

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA  
CENTRO SOCIOECONOMICO  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS E RELAÇÕES INTERNACIONAIS

THAYSE FURTADO

**O SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL DENTRO DAS ORDENS  
ECONÔMICAS INTERNACIONAIS: O CASO DA RESTRIÇÃO EXTERNA  
BRASILEIRA**

FLORIANÓPOLIS  
2015

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA

**O SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL DENTRO DAS ORDENS  
ECONÔMICAS INTERNACIONAIS: O CASO DA RESTRIÇÃO EXTERNA  
BRASILEIRA**

Monografia submetida ao curso de Relações Internacionais da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito obrigatório para a obtenção do grau de Bacharel em Relações Internacionais

Orientador: Patrícia Fonseca Arienti

FLORIANÓPOLIS

2015

THAYSE FURTADO

**O SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL DENTRO DAS ORDENS  
ECONÔMICAS INTERNACIONAIS: O CASO DA RESTRIÇÃO EXTERNA  
BRASILEIRA**

Esta monografia foi apresentada como Trabalho de Conclusão do Curso Relações Internacionais da Universidade Federal de Santa Catarina, e aprovado com a nota 10, atribuída pela banca constituída pelo orientador e membros abaixo relacionados.

Florianópolis, 09 de julho de 2015

Banca examinadora:

---

Prof. Dr. Patrícia Fonseca Arienti – Orientador

---

Prof. Dr. Marcelo Arend

---

Prof. Dr. Daniel de Santana Vasconcelos

## AGRADECIMENTOS

À Deus acima de tudo. Aos meus pais, Sandro e Cida, ao meu irmão, Lucas, e às minhas avós Iana e Elza. Foi o esforço e o apoio que eles me deram durante toda essa minha trajetória na universidade, que me deram forças e motivação para continuar a buscar meus sonhos. Eles nunca deixaram de acreditar em mim, e se doaram sem esperar nada em troca, o mínimo que eu posso fazer agora é agradecer pelo conforto e pelo amor incondicional que sempre me deram.

Outras pessoas que não poderiam faltar aqui são os meus colegas de classe, agora amigos que levarei para a vida. Vocês transformaram meus dias na UFSC em momentos felizes e engraçados. Quando havia tristeza ou incertezas, eu sabia que vocês estariam lá para me apoiar ou simplesmente para me ouvir. Por isso, agradeço principalmente: Alexandre, Bruna, Desirée, Luiza, Marina W., Marau e Maíra. O eterno grupo resumos. Também queria agradecer o meu namorado, Thomas, por ter estado sempre ao meu lado, assumindo por muitas vezes o papel de amigo, psicólogo, professor, treinador e namorado nas horas vagas.

É muito raro encontrar professores que possam te inspirar e marcar sua trajetória acadêmica. Por isso, sou muito grata por ter convivido com a professora Patrícia, tanto durante os trabalhos no Projeto SiEM, durante as aulas de Introdução à economia e macroeconomia e por fim, como sua orientanda de monografia. Era sempre possível encontrar palavras amigas e de consolo na primeira sala à esquerda do 2º andar do Departamento de Economia e RI. Muito obrigada profe.

Por fim, agradeço a todos os amigos que fizeram parte da minha trajetória na Universidade e em Floripa e estiveram comigo em todos os momentos, bons ou ruins. Certamente não posso agradecer todo mundo nominalmente, mas sou muito grata a todos que estiveram ao meu lado nesses anos, e que, de alguma forma, me ajudaram a chegar aqui.

*Dedico esta conquista a uma pessoa que sempre  
me apoiou e compartilhou comigo minhas  
vitórias, mas que por conta do destino, não pode  
mais estar presente, Tia Zica.*

## RESUMO

O presente trabalho apresenta uma pesquisa sobre a restrição externa brasileira durante o período de vigência do sistema de Bretton Woods e do Dólar-flexível. Durante esse período, o sistemático déficit em transações correntes, enfrentou na disponibilidade de divisas um dos seus principais obstáculos. Com a alteração das ordens internacionais, a liquidez internacional sofreu diversas oscilações ao longo dos anos, assim como os tipos de capitais disponíveis para os países. A análise dos dados do balanço de pagamentos brasileiro apresentada nesse trabalho mostra que tais transformações afetaram a economia brasileira e a sua disponibilidade de divisas. A situação deficitária das contas externas brasileiras estava relacionada com o reduzido índice de liquidez presente no cenário internacional. Os tipos de capitais disponíveis para investimento no país também se alteraram conforme as ordens internacionais evoluíram. Durante Bretton Woods, a conta 'outros investimentos' da conta financeira do balanço de pagamento foi a principal responsável pelos financiamentos brasileiros. No sistema do Dólar-flexível, os investimentos em carteira e o investimento externo direto superaram a conta anterior, tornando-se as principais fontes de divisas brasileiras.

**Palavras-chave:** restrição externa, ordem internacional, liquidez internacional, divisas, balanço de pagamentos.

## ABSTRACT

The present thesis presents a research of the Brazilian external constraint during the period of the Bretton Woods and the flexible dollar systems. During this period, the systematic current account deficit faced its main obstacles on the availability of currencies. With the changing of the international orders, the international liquidity has undergone several fluctuations over the years, as well as the types of capital available to the countries. The analysis of the Brazilian balance of payments data presented in this study shows that such changes affected the Brazilian economy and the availability of foreign exchange. The deficit of external accounts was related to the reduced liquidity ratio present on the international scene. The types of capital available for investment in the country also changed as international orders evolved. During Bretton Woods, the account 'other investments', in the financial account of the balance of payments, was the mainly responsible by Brazilian funding. In the flexible dollar system, the portfolio investments and foreign direct investment exceeded the previous account, making it the main source of Brazilian currency.

**Keywords:** external constraint, international order, international liquidity, foreign exchange, balance of payments.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Índice da Liquidez Internacional - 1970-1990.....	24
Gráfico 2 - Índice da Liquidez Internacional - 1990-2007.....	30
Gráfico 3 – Entrada de divisas – Brasil (US\$ Milhões) 1957-1970.....	38
Gráfico 4 – Reservas Internacionais – Brasil (Milhões US\$) 1965-1975.....	41
Gráfico 5 – Entrada de divisas – Brasil (US\$ Milhões) 1970-1990.....	42
Gráfico 6 – Reservas Internacionais - Brasil (Bilhões US\$) 1975-1990.....	45
Gráfico 7 – Entrada de divisas – Brasil (US\$ Milhões) 1990-2014.....	50
Gráfico 8 – Reservas Internacionais - Brasil (Bilhões US\$) 1990-2000.....	53
Gráfico 9 - Reservas Internacionais - Brasil (Bilhões US\$) 2001-2014.....	55
Gráfico 10 - Saldo das Transações Correntes (% do PIB) – 1960-2014.....	60

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Balanço de Pagamentos - Brasil (US\$ Milhões) 1957-1970.....	38
Tabela 2 – Balanço de Pagamentos - Brasil (US\$ Milhões) 1975-1980.....	41
Tabela 3 – Balanço de Pagamentos - Brasil (US\$ Milhões) 1980-1990.....	46
Tabela 4 – Balanço de Pagamentos - Brasil (US\$ Milhões) 1990-2000.....	49
Tabela 5 – Balanço de Pagamentos – Brasil (US\$ Milhões) 2001-2014.....	54



## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>10</b>
<b>2</b>	<b>A EVOLUÇÃO DO SISTEMA ECONOMICO INTERNACIONAL.....</b>	<b>13</b>
2.1	Ordens internacionais e regimes .....	14
2.2	O cenário econômico internacional .....	16
2.3	A nova ordem econômica internacional do pós-guerra (1944-1973) .....	18
2.4	A crise no sistema de Bretton Woods .....	20
2.5	Período de transição para um novo sistema .....	22
2.6	A ordem do dólar-flexível e a financeirização.....	26
<b>3</b>	<b>A ECONOMIA BRASILEIRA FRENTE A RESTRIÇÃO DO CAPITAL EXTERNO .....</b>	<b>33</b>
3.1	Bretton Woods e os seus reflexos no Brasil.....	34
3.2	A crise de Bretton Woods e o reflexo no Brasil.....	43
<b>4</b>	<b>GLOBALIZAÇÃO: A AGENDA NEOLIBERAL BRASILEIRA .....</b>	<b>48</b>
4.1	A reentrada brasileira no Mercado Financeiro Internacional .....	48
4.2	O aprofundamento da globalização .....	52
4.3	O período mais recente .....	56
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>63</b>
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>65</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O exercício de poder de um Estado pode ser medido através de duas formas: da sua capacidade de influenciar e da sua autonomia. O primeiro, refere-se à influência que o país tem para moldar os resultados dos acontecimentos internacionais (dimensão externa do poder). O segundo, diz respeito a sua autonomia, mesmo que relativa, em formular e implementar políticas domésticas para alcançar objetivos nacionais (dimensão interna do poder). Autonomia e influência estão interligadas, na medida em que uma relativa autonomia interna é condição necessária para um Estado exercer influência internacional, embora não seja o único fator suficiente. Dentro das relações econômicas, uma das grandes limitações à autonomia de um Estado está refletido no seu Balanço de Pagamentos (COHEN, 2006)

Qualquer país que enfrenta déficits contínuos em transações correntes encontra sua autonomia para implementar políticas “nacionais restringida pela necessidade de gerar divisas internacionais para cobrir seu déficit” (ARIENTI, p. 4, 2013). Em algum momento, tal país necessitará adotar políticas macroeconômicas de redução da demanda<sup>1</sup> agregada, para diminuir o déficit em conta corrente.

De acordo com Serrano e Bhering (2013) um país sofre uma restrição externa, ou de Balanço de Pagamentos (BP), quando existe uma escassez de divisas. Esta pode ser medida através das obrigações internacionais que devem ser pagas em alguma moeda de referência – em dólar. Caso um país não possua o poder de emitir esta moeda, a disponibilidade desta última fica limitada pela capacidade de gerar divisas. Em outras palavras, quando se aumentam os “gastos, a renda e o produto, aumenta também a demanda por importações e, conseqüentemente, a quantidade de divisas necessária para pagá-las” (SERRANO; BHERING, p. 1, 2013). Por conseguinte, o produto de longo prazo fica limitado pela capacidade de gerar as divisas necessárias.

De acordo com a teoria de crescimento sob restrição externa, conforme definida por Thirlwall (2005) e algumas de suas variações, o crescimento de longo prazo dos países está restrito à necessidade de equilíbrio de seu balanço de pagamentos. Embora no curto prazo um país possa apresentar déficits nas suas contas externas, essa situação não pode ser mantida indefinidamente. No longo prazo, o balanço de pagamentos deve estar equilibrado. No que se refere a economia brasileira, percebe-se que a busca pela estabilidade no balanço de pagamentos

---

<sup>1</sup> Através da redução do consumo privado e dos gastos públicos

foi um objetivo constante almejado pelos governos na história contemporânea. Os debates acerca dos déficits nas transações correntes brasileiras trazem sempre à pauta da discussão o caso da restrição externa no país.

Dada a vulnerabilidade externa dos países dependentes do ciclo de liquidez internacional tanto para o equilíbrio de seus balanços de pagamentos como para a redução da volatilidade da taxa de câmbio, o tema da restrição externa ressurgiu nas discussões acadêmicas e políticas nacionais e internacionais. A evolução da ordem econômica internacional impõe diferentes arranjos institucionais que apresentam formas diferentes de lidar com a administração dos déficits nos países.

No padrão-ouro, por exemplo, os países que apresentavam déficits em suas contas externas deveriam arcar com todo o peso dos ajustes. A partir da Conferência de Bretton Woods, o problema da distribuição assimétrica do peso dos ajustes entre países deficitários e superavitários seria contornado com a criação de instituições financeiras, principalmente o FMI, que serviria como administrador do sistema de pagamentos entre países de forma a garantir que os desequilíbrios de conta corrente nos Estados não desestabilizassem o novo sistema de taxas de câmbio fixas. O enfraquecimento de Bretton Woods e a formação da atual ordem monetária-financeira internacional, marcada pelo padrão o dólar-flexível e pela desregulamentação, permitiu a plena mobilidade de capitais (tornando-os mais voláteis), e marcando um novo cenário de liquidez internacional.

As políticas adotadas pelo governo brasileiro, entre 1930-1970, para substituir as importações e diversificar a estrutura produtiva, já colocavam o baixo dinamismo e a elevada propensão a importar como um limitante ao crescimento nos países em desenvolvimento. Durante esse período, vigorava no sistema internacional a ordem de Bretton Woods. Com a crise desse sistema, a perda de dinamismo do crescimento econômico brasileiro iniciou-se na década de 1980, na denominada “década perdida”, marcada pelo aprofundamento dos desequilíbrios macroeconômicos internos diante de uma reversão abrupta do cenário econômico internacional. Nesse contexto, surge um novo modelo econômico que suplantou o processo de substituição de importações e que surgiu a partir de globalização. A adesão ao novo modelo neoliberal de crescimento, em 1990, representou uma mudança na estratégia de desenvolvimento da economia brasileira. Houve, a partir de então, um intenso processo de abertura e de liberalização financeira.

Entretanto, durante todo esse período, o sistemático déficit em transações correntes que acompanha o desenvolvimento econômico, enfrentou diversos obstáculos, principalmente a

questão da disponibilidade de divisas. Assim sendo, a proposta inicial dessa monografia está em entender a restrição externa que parece permear a história econômica brasileira, a partir de uma análise do balanço de pagamentos do país e do cenário econômico internacional, inserido dentro das ordens internacionais. Portanto, o problema a ser desenvolvido aqui .

