêmico da riqueza do capitalismo. In: FIORI, J. L.; TAVARES, M. C. (Org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. São Paulo: Vozes, 1997.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. A crise da América Latina: Consenso de Washington ou crise fiscal? **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 21, n. 1, p. 3-23, abril 1991.

CARNEIRO, Ricardo. A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas. **Texto para Discussão**, IE/UNICAMP, n. 90, out. 1999.

CARNEIRO, Ricardo. Globalização e inconvertibilidade monetária. **Texto para Discussão**, IE/UNICAMP, n. 120, 2007.

CARVALHO, Laura. **Valsa brasileira: Do boom ao caos econômico**. São Paulo: Todavia; 192 páginas. 1ª edição, 2018.

CHESNAIS, François. **A Mundialização do Capital**. São Paulo: Xamã Vm Editora e Gráfica Ltda., 1996.

CINTRA, Marcos Antonio Macedo; FARHI, Maryse. A crise financeira e o global shadow banking system, **Novos Estudos - CEBRAP**, n. 82, p. 35–55, 2008.

COMBAT, Flavio Alves. A crise do sistema de Bretton Woods: considerações sobre o papel do dólar na hierarquia monetária internacional. **Revista Estudos Políticos**, v. 10, n. 2, p. 245-265, 2019.

CRUZ, Paulo Davidoff. As origens da dívida. **Lua Nova: Revista de Cultura e Política** [online], v. 1, n. 2, p. 41-46, 1984. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0102-64451984000200009>. Acesso em: 25 abr. 2022.

EICHENGREEN, Barry. **A Globalização do Capital: uma história do sistema monetário internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000.

FARHI, Maryse; PRATES, Daniela Magalhães. **A crise internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real**. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 164, ago. 2009, pp. 1-26.

FERRAZ, João Carlos M. **O Manual da Crise: entendendo melhor a crise financeira de 2008, suas origens e consequências para o Brasil e o mundo**. São Paulo: Editora Alfa-Omega Ltda., 2009.

GALHARDO, Ricardo. **Lula: crise é tsunami nos EUA e, se chegar ao Brasil, será 'marolinha'**. O Globo, 04/10/2008. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/lula-crise-tsunami-nos-eua-se-chegar-ao-brasil-sera-marolinha-3827410>. Acesso em: 20/10/2022.

GONTIJO, Claudio; OLIVEIRA, Fabrício Augusto De. **A Crise da Globalização Financeira**. VI Colóquio Marx Engels. 2009. Sub-Área: 8.1: A Teoria Econômica de Marx e a crise atual (Congresso).

INSIDE job. Direção: Charles Ferguson. Produção de Representational Pictures. Estados Unidos: Sony Pictures Classics, 2010. Disponível em: www.netflix.com/watch/70139555?source=35. Acesso em: 1 out. 2022.

IPEA. **A maior e mais ousada iniciativa do nacional-desenvolvimentismo**. 2016. Disponível em: www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&id=3297#:~:text=O%20programa%20envolv%20ainda%20uma,mercado%20de%20consumo%20de%20mas sa%E2%80%9D. Acesso em: 28 maio 2022.

JUNIOR, Paulo Nogueira Batista. Vulnerabilidade externa da economia brasileira. **Estudos Avançados**, v. 16, n. 45, p. 173-185, 2002. Disponível em: www.revistas.usp.br/eav/article/view/9875. Acesso em: 15 jul. 2022.

JUNQUEIRA, Thais Guimarães. **Too big to fail? O fracasso do lobby financeiro na formação das regras para as instituições globais sistematicamente importantes (G-SIBs)**. 2017. 79 f. Dissertação (Mestrado em Relações Internacionais) – Instituto de Relações Internacionais, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

KEYNES, J. M. (1936). **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. Coleção Os Economistas. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1985.

KON, A.. Sobre a natureza da Indústria de Serviços: Tradable ou Non-Tradable? *In*: Anita Kon. (Org.). **Indústria, Trabalho e Tecnologia: Subsídios às Políticas Públicas**. v. 1. São Paulo: EITT-PUCSP, 2005.

KRUGMAN, Paul. **A crise de 2008 e a economia da depressão**. Rio de Janeiro: Elsevier Editora Ltda., 2009.

LIRA, Francisco Roberto Fuentes Tavares de. Do socialismo ao neoliberalismo: o Chile dos anos 1970. **Vitrine da Conjuntura**, Curitiba, v. 3, n. 6, p. 1-9, agosto 2010.

MEDEIROS, Carlos Aguiar. Globalização e inserção internacional diferenciada da Ásia e América Latina. *In*: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. (Org.). **Poder e dinheiro: uma economia política da globalização**. 2. ed. Petrópolis: Vozes, 1997.

MENDONÇA, Ana Vitória Estevão de. **Impactos da crise financeira de 2008 sobre as economias brasileira e latino-americana**. 2014. 141 f. Dissertação (Mestrado em Economia: Área Comércio Exterior e Relações Internacionais) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2014.

MOFFITT, Michael. **O dinheiro do mundo: de bretton woods à beira da insolvência**. Rio de Janeiro: Editora Paz e Terra S/A, 1984.

NASCIMENTO, Julio Cesar. **Moeda e centro-periferia no dólar flexível: o real brasileiro na posição de moeda periférica (2000-2017)**. 2018. 92 f. Monografia (Especialização em Economia) – Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Natal, 2018.

NUNES, André Figueiredo. **O choque do petróleo de 1973: Estados Unidos, OPAEP e a Segurança Energética**. 2016. 126 f. Monografia (Especialização em História Comparada) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2016.

OLIVEIRA, Gustavo Rezende de. **Testando a existência de efeito Lead-Lag entre os mercados acionários norte-americano e brasileiro**. 2008. 70 f. Monografia (Especialização em Administração) – Universidade de Brasília, Brasília, 2008.

PAIXÃO, Ivan de Andrade. **A economia brasileira perante a crise internacional de 2008**. 2013. 183 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2013.

PRATES, Daniela Magalhães. **As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional**. *R. Econ. contemp.*, Rio de Janeiro, v. 9, n. 2, p. 263-288, mai./ago. 2005.

RANDO, Imira Taira. **O Brasil e a crise financeira: políticas econômicas (2008-2014)**. 2018. 67 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Curso de Faculdade de Ciências e Letras, Universidade Estadual Paulista, Araraquara, 2018.

SANTOS, Taylon Róger Souza. **Impactos do acordo de Basileia III no Sistema Financeiro Nacional**. 2018. 84 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Econômicas) – Instituto de Ciências Econômicas e Gerenciais, Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2018.

SILVA, Paulo Roberto da. **Origem e desenvolvimento do sistema financeiro internacional: do padrão-ouro à crise de 2008**. 2010. 134 f. Dissertação (Mestrado em Economia Política) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2010.

SUPLICY, Eduardo Matarazzo. Os efeitos das minidesvalorizações da taxa de câmbio sobre as exportações brasileiras. *R. Adm. Emp.*, Rio de Janeiro, v. 14, n. 6, p. 33-72, nov./dez. 1974.

TAVARES, Maria da Conceição. A retomada da hegemonia norte-americana. *Revista de Economia Política*, v. 5, n. 2, p. 207-242, abril-junho/1985.