Para atingir esses objetivos, inicialmente foi realizada uma pesquisa bibliográfica para compreender a ideia de Ordem Econômica Internacional e seus regimes. Assim, no segundo capítulo busca-se traçar um marco teórico para as discussões a respeito das transformações nas ordens internacionais, expondo os principais acontecimentos, bem como utilizando-se de estudos recentes sobre o tema para uma contextualização teórica mais contemporânea. Após isso, no terceiro capítulo, foi realizada uma exposição da evolução histórica do Balanço de Pagamentos do Brasil no século XX, mais precisamente, entre 1950-1990, período que vigorava a ordem de Bretton Woods e iniciava a transição para a ordem da globalização. Para isso, utilizamos de uma bibliografia variada com autores bastante reconhecidos no estudo da restrição externa brasileira. Por fim, o último capítulo apresenta a restrição externa na ordem da globalização, permitindo analisar os efeitos da alteração na ordem internacional na economia brasileira contemporânea. As principais fontes nessas duas últimas sessões foram sites do governo brasileiro, bem como relatórios oficiais de desempenho e de dados estatísticos e outras fontes governamentais. Na metodologia dessa monografia optou-se por trabalhar, na maioria dos casos, com os dados primários e não com taxas de crescimento, uma vez que o objetivo aqui é mostrar a relação/necessidade de captação de recursos externos e a sua disponibilidade.

## 2 A EVOLUÇÃO DO SISTEMA ECONOMICO INTERNACIONAL

A ordem econômica internacional sofreu severas alterações desde o início do século XX, alternando períodos de taxas de câmbio fixas e flutuantes, crises econômicas e cooperação internacional. No final da Segunda Guerra Mundial surge o sistema de Bretton Woods, uma nova ordem institucionalizada capaz de planejar um sistema monetário internacional que derrubasse as restrições ao comércio, levasse ao pleno emprego e à estabilidade dos preços. Bretton Woods instituía o dólar como moeda chave do Sistema Financeiro Internacional e o câmbio fixo entre as moedas.

Não obstante, o sistema de câmbio fixo não obteve sucesso em conciliar os equilíbrios internos e externos. As dificuldades em manter a conversibilidade do dólar, a inflação norte-americana e a decisão de diversos países em recusar a taxa fixa do dólar contra suas moedas foram, segundo Carvalho (2007) os grandes responsáveis pelo colapso do sistema de Bretton Woods. Uma nova ordem econômica mundial surge a partir de 1973, moldando o atual sistema vigente. Entretanto, a literatura é vasta e controversa a respeito da classificação dessa. Alguns autores a conceituam como o modelo Dólar-Flexível, outros como o pós-Bretton, levando alguns críticos a descreverem os novos ajustes como um “não-sistema” internacional.

O regime financeiro internacional que se forma a partir da globalização, permitiu a ascensão do setor financeiro, marcando o que ficou conhecido como a financeirização da riqueza. A desregulamentação permitiu a plena mobilidade de capitais, tornando-o muito volátil, e marcando um novo cenário de liquidez internacional. O aumento do volume de capital financeiro que se desloca internacionalmente em busca de aplicações com maior retorno e com maior diversificação do risco cresceu nas últimas décadas, tornando o capital internacional um ator relevante no sistema vigente.

Sendo assim, esse capítulo busca apresentar a evolução do cenário econômico internacional, mais precisamente, do sistema financeiro internacional, inserido dentro das diferentes ordens internacionais que surgem e se sobrepõem no século XX e XXI. Dentro desse contexto, a pesquisa apresenta alguns conceitos referentes ao tema e, em seguida demonstra a trajetória do capital externo, ao longo desse período, levando em consideração as diferentes as políticas adotadas pelos países-chave do sistema.

## 2.1 Ordens internacionais e regimes

O avanço da integração entre os países tornou a análise do cenário internacional um fator essencial para a tomada de decisão dos atores nacionais. Na esfera da economia, não existem fenômenos realizados apenas entre vendedores e compradores ou entre investidores e tomadores de capital. O Estado se faz presente como uma autoridade, e, dessa forma, em qualquer decisão feita por um governo, desde a alteração nos preços dos combustíveis até a definição das taxas de juros, é inevitável a presença de empresas, indivíduos e outros Estados ressaltando seus interesses (SATO, 2012).

Por outro lado, os impactos das políticas adotadas por um Estado são claramente observados na esfera internacional, ora acompanhando a ordem vigente, ora alterando tal ordem. Nas transações internacionais, o grau de complexidade e interdependência aumenta. Sendo assim, para se relacionar economicamente com outros países, é preciso levar em consideração as diversas moedas existentes e suas conversibilidades, os idiomas, as políticas econômicas adotadas pelos governos, os costumes, os parâmetros de confiança, entre outros. Portanto, as transações comerciais não podem ser vistas apenas como simples atos de troca de bens e serviços por certo valor em moeda. Elas envolvem aspectos monetários, financeiros e até mesmo políticos (Ibid, 2012).

Sato considera que as transações econômicas internacionais não são aleatórias, mas

orientadas por uma ordem, que se traduz nos diferentes papéis desempenhados por agentes, instituições e práticas econômicas. A ordem econômica internacional é entendida como o conjunto de mecanismos pelos quais os interesses de nações, grupos empresariais e indivíduos atuam e se articulam (SATO, 2012, p. 23).

Nesse contexto, uma das teorias de maior importância para explicar a evolução do enredamento da ordem internacional é da interdependência complexa. Nye e Keohane (1989), na obra *Interdependence in World Politics*, afirmam que a interdependência afeta a política mundial e o comportamento dos Estados, mas ações governamentais também influenciam padrões de interdependência. Os autores reconhecem a supremacia dos Estados como atores das RI, atuando diretamente a através de organizações intergovernamentais, atentam, porém, para o surgimento de atores não-estatais e sua participação no sistema.

Ao criar ou aceitar procedimentos, regras ou instituições para certos tipos de atividades, os governos regulam e controlam as relações transnacionais e interestatais. Os autores se

referem a esses arranjos de governo como regimes internacionais. O termo “regime internacional” vem do direito internacional e foi J. Ruggie o responsável por introduzir o conceito em nas relações internacionais, em 1975.

Para Krasner (1976), um regime corresponde a um arranjo de princípios, normas, regras e procedimentos de tomada de decisão implícitos ou explícitos para o qual convergem as expectativas dos atores em determinada área das relações internacionais. Para tanto, Bull (1977) destaca a importância de instituições no cenário internacional, uma vez que essas garantem a aderência a regras, formulando, comunicando, administrando, reforçando, interpretando, legitimando e adaptando-as.

Em *Power and Interdependency*, Nye e Keohane (1989) vincularam a ideia de regime à interdependência e exploraram as condições de formação de regimes. A interdependência é exposta também como uma dependência mútua, definida como situações causadas por efeitos recíprocos entre países ou entre atores de diferentes países, resultantes fundamentalmente das crescentes transações internacionais. Atores menos dependentes podem usar a relação de interdependência como uma fonte de poder de barganha sobre alguma questão e talvez até afetar outras. No outro extremo, a pura simetria é a dependência total, mas essa também é rara. A maioria dos casos se encontra entre esses dois extremos.

Para os teóricos críticos, não existe uma política mundial operando segundo leis sociais inalteráveis. O mundo social é uma construção e, nesse sentido, o sistema internacional é uma construção específica dos Estados mais poderosos. Robert Cox (1987) afirma que o enfoque da teoria crítica é a transformação da ordem internacional, no que se refere à realidade política, econômica e social.

Para Eiiti Sato (2012), a ordem econômica internacional é composta de três elementos tangíveis, objetivados institucionalmente, e dois componentes intangíveis. Os três mais tangíveis são o regime financeiro internacional, o regime monetário internacional e o regime de comércio internacional. Dentre os elementos intangíveis o autor destaca o padrão da distribuição da riqueza e do poder na esfera internacional e a estratégia de crescimento implícita na ordem econômica.

O regime financeiro internacional compreende o conjunto de regras, normas e instituições, formais e informais, que orientam os fluxos do sistema financeiro. A princípio, a taxa de juros é elemento primordial na determinação desses fluxos, uma vez que é por meio desta que o capital é remunerado. Todavia, na era da globalização, outros fatores também podem

influenciar a movimentação do capital como a busca pela segurança, as políticas comerciais, as variações nas taxas de câmbio, a inflação e a regulamentação financeira interna.

O regime monetário internacional diz respeito a forma como a disponibilidade de liquidez é apresentada internacionalmente. É por meio de instituições e práticas que as regras para a efetuação dos pagamentos das transações internacionais são organizadas. Esse regime compõe as moedas usadas nas transações internacionais e nos mecanismos de ajustes entre os balanços de pagamentos. Para Eichengreen (p. 23, 2000), o sistema monetário internacional é o que mantém ligado as economias dos diferentes países. Seu papel principal é dar “ordem e estabilidade aos mercados cambiais, promover a eliminação de problemas de balanço de pagamentos e proporcionar acesso a créditos internacionais” em caso de abalos desestruturadores.

Por último, o regime do comércio internacional compreende o conjunto de normas, práticas e instituições que orientam as transações comerciais e está diretamente ligado à divisão internacional do trabalho, uma vez que analisa a distribuição dos mercados e produções pelo mundo.

Nesse sentido, cabe lembrar que mudanças significativas nos elementos intangíveis geram transformações na ordem econômica internacional.

## 2.2 O cenário econômico internacional

O Padrão-Ouro, sistema que vigorou de 1870-1941, fora efetivamente uma forma estruturada para as relações econômicas internacionais, e é interpretado por muitos autores como a primeira ordem econômica da história, mas uma das causas de seu colapso, é, segundo Sato (2012) por ter o seu funcionamento dependente do comportamento do mercado e da ação voluntária dos principais agentes. As instituições econômicas criadas antes de 1944 representavam uma experiência de cooperação formal, embora precária e com fins específicos. A crise de 1930 revelou a inadequação da estrutura institucional internacional existente para lidar com uma economia internacional que estava se ampliando e tornando-se cada vez mais complexa e integrada.

Para Eichengreen (2000), antes da Primeira Guerra Mundial não existia controle sobre as transações financeiras internacionais e os fluxos de capitais atingiam níveis elevados. Com a explosão da crise econômica de 1929, a economia mundial passou por uma depressão generalizada. Após a crise e durante toda a 2ª Grande Guerra a efervescência dos centros financeiros foi muito aplacada deixando de existir um sistema econômico internacional



integrado (como ocorria até 1931). O período entre guerras foi caracterizado pela brusca redução da cooperação econômica entre os países, de tal forma que Krugman e Obstfeld (2010) aponta que a maior parte do prejuízo econômico ocorrido deveu-se às restrições econômicas e às políticas do tipo *empobrecer-seu-vizinho*, que buscavam elevar o bem-estar doméstico em detrimento dos países estrangeiros.

Nesse período, em meio a depressão econômica e a crise bancária, os EUA desenvolveram uma complexa estrutura reguladora no seu sistema financeiro nacional para solucionar o problema da falta de liquidez do sistema e de vários bancos (LIMA, 1997). Para Lima (1997), na visão teórica dominante pós-1980 e em pleno neoliberalismo, o processo de reestruturação e de regulamentação de 1933 esteve baseado no "medo e na súbita perda de confiança no sistema de livre mercado", isto é, no modelo *laissez-faire*. Era preciso instituições que trouxessem estabilidade.

A partir da Segunda Guerra Mundial, os EUA surgem como o maior credor internacional. Não somente as reservas de ouro estavam fortemente concentradas no país, mas a disparidade dos valores da produção agregada dos EUA em relação ao resto do mundo era enorme: em 1950 o Produto Nacional Bruto (PNB) norte-americano contabilizava US\$ 381 bilhões enquanto que a Grã-Bretanha, URSS e França somavam juntas US\$247 bilhões (LIMA, 1997).

Para Wallerstein (2001), no "plano econômico, o objetivo dos Estados Unidos depois da II Guerra Mundial era criar uma 'demanda efetiva em escala mundial' para os seus produtos". Para poderem lucrar a partir de sua superioridade econômica, entretanto, o país precisava também criar uma ordem mundial capaz de manter as relações internacionais relativamente estáveis.

Para tanto, em 1941, quatro anos antes do término da 2ª Guerra Mundial, Estados Unidos e Inglaterra assinaram a Carta do Atlântico, o "primeiro documento em que a noção de cooperação internacional é destacada", não apenas na visão militar, mas também na esfera das relações econômicas internacionais (SATO, 2012). Entretanto, o elemento mais característico do pós-guerra foi a criação do Sistema de Bretton Woods, ou seja, uma ordem centrada no estabelecimento de instituições que separavam as relações políticas e estratégicas (*high politics*) das questões monetárias, financeiras e econômicas (*low politics*). Foi nesse contexto que a ONU - nova organização internacional que surgia - se desvinculou das questões macroeconômicas.

### 2.3 A nova ordem econômica internacional do pós-guerra (1944-1973)

Os acordos de Bretton Woods, amplamente negociados entre a Grã-Bretanha e os Estados Unidos e assinados por 44 nações em 1944, foram singulares sob vários aspectos. Em um primeiro momento, Bretton Woods representou um experimento internacional sem precedentes de construção de regulação e institucionalização das relações econômicas. Por outrora, os acordos foram um passo decisivo na abertura econômica mundial, uma vez que, pregava o princípio de um sistema de multilateralismo e liberalismo econômico (IKENBERRY, 1993).

Para Cohen (2006), o sistema de Bretton Woods foi o primeiro exemplo de uma ordem negociada de forma a governar as relações monetárias, financeiras e comerciais entre os Estados soberanos, compreendendo iniciativas para lidar com os desequilíbrios externos dos diversos países participantes, definir o aparato institucional econômico internacional, prover liquidez e financiar o desenvolvimento econômico. Para o autor, o regime foi desenhado para combinar obrigações legais com decisões multilaterais, conduzidas por uma organização internacional, o FMI dotado de uma autoridade supranacional limitada.

No campo monetário, o Fundo Monetário Internacional – FMI, tinha a missão de zelar pela manutenção das paridades cambiais, pela liberdade de pagamentos por transações correntes e pela provisão de liquidez mundial. De acordo com Carvalho (2004), a função dessa instituição era administrar o sistema de pagamentos entre os países, a fim de garantir que os desequilíbrios de conta corrente surgidos nas transações externas de qualquer país não se acumulassem a ponto de ameaçar o regime de taxas de câmbio fixas.

Por muitas vezes, para alcançar tal objetivo e manter o equilíbrio de conta corrente, as políticas adotadas pelo FMI eram tidas como recessivas, pautadas na: diminuição da demanda agregada para reduzir as importações, no aumento das exportações em detrimento da produção nacional, e medidas fiscais para equilibrar as transações externas. Para os países desenvolvidos, tais políticas, no curto prazo, traziam a perda da produção e o aumento do desemprego, mas, em geral, esses efeitos eram passageiros. Quanto aos países em desenvolvimento, além dos excessos do setor público, em muitos casos, o gasto fiscal consistia, na verdade, em investimentos. O corte no gasto público tinha efeitos no longo prazo. A relutância em recorrer ao FMI era vista, por tais países, como uma defesa da possibilidade de desenvolvimento econômico (Ibid, 2004).

O Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento – BIRD – também denominado como Banco Mundial tinha a missão de financiar projetos da reconstrução

européia, em um primeiro momento, e de criação de infraestrutura de países em desenvolvimento, em um segundo momento (ROSA, 200-). A OIC, por sua vez, servia como instrumento para a liberalização comercial, entretanto, a falta de adesão dos Estados Unidos (no posto de maior economia mundial) fez com que o Acordo Geral de Tarifas e Comércio – GATT, negociado dentro da OIC sobrevivesse, porém, impediu uma ação articulada dessa com o FMI (ROSA, 200-).

No final da guerra os EUA concentravam mais de 70% das reservas mundiais de ouro e, a posteriori, por meio de empréstimos, transações financeiras e créditos comerciais, o dólar se tornaria disponível para todas as transações internacionais. Sendo assim, a falta de liquidez constituiu uma das dificuldades a ser superada. As reservas nas mãos de um único país fizeram com que, nas negociações dos acordos de Bretton Woods, a questão da liquidez internacional estivesse no centro do debate (SATO, 2012).

No sistema monetário de Bretton Woods, o ouro continuaria a desempenhar um importante papel, mas de uma forma diferente àquela praticada no período do padrão-ouro.

Embora esse metal continuasse a ser considerado a reserva por excelência, em pouco tempo o dólar iria se revelar um ativo muito mais atraente, não apenas porque era conversível ao ouro a taxas fixas, mas também porque a maior parte do comércio internacional era conduzido em dólares (SATO, 2012, p. 123).

Dessa forma, o dólar foi instituído como principal moeda de reserva internacional e unidade padrão de cálculo de valor (ALMEIDA, 2009). As taxas de câmbio eram fixas, porém reajustáveis, podendo flutuar em uma faixa de apenas 1%, onde o seu rompimento requereria a aprovação do Fundo Monetário Internacional (OLIVEIRA; MAIA; MARIANO, 2008).

Apesar de a formação do Sistema Financeiro Internacional Contemporâneo” ser datada a partir da queda do sistema de Bretton Woods, é nessa ordem econômica que se cria os instrumentos balizadores para o seu desenvolvimento. Sendo assim, paralelamente ao desenvolvimento do sistema monetário, surgiu no pós-guerra, instituições especializadas na guarda, circulação e emissão da moeda. É nesse conjunto de entidades especializadas no tratamento da moeda que se segmenta a incipiente formação do regime financeiro internacional (ROSA, 200-). Uma vez que as reservas monetárias e as disponibilidades financeiras estavam concentradas nos Estados Unidos, as negociações na área monetária e financeira internacional foram, segundo Sato (2012), relativamente bem-sucedidas.

Durante o sistema de Bretton Woods o livre comércio era o princípio balizador das relações comerciais. Entretanto, no próprio GATT, a chamada “cláusula da nação mais

favorecida” indicava que exceções à prática do livre comércio eram aceitáveis. John Ruggie, nomeou esse sistema como “liberalismo embutido”, o qual pregava que nesse período o livre mercado convivia com cláusulas de exceção e com políticas do Welfare State<sup>2</sup> e intervenção estatal, muitas vezes não condizentes com seus objetivos, como as políticas de combate ao desemprego, estabilização, busca da industrialização e o desenvolvimento dos países emergentes (KRUGMAN; OBSTFELD, 2010).

Para Harvey (2005) no período pós-guerra, viu-se a ascensão de uma série de indústrias, as novas forças de trabalho formavam uma demanda efetiva em rápida expansão e a homogeneização dos produtos e economias devastadas pela guerra foram reconstruídas com o auxílio financeiro dos Estados Unidos, através do Plano Marshall.

#### 2.4 A crise no sistema de Bretton Woods

A partir de 1958, 13 países europeus adotaram medidas que permitiram que os possuidores de uma moeda passassem a poder adquirir outras moedas por meio de operações de mercado. Isso era um dado sem precedentes. Não apenas moedas de diversos países se tornaram conversíveis entre si, via mercado, como incluía a conversibilidade do dólar em ouro, à taxa de USD35 por onça de ouro. Deste modo, os EUA mantinham boa parte das suas reservas em ouro, o Reino Unido em dólares americanos e um terceiro país, em libras esterlinas (GONÇAVES, 1998).

Essa diversidade na composição de reservas chegou a um nível que as transações entre moedas nacionais passaram a ocorrer também via bancos centrais e entre estes e o FMI. A partir de então, caberia ao FMI a função de fornecer recursos para países que apresentassem “dificuldades na manutenção da paridade de suas moedas ante o dólar” (OLIVEIRA; MAIA; MARIANO, 2008).

É fato que a livre conversibilidade das moedas proporcionou o crescimento do comércio entre os Estados, porém, foi também um potencial gerador de déficits de balança de pagamento. Como o sistema de Bretton Woods estava baseado no princípio da paridade fixa, os déficits não poderiam ser contornados com as desvalorizações cambiais.

---

<sup>2</sup>O conceito de Welfare State leva em consideração que as políticas de bem-estar social são direitos dos indivíduos e devem ser oferecidas e garantidas pelo Estado (KRUGMAN; OBSTFELD 2010).

Enquanto no regime de paridade fixa do período anterior à I Guerra esses déficits eram combatidos com aumento de juros, enxugamento da liquidez e aumento de impostos, isto é, com políticas deflacionárias e recessivas, no período posterior à II Guerra tais mecanismos eram vistos como geradores de desemprego e, portanto, rejeitados politicamente (ROSA, 200-, p. 3).

De acordo com Sato (2012), o problema da liquidez internacional estava afetando também os Estados Unidos. A escassez de dólares no início dos anos 1950 provou ser uma questão da maior relevância na implementação dos programas de reconstrução do pós-guerra, consubstanciado pelo Plano Marshall. Nesse caso, caberia então, ao FMI provisionar a liquidez mundial. Contudo, os recursos dessa instituição eram muito pequenos frente às necessidades dos Estados (ROSA, 200-).

Para Eichengreen (2000), essa dependência aos EUA comprometeu a simetria do sistema de Bretton Woods. Acreditava-se que depois que a Europa concluísse sua recuperação, o FMI satisfaria a demanda mundial por liquidez. Entretanto, o sistema ficou cada vez mais instável a medida que o dólar foi consolidando seu status de principal moeda de reserva. Isso ocorreu porque a demanda de dólares no mundo estava em constante crescimento, entretanto, os EUA emitiam dólares para saldar seus déficits externos. Aos poucos, o surgimento de déficits comerciais pela economia americana acabou por deteriorar os resultados de sua conta corrente, levando ao questionamento da sua capacidade de garantir a conversibilidade (NETO; ARAUJO, 2006).

As funções simultâneas de garantir a liquidez internacional e a de servir como ativo de reserva, que o dólar deveria exercer, impuseram uma contradição que ficou conhecida como o "dilema de Triffin". Esse alegava que se por um lado, a ocorrência de déficits era necessária para a expansão do comércio internacional, por outro, colocava o regime de convertibilidade em risco. A inexistência de déficits, entretanto, fomentaria o "não provimento de liquidez para a expansão do comércio mundial" (EINCHEGREEN, 2000).

Sendo assim, os Estados Unidos tinham que incorrer em déficits no balanço de pagamentos para prover liquidez, mas quanto maior e mais prolongado esse déficit, menor seria a confiança que os países teriam na política norte-americana de continuar a converter dólares em ouro a uma taxa fixa. Como resultado, poderia ocorrer o pânico no sistema monetário (KILSZTAJN, 1989).

Sendo assim, com a baixa liquidez internacional para responder ao crescimento do comércio mundial, foi criada uma nova moeda de referência internacional, o Direito Especial de Saque<sup>3</sup>, levando, mais tarde, ao abandono do sistema de convertibilidade.

## 2.5 Período de transição para um novo sistema

As políticas macroeconômicas que os Estados Unidos adotaram no fim da década de 1960 contribuíram para o derrocamento do sistema de Bretton Woods a partir de 1971. No ambiente internacional, o período de 1968-1973 foi particularmente benigno no que diz respeito a liquidez internacional. A criação do mercado de eurodólares no final da década de 60 permitiu a ampliação das possibilidades investimentos para os países, principalmente para os em desenvolvimento. A conjunção dos termos de troca favoráveis, forte expansão do volume de comércio internacional, baixas taxas de juros e farta disponibilidade de crédito no mercado externo também foram elementos que favoreceram a elevação de divisas disponíveis internacionalmente.

A política fiscal superexpansionista americana foi um dos principais fatores que tornou necessária uma desvalorização do dólar no início da década de 1970. Os movimentos especulativos do dólar causaram um grande aumento nas ofertas de moeda estrangeira, enquanto que o crescimento monetário norte-americano fomentava a inflação interna e também no resto do mundo<sup>4</sup>. Os governos estrangeiros estavam cada vez mais “relutantes em continuar importando<sup>5</sup> a inflação norte-americana por meio das taxas fixas de câmbio” (KRUGMAM; OBSTFELD, p. 401, 2010).

---

<sup>3</sup>Os Direitos Especiais de Saque constituíam um tipo de reserva alternativa ao ouro, sem existência física, que poderiam ser utilizados para saldar os déficits dos balanços de pagamentos nas transações realizadas entre os bancos centrais e o FMI (OLIVEIRA; MAIA; MARIANO, 2008).

<sup>4</sup>O aumento das reservas disponíveis nos bancos centrais dos países contribuiu para estimular o processo inflacionário tanto diretamente, via aumento de oferta monetária, quanto indiretamente, por meio do impacto sobre os mercados de bens primários (GONÇALVES, 1998).

<sup>5</sup>Quando o país da moeda reserva acelera seu crescimento monetário, como os EUA fizeram na década de 60, um dos efeitos é o aumento nas taxas de crescimento da moeda e da inflação nos outros países, conforme os bancos centrais estrangeiros compram a moeda reserva para manter suas taxas de câmbio e, assim, expandem suas ofertas de moeda. Krugman chama esse efeito de “inflação importada” (KRUGMAM; OBSTFELD p. 398, 2010).

Não obstante, o otimismo norte-americano do pós-guerra havia gerado expectativas quanto a um mundo de abundância e bem-estar, porém passou a se diluir num sentimento de frustração no cenário internacional. Com efeito, a industrialização havia avançado em regiões periféricas e a Europa retomava a posição de grande centro industrial do mundo (SATO, 2012). A Guerra do Vietnã e a crise da libra esterlina foram dois eventos, por exemplo, que motivaram a priorização dos objetivos econômicos domésticos, implicando a perda da robustez das regras monetárias (EICHENGREEN, 2000).

Somado a isso, uma série de crises internacionais levou, em 1973, a uma troca gradual das taxas de câmbio fixa para a flutuante. Para Sato (2012) o sistema não foi capaz de sustentar tais crises e entrou em colapso, implicando medidas neoliberais de livre comércio transmitidas, a posteriori, pelo Consenso de Washington.

De acordo com Carvalho (2004), para acompanhar a mudança no sistema internacional, o FMI teve que se adequar. A instituição alterou seu estatuto para levar em conta o novo regime de taxas flutuantes – uma vez que havia sido criado para defender a paridade. O preço oficial do ouro foi abolido e foi concebida ampla liberdade aos países-membros do Fundo para administrar suas taxas de câmbio, embora se defendesse a supervisão do FMI (ROBERTS, 2000). A partir de 1973 o Fundo “deixou de financiar desequilíbrios de pagamentos de países industrializados para sustentar metas de câmbio”, tendo voltado seu apoio financeiro para os países em desenvolvimento (CARVALHO, p. 186, 2004).

De acordo com Cohen (2006), com o fim da paridade, o regime de câmbio foi transformado em uma mescla de escolhas, alguns governos continuaram a utilizar o dólar como “âncora” ou utilizavam algum tipo de “cesta” de moedas âncora, enquanto que outros optaram por modelos mais flexíveis, incluindo flutuação livre.

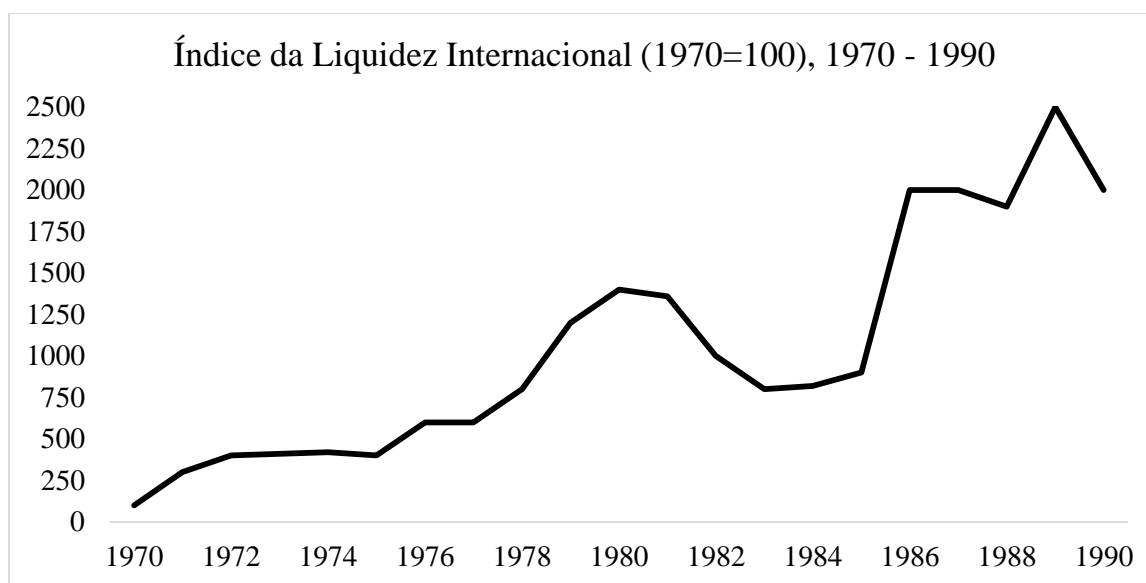
Os EUA e Japão passaram a adotar taxas de câmbios flexíveis, uma vez que as incertezas em relação à flutuação do câmbio eram toleráveis. Por outro lado, para países em desenvolvimento, com mercados financeiros rarefeitos, o câmbio flutuante era ainda mais volátil e desestabilizador, por isso, em um primeiro momento, optaram por adotar um câmbio fixo (EICHENGREEN, 2000). Os países da Europa ocidental procuraram atrelar suas moedas umas às outras, como forma de proteção, permitindo, no entanto, flutuações em relação a outras, como o dólar e o iene. Esse sistema, conhecido como “a serpente” foi substituído, em 1979, pelo Sistema Monetário Europeu (ROBERTS, 2000).

A desvalorização do dólar a partir de 1970 conferiu perdas aos produtores de *commodities* cotadas em dólar, principalmente o petróleo. Em 1973 a OPEP – Organização dos

Países Produtores de Petróleo – quadruplicou os preços da *commodities*, causando superávits nos balanços de pagamentos de muitos países produtores de petróleo e déficits nos importadores. Ante essa situação, o FMI constituiu, em meados de 1970, uma linha de crédito, tomando recursos emprestados dos países produtores de petróleo e repassando-os aos países menos desenvolvidos, dando início a chamada “reciclagem de petrodólares”. Os países da América Latina foram os maiores tomadores de empréstimos desse período, triplicando o valor das suas dívidas externas (ROBERTS, 2000).

Conforme análise do Gráfico 1, abaixo, percebe-se o crescimento gradativo da liquidez internacional a partir de 1975, quando a economia mundial se recuperava do primeiro choque do petróleo. Em 1980, ocorre a queda na disponibilidade de divisas, influenciada pelo segundo choque do petróleo e pela crise financeira dos anos oitenta.

Gráfico 1 - Índice da Liquidez Internacional - 1970-1990



Fonte: Resende et al. (2012)

Porém, para compreender o novo modelo financeiro internacional que surgia, é imprescindível entender a relação na ordem econômica internacional entre financiamentos internacionais e o regime comercial. O bom desempenho das exportações é um requisito fundamental para que o país seja capaz de saldar seus compromissos, os quais foram assumidos como importador de capital (SATO, 2012). Entretanto, em Bretton Woods, três elementos não compatibilizavam de forma precisa: a industrialização nos países em desenvolvimento, problemas de desempregos setoriais nos países industrializados e as formas de ação das



empresas multinacionais. Além disso, as exportações das economias importadoras de capital necessárias para atender o balanceamento de suas dívidas nem sempre eram bem-sucedidas. Em grande medida, essas condições explicam a transformação dos problemas nas transferências de capitais numa dívida externa, a qual tomou grandes proporções na década de 1980 (SATO, 2012).

Para Lima (1997), devido ao alargamento dos déficits americanos, uma das formas de financiamento adotada foi a emissão de títulos do governo americano junto a não residentes. Nos Estados Unidos, a década de oitenta iniciou com o aumento de juros nominais de 5% a.a. para 21%a.a (WORLD BANK, 2015). Tal política provocou uma forte atração de capitais para esse país “obrigando” os demais países a aderir à desregulamentação para alcançar alguma capacidade de concorrer com as instituições americanas. Não somente nos Estados Unidos, mas em todo o mundo as taxas reais de juros cresceram e os países em desenvolvimento - que haviam aproveitado o excesso de liquidez da década de 1970 contraindo dívidas a taxas flexíveis - encontravam-se agora em uma situação de total submissão às “condicionalidades” dos credores internacionais (LIMA, 1997).

De acordo com Lima (1997), se até 1972 grande parte das divisas para países latino-americanos vinha dos países avançados, a partir de 1973, os chamados petrodólares inundaram os Mercados Financeiros Internacionais. Para os países da periferia capitalista é apontado como um período adverso, conhecido como a crise da dívida externa, o qual teve seu estopim com a moratória mexicana em 1982. Nesses anos ocorreu a deterioração global da situação econômica dos países em desenvolvimento, compreendendo um baixo financiamento externo, significando para a América Latina, a transferência de recursos para o exterior em razão do pagamento da dívida externa (CARNEIRO, 2002).

A moratória do México em 1982, trouxe consigo a exclusão dos países em desenvolvimento altamente endividados dos Mercados Financeiros Internacionais, especificamente os grandes devedores da América Latina. Para Lima,

a exclusão quase que simultânea desses países só não foi mais severa para os credores devido à docilidade dos países devedores incluindo a incapacidade de articulação de uma reação concertada desses. Assim, os MFI voltavam às suas origens, isto é, a realização de transações quase que exclusivamente entre países avançados” (LIMA, 1997, p. 187).

A partir de então os detentores de capital orientaram-se para os centros mais dinâmicos do capitalismo: Estados Unidos, Japão e Europa. Os países em desenvolvimento, inclusive o

Brasil, foram forçados a recorrer sucessivamente às instituições financeiras, dentre elas o FMI, e “viram uma forte retração de seus crescimentos acompanhada por elevações das taxas de inflação” (PERES; ARAÚJO, 2011, p. 75). O período é comumente referenciado como a “década perdida”.

Com o desencadeamento da crise da dívida externa em 1982, o FMI montou uma grande quantidade de programas de ajustes. O país sujeito a um programa do FMI enfrentava um grupo unificado de credores públicos e privados, esses últimos com a garantia indireta de que o país devedor ficava aos cuidados do Fundo (AGLIETTA, 2004). Em meados de 1980, a situação nos países em desenvolvimento demonstrava que os programas originais não estavam sendo efetivos. Estes últimos estavam fundados no pressuposto de que os desequilíbrios seriam apenas no curto prazo, ou seja, se os países adotassem as medidas macroeconômicas sugeridas e o ambiente internacional fosse favorável, o ajuste conseguiria restabelecer a credibilidade do país endividado.

Porém, a crise da dívida foi simultânea em muitos países, sobretudo, como exposto acima, na América Latina. Os países desenvolvidos aplicavam rígidas políticas anti-inflacionárias que haviam elevado os juros e refreado o crescimento, com exceção dos EUA. Os países devedores tiveram de recorrer a desvalorizações para aumentar as exportações num contexto de retração da demanda externa, o que associava-se com a inflação, gerando um círculo vicioso. Para AGLIETTA (2004), isso gerou políticas que alteraram períodos de recessão e prejudicaram o crescimento, pioraram o déficit fiscal e abalaram ainda mais a credibilidade internacional desses países.

Essa crise teve um impacto violento sobre a economia mundial, não apenas pela intensidade dos eventos como também pela inexistência de previsões a esse respeito. Para Lima (1997), entretanto, dizer isso é um tanto exagerado, a autora considera que a desordem monetária internacional já estava instaurada desde o início dos anos setenta e, por esta razão, a economia mundial já trazia elementos de grande instabilidade nas suas formas de operar.

## 2.6 A ordem do dólar-flexível e a financeirização

As mudanças na estrutura monetária, financeira e comercial seguiram os anos de 1980. O fluxo de capitais tornou-se concentrado entre as três regiões mais ricas do norte: Japão e os

“*four dragons*”, Europa Ocidental e os Estados Unidos. No final da década, 80% do investimento direto estrangeiro no mundo originou e destinou-se às três regiões supracitadas. Por outro lado, “the share of the world's capital stock going to poor countries had been reduced from about 14 per cent in 1982 to zero in 1989” (PETRELLA, p.50, 1996)<sup>6</sup>.

Drucker (1986), afirmava que o surgimento dos “desacoplamentos” da mão de obra e das matérias-primas em relação à produção, e dos fluxos financeiros e monetários em relação ao comércio internacional exemplificavam as alterações na ordem internacional. O desenvolvimento tecnológico, as novas formas de produção, e até mesmo os eventos políticos contribuíram para essas mudanças.

No que concerne aos países emergentes, as crises da década de setenta levaram os governos a tomarem medidas extremamente impopulares a fim de tentar salvar suas economias. O capital externo era, na maioria dos casos, a principal fonte de financiamento de industrialização, e muitos acreditavam que a redução no nível de regulamentação nas relações entre o Estado e o setor privado seria benéfica à economia.

Em 1989, porém, o Plano Brady foi endossado pelo FMI e BIRD. Esse constituía um plano para países endividados que incluía a redução da dívida de longo prazo e a concessão de novos créditos co-financiados pelos agentes privados e instituições multilaterais, desde que esses países adotassem programas de reestruturação econômica (LIMA, 1997). De acordo com Lima, foi, contudo, somente a partir de 1990 que se efetivou a reentrada dos países em desenvolvimento nos Mercados Financeiros Internacionais<sup>7</sup>.

A política neoliberal de liberalização de capitais introduzida a partir do Consenso de Washington, em 1990, foi a base da globalização e permitiu a conexão dos vários mercados domésticos. Este propunha o ideal de Estado mínimo e a soberania absoluta do mercado auto regulável nas relações econômicas tanto internas quanto externas.

Sendo assim, o novo sistema econômico internacional que se formava a partir do declínio de Bretton Woods foi se moldando a partir das transformações que ocorriam na estrutura do capitalismo. A globalização criou espaço para o retorno a uma ordem liberal nas

---

<sup>6</sup>“A quota de estoque do capital internacional que ia para os países mais pobres [em desenvolvimento] foi reduzido de 14% em 1982 para 0% em 1989” (Tradução própria).

<sup>7</sup>Dentre os fatores responsáveis pelo retorno desses países aos Mercados Financeiros Internacionais (MFI) destaca-se a diminuição da atividade econômica dos países avançados, a redução da taxa de juros internacional e americana e a possibilidade de maior retorno por tomadores de segunda classe (*junk bonds*).

finanças internacionais, marcada pela expansão do capital financeiro no espaço dos mercados globais. A contrapartida dessa expansão foi uma mudança na forma de atuação estatal na estrutura financeira. Para Cunha e Prates (2012), ocorreu um enfraquecimento do poder regulatório estatal. Entretanto, examinando experiências em países como Inglaterra e Japão, Vogel (1996) defende que não houve enfraquecimento na atuação governamental de controle e supervisão do funcionamento da economia, mas aumento do grau de complexidade da atividade regulatória. Na verdade, foi através da implementação de reformas neoliberais, que os Estados garantiram ao capital o ambiente necessário para que a plena mobilidade de capitais financeiros pudesse ocorrer.

A estagflação que atingiu o sistema internacional em 1980 e 1990 levou a instabilidades ao redor do mundo. De acordo com Lima (1997), os avanços tecnológicos, o advento de novos atores e instrumentos financeiros e a reestruturação da financeira mundial tornou a mobilidade de capitais mais flexível. Na nova ordem, os investimentos estavam mais sujeitos à especulação. Sendo assim, a dificuldade de crescimento da economia em conjunto com este aumento da especulação levou o mundo a uma corrida para a financeirização. Para Lima (1997), novos produtos surgiram e títulos antes negociados no longo prazo de maturidade ganharam liquidez que a instabilidade da situação econômica requeria e as transações com novos produtos foram possibilitadas pelo desenvolvimento das redes internacionais de telecomunicações.

Sobre o regime financeiro internacional, Iwata (2012) aponta que o mesmo foi o receptor das maiores inovações devido à desregulamentação. Nesse novo contexto, a postura do FMI referente ao controle de capital sofreu severas alterações. O Fundo passou a permitir a livre circulação internacional de capitais. De acordo com o FMI, as crises de balanço de pagamentos eram, agora, resultado de súbitas inversões do fluxo de capitais, ou seja, os depósitos saíam dos países que, por várias razões, perderam a confiança dos investidores nacionais e estrangeiros.

Para Aglietta (2004), as crises que assolavam as economias emergentes no declínio de Bretton Woods eram muito mais difíceis de tratar porque tinham origem em desequilíbrios mais profundos. Para resolver esse tipo de crise, era preciso reformar as estruturas econômicas afetadas, e não apenas redimensionar gastos e receitas fiscais. Esse era o novo papel do FMI na ordem que surgia, a globalização.

Carneiro (2002) resume as principais características econômicas do pós-Bretton Woods em: a livre mobilidade de capitais, o regime de taxas de câmbio flutuantes e, em princípio, a autonomia das políticas econômicas domésticas. No sistema dólar-flexível,

o sistema monetário-financeiro internacional constitui-se como um sistema hierarquizado, no qual o dólar é o núcleo. A partir desse núcleo, e dada a existência de livre mobilidade de capitais, formam-se as demais taxas de juros e câmbio do sistema (CARNEIRO, p. 231, 2002).

Ademais, a moeda teve um importante papel em todo o processo de liberalização financeira. A ausência de conversibilidade em ouro dá ao dólar a liberdade de variar sua paridade em relação a moedas dos outros países conforme sua conveniência, através de mudanças da taxa de juros americana (SERRANO, 2002). Estando no núcleo da nova ordem internacional, o dólar é o meio de pagamento e a unidade de conta nos contratos e nos preços dos mercados internacionais. Sendo assim, flutuações na paridade do dólar com outras moedas trazem efeitos negativos aos países emissores das outras moedas, que perdem competitividade quando se valorizam em relação ao dólar, piorando sua restrição externa, e sofrendo pressões inflacionárias quando se desvalorizam.

Na nova ordem internacional pode-se perceber a existência de três categorias de moeda: a moeda reserva, as conversíveis (países centrais) e as moedas não conversíveis (países periféricos). À medida que se caminha para fora do núcleo, as taxas de juros vão se elevando, como forma de buscar financiamento, uma vez que as moedas vão tornando-se menos seguras.

Tal formação do sistema monetário internacional define uma regra de taxas de juros desfavorável aos países da periferia. A taxa de juros paga fora do núcleo é a taxa paga pela moeda central, acrescida de um risco-país<sup>8</sup>. Carneiro (2002) salienta que a livre mobilidade dos capitais impede que os países periféricos fixem suas taxas de juros internas abaixo da taxa estabelecida pelo mercado, pois, caso tal medida seja adotada, os países deixariam de receber capitais como também provocariam uma fuga dos capitais locais. Sendo assim, a autonomia da política econômica doméstica em determinar as taxas de juros é restrita, se comparada com a dos países centrais.

Outra alteração importante foi devido à revolução tecnológica, principalmente com a informatização dos serviços bancários e financeiros, que possibilitou a criação de novos produtos financeiros mais complexos e mais baratos. Esses novos instrumentos criaram novos mercados e também a necessidade de desregulamentação nos mercados domésticos,

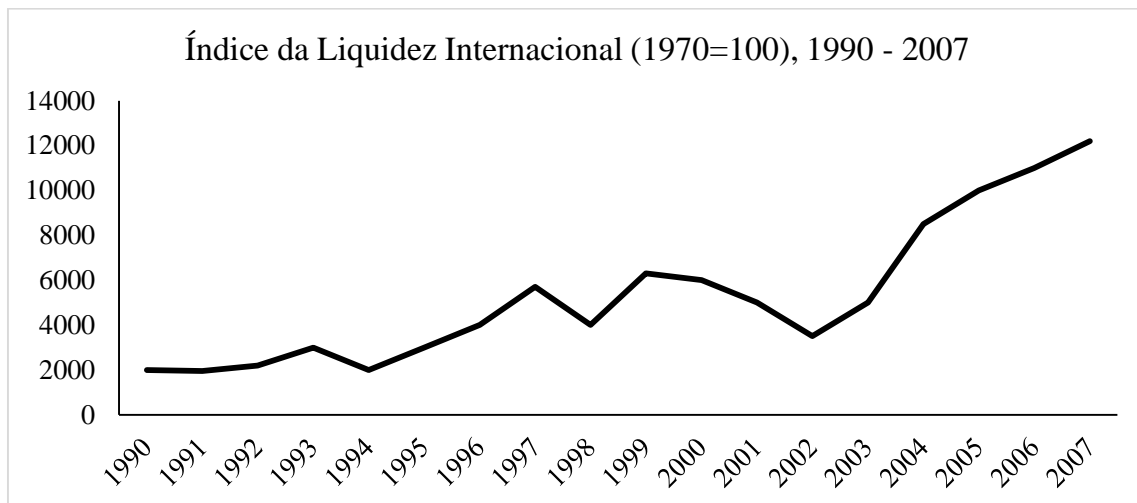
---

<sup>8</sup>Índice denominado Emerging Market Bond Index (EMBI) e mede o grau de confiança que um país representa para o investidor estrangeiro, ou seja, a capacidade de o país honrar os seus compromissos financeiros: quanto maior a pontuação do indicador de risco, maior é o risco de crédito do país a que se refere e maior a taxa de juros necessária para atrair investimento.

possibilitando o alargamento do Mercado Financeiro Internacional (MFI). A esta ampliação e modificação estrutural dos mercados denomina-se globalização.

Todos estes mecanismos financeiros que foram introduzidos no sistema do Dólar-Flexível só foram possíveis devido à possibilidade de mobilidade de capital internacional. Diferentemente do sistema de Bretton Woods, no novo regime financeiro internacional, a desregulamentação permitiu o deslocamento de capitais de forma muito rápida e ágil. Conforme o gráfico 2, o aumento de volume de capital financeiro que se desloca internacionalmente em busca de mercados com maior retorno e da maior diversificação de riscos cresceu significativamente nas últimas décadas tornando o capital internacional um ator relevante no sistema vigente.

Gráfico 2 - Índice da Liquidez Internacional - 1990-2007



Fonte: Resende et al. (2012)

Uma vantagem para os Estados Unidos referente à esse novo capital é a ausência de conversibilidade em ouro, levando a eliminação da sua restrição externa. Agora, o governo norte-americano pode incorrer em déficits em conta corrente permanentes e crescentes sem se preocupar com o fato de seu passivo externo líquido estar aumentando, uma vez que esse é composto de obrigações denominadas na própria moeda americana e não conversíveis em nenhuma outra (SERRANO, 2002).

Sendo assim, Sato (2012) considera que o novo ciclo econômico que está emergindo traz a tecnologia como fator crucial. Por outro lado, Faugère e Voisin (1994) afirmam que o modelo monetário criado a partir de Bretton Woods resultou de um concerto internacional entre Estados, organizações internacionais e empresa. Para os autores, após o colapso de Bretton

Woods surge um “não sistema”, o qual é fixado em dois argumentos principais. O primeiro é de que a realidade das relações monetárias não se encaixa nem no quadro de câmbio fixo, nem de câmbio flutuante, denotando a ausência de um sistema e de um esquema teórico<sup>9</sup>. O segundo argumento aponta que as relações monetárias internacionais estavam desorganizadas, uma vez que não havia regras claras que guiassem as taxas flexíveis ou qualquer outra decisão no âmbito monetário internacional. De acordo com Alvez (2013),

A cooperação e a governança se circunscreveram em uma realidade móvel e de difícil edificação por meio de decisões políticas. Soma-se a este cenário a crescente competição entre os governos (objetivos políticos) e os atores do mercado (objetivos econômicos) na arena econômica internacional (Idem). O resultado desse jogo de poderes estatais, mercadológicos, domésticos e externos dificulta a cooperação e a estabilidade pretendida pelos arranjos da governança (ALVEZ, p. 42, 2012).

No que se refere a uma nova geografia econômica do mundo, a emergência da Ásia e o recuo na posição relativa dos Estados Unidos no cenário da economia mundial apenas fazem parte do lado mais visível desse mundo transformado. Os dados econômicos mostram que em 1980 os EUA eram responsáveis por cerca de 12% das exportações mundiais, Alemanha 9% e a China 1%. Em 2005, os EUA alcançaram 8,9%, Alemanha 9,5% e a China, com 7,5%, já se tornara a terceira economia exportadora do planeta (SATO, 2012).

Sato (2012) afirma que para compreender a ordem atual é relevante entender o fato de que o comércio cresceu mais do que a produção mundial, devido a diversos fatores como: alterações na estrutura do comércio, mudança na pauta do comércio internacional (as *commodities* no início de Bretton Woods representavam 44,95% das exportações mundiais, e em 2010, 13%) e avanços tecnológicos.

O processo de abertura externa - comercial e financeira – acima descrito, levou, como se viu na América Latina nos anos 90, a uma enorme dependência dos fluxos de capitais externos para o fechamento das contas do balanço de pagamentos, e, ao mesmo tempo, trouxe riscos maiores aos investidores, uma vez que o ambiente no sistema financeiro internacional era instável. A isto se chama fragilidade financeira das contas externas.

Por outro lado, esse processo também promoveu o aumento da vulnerabilidade externa dessas economias, no sentido de que reduziu a capacidade das mesmas para resistir aos choques

---

<sup>9</sup>Com o fim do Acordo de Bretton Woods, os países passaram a ter autonomia (no ponto de vista formal) para escolherem seu regime cambial e o grau de abertura de sua economia, de forma que não há mais um padrão único (FAUGÈRE; VOISIN, 1994).

externos que ocorram, dentro do contexto de fragilidade financeira. Principalmente nas economias em desenvolvimento, os países que não seguem as regras estabelecidas pelo consenso, acabam sofrendo com a falta de divisas, pois são excluídas do círculo de investimento internacional. Ademais, aqueles que seguem tais regras do sistema não têm autonomia para fazer políticas para contrapor a Ordem Econômica Internacional.

Conforme elucidado por Carvalho (2004), um país emergente com conta de capital e conta corrente abertas está sempre sujeito a súbitas reavaliações de riscos e de futuros ganhos, que podem provocar crises no balanço de pagamentos. A nova estratégia do FMI, demanda que o país precisa atrair os investidores elevando as taxas de juros na medida necessária para acalmar as inquietações. Porém, economias que recorrem com frequência à elevação da taxa de juros podem até apresentar crescimento do tipo *stop and go*, com tendência de declínio no longo prazo.



### **3 A ECONOMIA BRASILEIRA FRENTE A RESTRIÇÃO DO CAPITAL EXTERNO**

O grau de integração ao resto do mundo tem grande influência na determinação do desempenho econômico dos países e, em específico, sobre o seu ritmo de crescimento (BONELLI; PINHEIRO, 2008). O Brasil, apesar de ser uma economia relativamente fechada, sempre apresentou uma dinâmica econômica muito ligada às restrições do balanço de pagamentos, que mede, além da conta corrente, os fluxos financeiros, expressando o financiamento externo disponível.

O saldo em transações correntes de um país, por outro lado, é, contabilmente, reflexo direto das condições de poupança e de investimento doméstico. Países deficitários em suas transações correntes são países que enfrentam, de maneira sistemática, uma escassez de poupança doméstica frente ao nível de investimento realizado, o que, em termos macroeconômicos, equivale a uma demanda doméstica persistentemente superior à oferta doméstica de bens e serviços. Diante desse quadro, o volume de bens e serviços que o país importa terá que ser necessariamente superior ao volume exportado, e a diferença servirá justamente para suprir a demanda doméstica excedente à oferta, ou seja, o país terá um déficit em seu comércio internacional de bens e serviços.

Dessa forma, a adoção de um modelo de financiamento interno é fundamental nas estratégias de desenvolvimento econômico, pois ele é capaz de minimizar a restrição externa, afastando-se de um crescimento financiado exclusivamente com poupança externa. Esse processo leva em conta uma análise do cenário externo, da inserção no mercado externo e ainda, um arranjo das forças internas.

Na história econômica brasileira, o sistemático déficit em transações correntes que acompanha o desenvolvimento econômico enfrenta diversos obstáculos, sendo disponibilidade de divisas um dos obstáculos mais problemáticos. Para Neto e Ikeda (2010), é preciso tomar cuidado para que o financiamento externo não se torne a causa de subdesenvolvimento ao invés de desenvolvimento se os recursos emprestados para um país acabarem sendo principalmente utilizados para consumo e não para investimento.

Entre os anos de 1930 e 1970 o Brasil se industrializou e apresentou elevadas taxas de crescimento. Esse desenvolvimento deu origem após a Segunda Guerra Mundial, à teoria da dependência, a qual ocorreu na periferia do capitalismo dentro do quadro mais amplo do pensamento keynesiano e da teoria econômica do desenvolvimento. No caso do Brasil, a estratégia utilizada foi a do “processo de substituição de importações” (PSI). Nesse modelo, a

política industrial era voltada para produção de bens para suprir a demanda interna do país, tornando-se autossuficiente e reduzindo as restrições comerciais que eram causadas por mudanças externas, como a limitação de importações por falta de recursos externos. Para tanto, ocorreu um maior fechamento do comércio para a proteção industrial. Durante a história brasileira, o tema do desenvolvimento econômico foi bastante explorado, destacando a importância de governos desenvolvimentistas como os de Getúlio Vargas, o mandato de Juscelino Kubistchek e o rápido crescimento durante o regime militar. Entretanto, a crise econômica que iniciou na década de 1970 e se fez presente durante toda a década de 1980 abriu espaço para a hegemonia da ideologia neoliberal e para a volta da teoria econômica neoclássica, baseadas na suposição dos mercados autorregulados.

Argumenta-se aqui que as fragilidades existentes na estrutura produtiva e no sistema financeiro da economia brasileira aumentam a dependência de seu ciclo de crescimento em relação à sua receita de divisas externas, cujas oscilações seguem o comportamento do sistema financeiro internacional.

Objetiva-se demonstrar nesse capítulo que a trajetória de crescimento da economia brasileira e, conseqüentemente, a restrição externa no período de 1945 à 1990 seguiu as especificidades da ordem internacional de Bretton Woods. A análise é feita a partir do Balanço de Pagamentos do Brasil, nos anos supracitados, e das principais políticas macroeconômicas adotadas nos governos.

### 3.1 Bretton Woods e os seus reflexos no Brasil

A conjuntura internacional era marcada pelo fim da 2ª Guerra Mundial e pela escassez de dólares no mundo, mudança do sistema internacional que acabou refletindo no Brasil. O Brasil foi um dos membros fundadores das instituições de Bretton Woods, em 1944. Nos fóruns de discussão a respeito dos novos órgãos, o país tinha como principal demanda a viabilização de medidas em favor do desenvolvimento econômico dos países emergentes. Entretanto, os acordos que constituíram o FMI, por exemplo, assim como o Acordo Geral de 1947 (GATT 47), não fizeram nenhuma distinção entre países desenvolvidos e em desenvolvimento (ALMEIRDA, 1998).

Internamente, o Brasil passava pelo processo de substituição de importações (PSI) que exigia uma taxa de câmbio elevada, desfavorecendo as exportações e limitando a capacidade

de importar. O desenvolvimento econômico do Brasil nesse período, tinha como principal fator de impasse a questão da disponibilidade de divisas.

Conforme se avançava nesse processo, maior ficava o estrangulamento do Balanço de Pagamentos. Uma forma de desafogá-lo e estimular o PSI seria através de empréstimos governamentais. Entretanto, dada a condição da geopolítica nos anos precedentes à 2ª Guerra Mundial, os Estados Unidos estavam atentos à influência da Alemanha na América Latina, levando o país a praticar a política da “boa vizinhança” até o final da guerra. Vargas se utiliza dessa política para conseguir empréstimos requisitados, e lança o Brasil na guerra, aliado aos EUA. Todavia, após o término da guerra essa geopolítica assume outras feições. O Plano Marshall deixava claro que os interesses norte-americanos estavam agora voltados para regiões que geravam insegurança nos EUA, como Europa e Ásia. Assim, os EUA focam seus investimentos nessas regiões prioritárias e incentivavam que os países latino-americanos buscassem investimento através do capital privado.

É esse o cenário internacional quando Dutra assume o poder, em 1946. O governo acreditava que o mercado ajustaria a economia sem intervenção estatal e que as instituições de Bretton Woods, bem como a aproximação com os EUA, seriam responsáveis pela disponibilidade de empréstimos públicos. No entanto, essas expectativas não são atendidas ao longo de seu governo. A boa relação que existia no 1º governo Vargas tendeu ao distanciamento, mesmo com Dutra adotando políticas condizentes com os ideários norte-americanos, tais como liberalização de importações, controle da inflação e diminuição dos gastos do governo. Para Bastos (2003), a adoção dessas políticas demonstra o quanto o governo brasileiro estava descompassado com a realidade internacional, visto que essas medidas econômicas não surtiram efeito nas decisões dos EUA.

Os países emergentes, em especial os da América Latina, deveriam procurar ajuda nos órgãos multilaterais recém-criados ou em empréstimos privados. Todavia, as instituições criadas em Bretton Woods (BIRD, FMI e GATT) dependiam de liquidez para poder auxiliar os países em desenvolvimento, e o maior provedor dessa liquidez era, de fato, os EUA. Ou seja, o Brasil ficou sem recursos primeiro porque o governo dos EUA não estava mais disposto a conceder empréstimos para os países latino-americanos, e segundo, porque as instituições multilaterais tinham seus recursos limitados pelos próprios EUA (BASTOS, 2003).

Não obtendo sucesso em adquirir divisas, o governo Dutra pode ser analisado em dois períodos distintos. O primeiro com a tentativa de combater a inflação, liberalizando a economia e estimulando as importações, o que gerou um déficit nas contas do país e a queima de reservas.

Tal política de estímulo às importações anteriormente adotada, conjugada ao fato de que a maior parte da demanda de bens estrangeiros era atendida pela economia norte-americana – a qual, portanto, exigia o pagamento em moedas conversíveis, cujos saldos devidos pelo Brasil eram reduzidos – levou o Governo Dutra a dar início, já em meados de 1947, a mudanças substanciais na legislação referente às importações, refreando seu liberalismo no campo comercial.

Tais alterações tornariam a importações de bens classificados como “não essenciais” cada vez mais restrita, culminando na instituição do orçamento de câmbio em 1949 (PIRES, 2015). Sendo assim, o segundo período de seu mandato fora marcado por medidas ortodoxas, como a reforma cambial e as restrições das importações, como forma de resolver o problema da falta de divisas que o país tinha.

Para assegurar a estabilidade cambial nas relações econômicas internacionais, o FMI não permitia a existência de moedas flutuantes, nem a introdução de depreciações unilaterais para aumentar a competitividade. Mesmo em face das desvalorizações cambiais de países europeus, o Brasil continuou o seu acordo com o FMI e manteve a paridade do cruzeiro com o dólar.

Em meados de 1950, o 2º governo Vargas foi afetado pela nova configuração geopolítica da Guerra Fria. Esse governo ainda fazia parte de uma metodologia que visava o nacional desenvolvimentismo<sup>10</sup>, mas novamente encontrou na falta de divisas uma barreira para sua total implementação. Na fórmula intitulada “Campos Salles – Rodrigues Alves” a primeira etapa seria voltada a estabilizar a economia, diminuindo a inflação e reorganizando as finanças públicas, enquanto a segunda buscaria colocar efetivamente em prática o desenvolvimento do país. O método de obter recursos foi novamente a tentativa de auxílio norte-americano, dessa vez através da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (FONSECA, 2010). Apesar da boa intenção dos dois governos em estudar um acordo na época, a comissão não obteve sucesso, principalmente devido ao presidente Truman ter sido substituído pelo presidente Eisenhower.

Sobre a entrada de capitais, nesse governo é criada a Lei do Mercado Livre, que é um início da liberalização cambial e afrouxamento das condições de reinvestimento do capital estrangeiro. Nesse sentido, no governo de Café Filho foi lançada a Instrução 113 da SUMOC<sup>11</sup>, que autorizava a emissão de licenças de importação sem cobertura cambial, ou seja, equipamentos das Empresas Multinacionais instaladas no Brasil entravam no país como IED

---

<sup>10</sup>Defendiam que a participação do Estado na industrialização brasileira era fundamental, especialmente nos setores de serviços públicos e mineração, baseado no processo de substituição de importações.

<sup>11</sup> Superintendência da Moeda e do Crédito – SUMOC.

de empresas do exterior, e não como importação, ou seja, se alguma empresa estrangeira trouxesse, por exemplo, um equipamento para o Brasil, a Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil (CACEX) emitiria uma licença para importar o equipamento, porém ele não entraria no país como importação, mas sim como IED daquela empresa no país. Dessa forma, a Instrução 113 foi um instrumento poderoso para atrair capitais externos sem exercer pressão sobre a disponibilidade de divisas, a transação não criaria um déficit na Balança de Pagamentos e, além disso, estimularia a instalação de novas multinacionais no Brasil (PINHO NETO, 1990).

Juscelino Kubitschek assume a presidência com o objetivo de botar em prática um novo tipo de desenvolvimentismo: desenvolvimentista-internacionalista (AREND, 2009). Nesse governo, havia uma aceitação da predominância do capital externo, limitando-se o capital nacional ao papel menor no processo de industrialização. Baseado nos diagnósticos da Comissão Mista Brasil-Estados Unidos e nos programas da CEPAL/BNDE, o Conselho de Desenvolvimento formulou o Plano de Metas. Esse plano quinquenal visava realizar investimentos nas áreas prioritárias para reforçar a industrialização brasileira.

O desenvolvimento de seu governo era sustentado pelo tripé: Estado, Capital estrangeiro e Capital privado nacional, sendo este último o pilar mais fraco, ainda incipiente. O financiamento do Plano de Metas caberia em maior parte ao setor público, seguido dos fundos privados.

Com efeito, Juscelino foi eficiente na execução de políticas propícias à entrada de capital estrangeiro no país. A política econômica para se conseguir esses recursos tinha como premissas: o tratamento preferencial para o capital estrangeiro; financiamento dos gastos públicos e privados e estímulo à iniciativa privada (ORENSTEIN; SOCHACZEWSKI, 1990).

Durante o ciclo de crescimento de 1957-61, o financiamento do investimento dependeu do autofinanciamento das empresas, complementado “pelo acesso a capitais externos no caso das empresas privadas” (RESENDE et al., p. 211, 2012).

Para Orsenstein e Sochaczewski (1990) a Instrução 113 da SUMOC, somado ao Plano de Metas, foi o que possibilitou o elevado volume de capital estrangeiro que entrou no país nesses anos. Outro fator que possibilitou os investimentos no Brasil foi a luta oligopólica que ocorria no sistema internacional entre empresas dos EUA e da Europa: o mercado europeu estava dominado pelo capital americano, então as empresas europeias começaram a migrar para outras regiões. De fato, a maioria do capital estrangeiro que entrou no Brasil durante o governo JK foi europeu.

Em todos os anos desse ciclo de crescimento houve déficit em transações correntes e o saldo do balanço de pagamentos foi negativo, à exceção do ano de 1961, conforme demonstrado na tabela 1. Durante esses anos, a escassez de divisas externas induziu à adoção de políticas cambiais e comerciais para favorecer a implementação do Plano de Metas. A racionalização de recursos permitiu que o governo mantivesse as importações de bens essenciais ao PSI sem, contudo, absorver significativamente os recursos externos. Nesse caso, de acordo com Resente et al. (p. 212, 2012), a fragilidade externa brasileira serviu de estímulo para a implementação de políticas que produziram o crescimento brasileiro, a despeito da trajetória do sistema financeiro internacional, caracterizado pelas oscilações da liquidez internacional.

Tabela 1 – Balanço de Pagamentos - Brasil (US\$ Milhões) 1957-1970

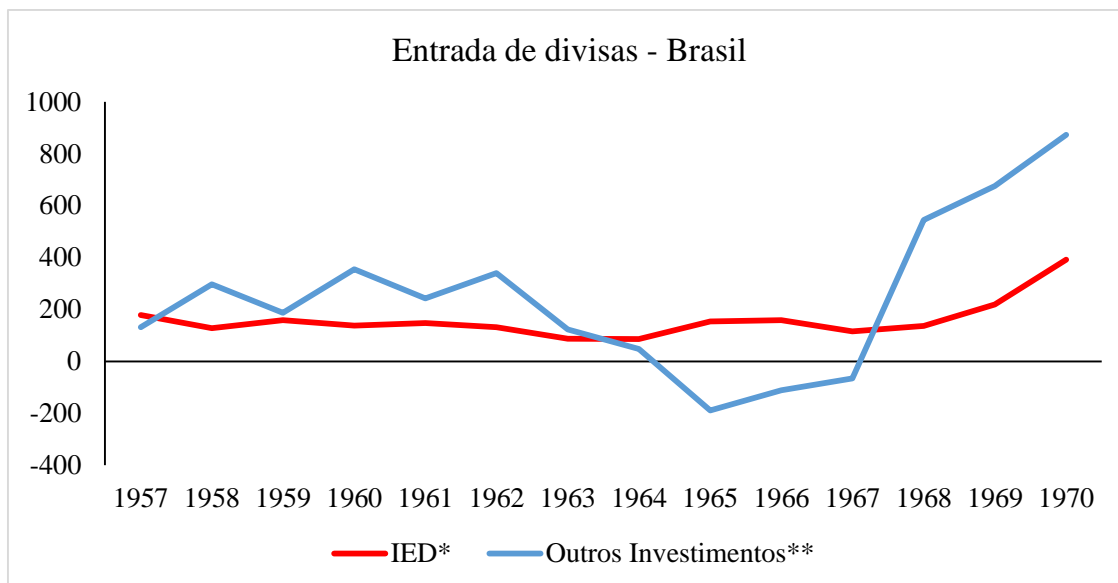
<b>Data</b>	<b>Balança comercial</b>	<b>Exportações</b>	<b>Importações</b>	<b>Transações correntes</b>	<b>Conta capital e financeira</b>	<b>Balanço de Pagamentos</b>
1957	106	1.392	1.285	-300	255	-161
1958	66	1.243	1.177	-265	184	-30
1959	72	1.282	1.210	-345	182	-25
1960	-24	1.269	1.293	-518	58	-14
1961	111	1.403	1.292	-263	288	178
1962	-90	1.214	1.304	-453	181	-118
1963	112	1.406	1.294	-171	-54	-37
1964	343	1.430	1.086	81	82	-2
1965	655	1.595	941	284	-6	218

Fonte: Ipeadata (2015) e Banco Central (2015)

Com Juscelino Kubitschek no poder ficou marcada também a relação do FMI com o Brasil. Em 1957 o déficit em transações correntes do balanço de pagamentos do Brasil levou a uma perda de US\$ 300 milhões de reservas internacionais (Tabela 1). No ano seguinte, o governo assinou seu primeiro acordo com o FMI para a obtenção de empréstimos<sup>12</sup>. Sua concessão, entretanto, estava sujeita ao cumprimento do programa de ajuste do Fundo, o qual implicava uma súbita queda no nível de investimentos do país.

Gráfico 3 – Entrada de divisas – Brasil (US\$ Milhões) 1957-1970

<sup>12</sup>O governo de JK iniciava a construção da capital em Brasília e o início da interiorização do desenvolvimento. Quando acabou o seu mandato, o país encontrava-se imerso em dívidas.



Fonte: Ipeadata (2015)

\*Investimento externo direto corresponde a participação no capital total ou parcial de empresas sediadas no país e os empréstimos intercompanhia, concedidos pelas matrizes no exterior a suas filiais no país e os recebidos pelas matrizes no exterior concedidos por suas filiais no Brasil.

\*\*Compreende, dentre outras coisas, os empréstimos e financiamentos brasileiros a curto e longo prazos concedidos a não-residentes, e os concedidos por instituição financeiras.

De acordo com o Gráfico 3 acima, durante todo o período de 1957-1970 a conta “Outros investimentos” do Balanço de Pagamentos brasileiro foi a maior responsável pela entrada de divisas da Conta Capital (com exceção dos anos 1964-1967). Apesar de, durante esse período os empréstimos e financiamentos brasileiros a curto e longo prazos representarem a maior parte das divisas disponíveis, o investimento externo direto foi um dos grandes responsáveis pela implementação do Plano de Metas. Em 1953, a economia brasileira teve uma entrada de US\$60 milhões em IED, em 1957 esse número triplicou, alcançado US\$180 milhões (IPEADATA, 2015).

Entretanto, para o FMI, o aumento do déficit público e a expansão do crédito doméstico para cobrir a diferença entre o nível do investimento e a poupança doméstica eram as causas da crise cambial (ORENSTEIN; SOCHACZEWSKI, 1990). Sendo assim, acatar tais condicionalidades significaria desistir do Plano de Metas<sup>13</sup> do governo. Em 1959 é rompida a relação brasileira com o FMI e somente com o governo militar que um novo acordo é negociado.

<sup>13</sup>Esse plano quinquenal visava realizar investimentos nas áreas prioritárias para reforçar a industrialização brasileira. As áreas principais eram: energia e transporte, alimentação, indústrias de base e educação (ORENSTEIN; SOCHACZEWSKI, 1990)

No final da década de 1950 a deterioração das contas externas a ligação da economia brasileira com a internacional para solucionar a questão da poupança desencadeou uma forte inflação. Essas situações resultaram na queda do ritmo de crescimento industrial a partir de 1962, originando uma crise econômica.

O Presidente Jango aprova em 1962 a Lei 4.131, conhecida como a Lei da Remessa de Lucros, a qual vai determinar a dinâmica brasileira nas finanças internacionais. Tal lei procurou sistematizar as regras tangíveis ao movimento do capital estrangeiro no país, e para isso buscou uma distinguir o que era capital estrangeiro, além de garantir as condições jurídicas de igualdade entre este e o capital nacional. A lei limitou a remessa de lucros e de royalties.

De acordo com Resende et al. (2012), na década de 1960 a escassez de dólares no mundo já estava superada. Havia um processo ascendente de inovações financeiras e a capacidade do sistema financeiro internacional de responder às necessidades de liquidez era crescente. Entretanto, nos anos 1960 a vulnerabilidade externa da economia brasileira foi exacerbada pelo comportamento dos mercados financeiros internacionais que,

ao invés de minimizarem a escassez de divisas externas no país, a aguçaram. Isso sugere o enquadramento da economia brasileira no sistema financeiro mundial na categoria especulativa, como também a dependência de seu crescimento em relação às decisões racionamento ou não de crédito para a economia brasileira (RESENDE et al., 2012, p. 213).

O período seguinte passaria a ser de contenção de despesas e reequacionamento das contas externas. O golpe militar em 1964 ocorreu em um período de profunda crise. Para tanto foi criado o PAEG, um plano de estabilização econômica combinado com um conjunto de reformas institucionais: fiscal, trabalhista, monetária-financeira e nas relações externas. Em relação a esta última, o objetivo era incentivar o desenvolvimento econômico sem pressionar o saldo do balanço de pagamentos, uma vez que a restrição externa era vista como séria limitante ao crescimento (TREVISAN, 2004). Essa reforma atuou em dois sentidos: atrair capital e melhorar as relações comerciais internacionais.

No tocante ao capital estrangeiro, foi firmada a Aliança para o Progresso, consolidando uma política de aproximação com os Estados Unidos. Posteriormente, acordos de garantias para o capital estrangeiro e criação de leis que permitiam que as empresas tivessem acesso direto a ele. Na área de comércio internacional foi adotado a eliminação de restrições, simplificação e unificação do mercado cambial e incentivos fiscais para estimular as exportações, cuja estagnação era atribuída ao câmbio valorizado.



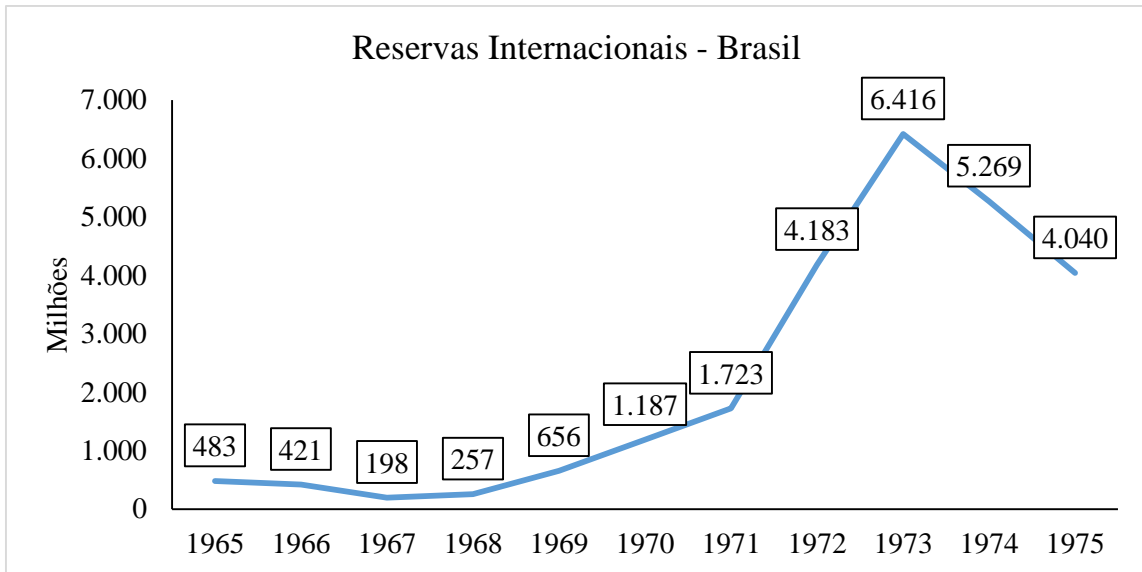
Tabela 2 – Balanço de Pagamentos - Brasil (US\$ Milhões) 1975-1980

Data	Balança comercial	Exportações	Importações	Transações correntes	Conta capital e financeira	Balanço de Pagamentos
1965	655	1.595	941	284	-6	218
1966	438	1.741	1.303	-31	124	-9
1967	213	1.654	1.441	-276	27	-262
1968	26	1.881	1.855	-582	541	97
1969	318	2.311	1.993	-364	871	531
1970	232	2.739	2.507	-839	1.015	534
1971	-344	2.904	3.247	-1.630	1.846	537
1972	-241	3.991	4.232	-1.688	3.492	2.538
1973	7	6.199	6.192	-2.085	3.512	2.380
1974	-4.690	7.951	12.641	-7.504	6.254	-1.041
1975	-3.540	8.670	12.210	-6.999	6.189	-1.064
1976	-2.255	10.128	12.383	-6.426	6.594	2.688
1977	97	12.120	12.023	-4.826	5.278	714
1978	-1.024	12.659	13.683	-6.983	11.891	4.262
1979	-2.839	15.244	18.084	-10.708	7.657	-3.215
1980	-2.823	20.132	22.955	-12.739	9.679	-3.472

Fonte: Ipeadata (2015).

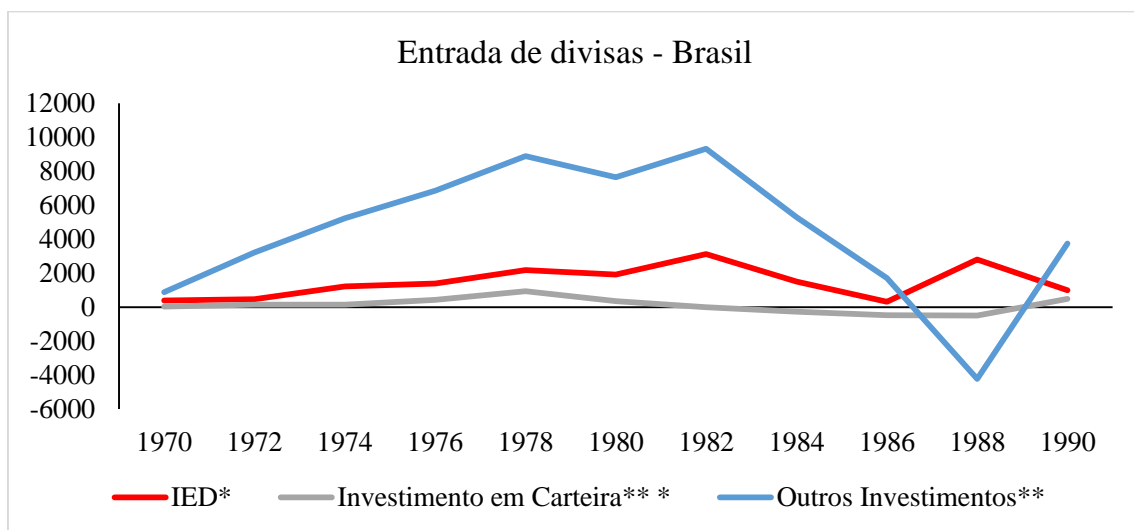
Conforme analisado na Tabela 2 o saldo da balança comercial passou a apresentar consideráveis crescimentos entre 1965-1967. Com relação a captação de divisas, o Brasil foi o quarto maior receptor mundial de ajuda líquida (TREVISAN, 2004). Para a autora, o PAEG construiu a base para o “milagre econômico” ocorrido de 1968-1973, o qual teve superávit constantes na Balança de Pagamentos. Esse período é caracterizado por altas taxas de crescimento do produto nacional sob taxa de inflação controlada, conforme a realidade brasileira. Entretanto, o Brasil contava naquele momento com uma situação externa favorável, pois a economia mundial passava por um fenômeno de intensificação dos fluxos comerciais e financeiros (conforme apresentado no capítulo 2). De fato, o gráfico 4 demonstra que entre 1969 e 1975 o acúmulo de reservas internacionais brasileiras cresceu de US\$656 milhões para US\$4 bilhões. Dentre os tipos de investimentos, de acordo com o gráfico 5, os empréstimos continuaram sendo os mais representativos em durante a ordem econômica de Bretton Woods, porém, a partir de 1970, os investimentos em carteira, começam a fazer parte da conta financeira brasileira, ainda que incipiente.

Gráfico 4 – Reservas Internacionais – Brasil (Milhões US\$) 1965-1975



Fonte: Ipeadata (2015)

Gráfico 5 – Entrada de divisas – Brasil (US\$ Milhões) 1970-1990



Fonte: Ipeadata (2015)

\*Investimento externo direto corresponde a participação no capital total ou parcial de empresas sediadas no país e os empréstimos intercompanhia, concedidos pelas matrizes no exterior a suas filiais no país e os recebidos pelas matrizes no exterior concedidos por suas filiais no Brasil.

\*\* Compreende, dentre outras coisas, os empréstimos e financiamentos brasileiros a curto e longo prazos concedidos a não-residentes, e os concedidos por instituição financeiras.

\*\*\* Registra fluxos de ativos e passivos constituídos pela emissão de títulos de crédito comumente negociados em mercados de papéis.

Em todos os anos desse ciclo de crescimento houve déficit em transações correntes e superávit no balanço de pagamentos. Para Resende et al. (2012), esse quadro só foi possível devido ao cenário internacional, onde os termos de câmbio apresentaram melhoras sucessivas até 1973, alavancados pelos euromercados e pelo crescimento do comércio internacional.

Esses fatos sugerem a aderência do crescimento da economia brasileira ao ciclo de liquidez internacional. A forte expansão dessa última facilitava o financiamento dos déficits em conta corrente e o acúmulo de reservas externa na economia brasileira. A vulnerabilidade externa da economia brasileira, evidenciada pelos déficits em transações correntes, que voltaram e se acumularam expressivamente a partir de 1967, ficava camuflada pelos sucessivos superávits no balanço de pagamentos, o qual seguiu um ritmo de crescimento até 1973.

Esse período chamado de milagre econômico aprofundou as contradições estruturais da economia e os problemas decorrentes de sua enorme dependência ao capital internacional. Os desequilíbrios externos, desencadeados com a 1ª crise do petróleo em 1973 interromperam a situação favorável da economia brasileira – e também a mundial (TREVISAN, 2004).

### 3.2 A crise de Bretton Woods e o reflexo no Brasil

No cenário internacional, a década de 70 foi marcada também pela crise do sistema de Bretton Woods. Quanto aos países em desenvolvimento, a elevação brusca dos preços do petróleo e da taxa de juros internacional resultou na perda de relações de troca e aumento generalizado nos preços internos. Tais acontecimentos resultaram em rápida deterioração dos saldos comerciais em transações correntes e do balanço de pagamentos, em 1974 e 1975, conforme Tabela 2 (RESENDE et al., 2012).

Na prática, os países periféricos não produtores de petróleo perderam com a diminuição do preço das exportações, pois o aumento dos juros teve para eles um peso real: a carga de juros constante passou a requerer, para seu pagamento, um maior volume de exportação (CARNEIRO, 2002). Entretanto o Balanço de Pagamentos do Brasil demonstrado na Tabela 2 mostra que o crescimento das exportações não acompanhou o ritmo de crescimento das importações entre 1974 e 1980.

Nesse sentido, as ações do governo foram baseadas em estimular a entrada de capitais externos, como, por exemplo, através da adoção de medidas para facilitar a entrada de euromoedas. É instituída a correção monetária para ativos financeiros e a política de minidesvalorizações cambiais, as quais permitiram taxas de juros internas maiores que as

externas, estimulando a entrada de capital estrangeiros no país e, por outro lado, gerando déficit nas contas públicas. Nos governos militares houve ainda o estímulo a favor do crédito externo.

Sendo assim, o endividamento externo poderia financiar o déficit na conta de mercadorias e serviços, o qual levaria ao crescimento acelerado da economia brasileira. Foi nesse período que ocorreu a estatização da dívida pública, ou seja, processo pelo qual o Estado ampliou (em 80%) sua participação no estoque da dívida contraída junto aos organismos financeiros e bancos privados internacionais (CRUZ, 1995).

A situação agravou de maneira exacerbada o desequilíbrio das contas correntes brasileiras de 1974 a 1980 (ver Tabela 2) e contribuiu para acelerar a inflação, domada entre 1964 e 1967. O Brasil abandonou a prática de assinar acordos stand-by<sup>14</sup> com o FMI pouco cumpridos,

servindo somente como garantia de empréstimos bancários para abastecer-se nos mercados comerciais de divisas (os euromercados), recheados de petrodólares à espera de reciclagem, a juros relativamente baratos, devido a inflação (ALMEIDA, 2001, p. 93).

Para Carneiro (2002), diante desse contexto o governo brasileiro tinha duas alternativas: desvalorizar a moeda brasileira, resultando na deterioração dos termos de troca e da taxa de câmbio; ou expandir os investimentos, o que aumentaria a demanda por petróleo. Geisel optou por preservar o crescimento e ampliar a diversificação da estrutura produtiva, focando nos setores de bens de capital e intermediários e na modificação da matriz energética<sup>15</sup>.

Enquanto houve financiamento externo abundante, o programa de investimento de Geisel foi levado adiante e os desequilíbrios externos puderam ser financiados. Segundo Carneiro (2002), embora o esforço de investimento tenha sido substantivo, não foi capaz de remover a vulnerabilidade externa expressa nos déficits comerciais elevados e ampliados após o 2º choque do petróleo (ver tabela 2).

---

<sup>14</sup>Empréstimos tradicionais do FMI para ajudar países com problemas temporários de balanço de pagamentos. Têm prazos entre 12 e 18 meses, mas podem ser alongados por até 3 anos. Os empréstimos devem ser pagos dentro de 3¼ - 5 anos.

<sup>15</sup>II PND – Plano de desenvolvimento Nacional. Objetivavam a ampliação da matriz industrial, a mudança na organização, a desconcentração regional, e a melhoria na distribuição de renda. A ênfase era substituir as importações dos setores pesados. Tudo isso aconteceria por meio de investimento externo direto. (CARNEIRO, 2002).

Para Carneiro (2002), o investimento foi em grande parte desperdiçado devido ao pouco ganho obtido na capacidade de inovação tecnológica. Durante o período, a agropecuária e a exportação foram os setores que apresentaram superávit.

Seguindo essa linha, Carvalho et al. (2007) aponta que ,

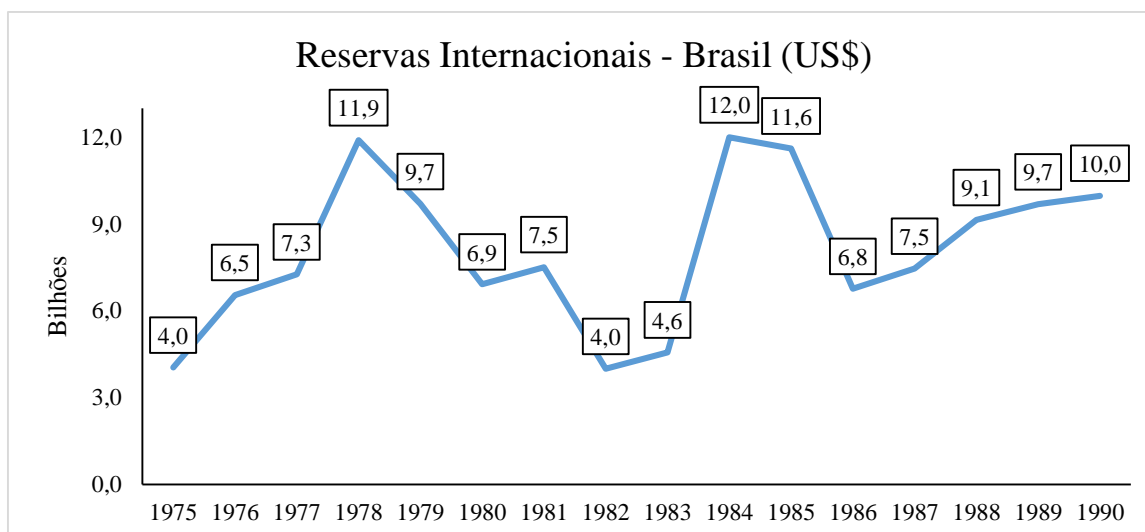
após aproximadamente 50 anos do PSI, a economia brasileira completou, no início dos anos 1980, um processo de transição, passando de uma economia agrária para uma economia industrial, com um parque industrial razoavelmente diversificado, ainda que distante da fronteira tecnológica (CARVALHO et al., 2007, p.33).

Apesar de, inegavelmente, ter gerado um parque industrial diversificado e ter proporcionado uma alta taxa anual média de crescimento, o PSI também resultou em certos desequilíbrios. Do ponto de vista da estrutura industrial, a política econômica, que de certa forma possibilitou o seu desenvolvimento, gerou uma estrutura bastante protegida da concorrência internacional, algo que se revelou prejudicial em termos de competitividade da indústria (CARVALHO, 2007).

O modelo de substituição de importações adotado durante todo o período do padrão dólar-ouro entrou em crise, em 1971. Para Lima (1997), somado a isso, o abandono das taxas de câmbio fixas em 1973 e o crescimento das taxas de inflação marcaram essa mudança. Para os agentes financeiros internacionais, foi preciso operar em condições de maior volatilidade das taxas de câmbio e de juros, e devido a isso, alterar muitas condições existentes para os países da América Latina.

Além disso, o aumento das taxas de juros internacionais acelerou a expansão da dívida externa brasileira. O gráfico 6 aponta a situação brasileira referente a queda nas reservas internacionais brasileiras na primeira metade da década de 1980.

Gráfico 6 – Reservas Internacionais - Brasil (Bilhões US\$) 1975-1990



Fonte: Ipeadata (2015)

Agravando ainda mais a situação da falta de divisas, o relacionamento do Brasil com os credores internacionais tornou-se complicado (LIMA, 1997). Para Pereira (2010), na década de oitenta a relação brasileira com o FMI foi marcada pelas divergências entre ambos quanto às metas fiscais que a economia brasileira deveria cumprir. Outro ponto conflitante foi a escassez de reservas que levou o país a declarar a moratória em fevereiro de 1987. A partir dos dados apresentados nos gráficos 5 e 6 percebe-se que os investimentos estrangeiros no Brasil, tanto de empréstimos, quanto de IED, reduziram durante a década de 1980

Embora o crescimento da dívida externa e a deterioração financeira do setor público fossem crescentes nesse período, somente quando ocorreu a reversão do ciclo de liquidez internacional na virada de 1970 para 1980, foi que o arranjo financeiro adotado pelo governo perdeu sua funcionalidade para o crescimento da economia brasileira (RESENDE et al., 2012).

Tabela 3 – Balanço de Pagamentos - Brasil (US\$ Milhões) 1980-1990

Data	Balança comercial	Exportações	Importações	Transações correntes	Conta capital e financeira	Balanço de Pagamentos
1980	-2.823	20.132	22.955	-12.739	9.679	-3.472
1981	1.202	23.293	22.091	-11.706	12.773	625
1982	780	20.175	19.395	-16.273	7.851	-8.828
1983	6.470	21.899	15.429	-6.773	2.103	-5.405
1984	13.090	27.005	13.916	95	253	700
1985	12.486	25.639	13.153	-248	-2.554	-3.200
1986	8.304	22.349	14.044	-5.323	-7.108	-12.356
1987	11.173	26.224	15.051	-1.438	-7.986	-10.228
1988	19.184	33.789	14.605	4.180	-8.711	-5.343
1989	16.119	34.383	18.263	1.032	-11.432	-11.174

1990	10.752	31.414	20.661	-3.784	-3.855	-7.965
------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

Fonte: Ipeadata (2015)

De acordo com o Balanço de Pagamentos apresentado na Tabela 3, formou-se um quadro de forte restrição externa, iniciada nos últimos anos da década de 1970 e agravada a partir de 1980, que pode ser percebida pelo déficit constante nas transações correntes de 1980 a 1987. Tal restrição viria a se constituir num dos grandes entraves à economia até a segunda metade da década de 1990. A partir de 1985, os países da América Latina aceleraram as transferências líquidas para os países credores, gerando a desorganização das finanças públicas, queda de investimentos, pressão inflacionária, e, conseqüentemente, estagnação econômica (LIMA, 1997).

A crise de 1980, exacerbada pela crise da dívida mexicana, deixou o crescimento econômico comprometido em tal década. Com o intuito de combater o processo inflacionário foram adotados vários planos de estabilização: Plano Cruzado (1986), Plano Bresser (1987), Plano Verão (1989) e Plano Collor (1990). Todos esses planos tentaram controlar a inflação via medidas ortodoxas e/ou heterodoxas, porém, fracassaram (PERES; ARAUJO, 2011). Mas somente em 1989, com o Plano Brady a dívida externa brasileira, e da América Latina, foi reestruturada e o colapso dos fluxos voluntários de capitais para o Brasil foi superado a partir de 1991.

## 4 GLOBALIZAÇÃO: A AGENDA NEOLIBERAL BRASILEIRA

O Brasil vivenciou um aprofundamento dos desequilíbrios macroeconômicos durante década de 1980. Devido a isso, tornou-se mais intensa a percepção acerca da necessidade de mudanças nos anos seguintes. Além disso, a economia brasileira foi por vários anos protegida da competição externa por um conjunto de “instrumentos de política comercial que incluía elevada proteção tarifária e não-tarifária, além de controles sobre operações com moeda estrangeira” (BONELLI; PINHEIRO, p. 97, 2008). A adoção contínua dessas políticas resultou na estagnação da produtividade na indústria, uma vez que a baixa competitividade por parte das importações reduzia a pressão por mais eficiência e redução nos preços (BONELLI; PINHEIRO, 2008).

O início da década de noventa representou um período de grandes transformações na sociedade brasileira sob a égide da nova ordem internacional que se formava, a chamada globalização ou período dólar-flexível. Para Barros e Goldenstein (1996), para acompanhar o ritmo de transformação do sistema internacional, o Brasil passou por quatro diferentes processos: a globalização, a estabilização econômica, a abertura da economia e as privatizações. Na era da globalização a revolução tecnológica, financeira e comercial pela qual a economia internacional começa a seguir, permitiu acelerar a divulgação da informação e a mobilidade do trabalho e do capital. O comércio, o IDE e a transferência internacional de conhecimento e tecnologia são três dos elementos basilares do processo de globalização.

Mercadante (1998) aponta que a estratégia de estabilização proposta no Plano Real estava fundamentada na articulação entre aumento acelerado das importações e absorção de recursos externos e associada à agenda proposta pelo Consenso de Washington. Para o autor, a âncora cambial era o eixo central da política econômica e estava associada a uma política monetária de juros altos.

Após um período de crise e de relativa ausência do Brasil no Mercado Financeiro Internacionais, no seu retorno o país defrontou-se com uma realidade transformada. Os antigos títulos tinham se tornado papéis de curto prazo e essa era a nova situação do mercado. Somado a isso, o país teve que conviver com taxas de retorno significativamente superiores às aquelas praticadas pelas instituições dos países avançados (LIMA, 1997).

### 4.1 A reentrada brasileira no Mercado Financeiro Internacional



No plano político, o Brasil apresentava-se em uma transição lenta da ditadura militar para uma democracia inacabada (MERCADANTE, 1998). Barros e Giambiagi (2009) destacam duas grandes mudanças na estrutura economia brasileira a partir de então: o desenvolvimento de ações sociais e o fim da restrição externa. A vulnerabilidade externa foi reduzida uma vez que, na visão dos investidores, a estabilidade fiscal e monetária traziam maior previsibilidade, recriando condições de segurança.

Porém, se observamos a tabela 4, percebe-se que os saldos em transações correntes foram sistematicamente negativos, enquanto os sucessivos superávits do balanço de pagamentos entre 1992 e 1996 mascaram a vulnerabilidade externa ainda presente. De acordo com Resende et al. (2012), tais superávits implicaram em um crescimento da oferta de *finance* e a redução da incerteza para os investidores quanto à disponibilidade futura de recursos externos, com efeitos positivos sobre o crescimento da economia.

Tabela 4 – Balanço de Pagamentos - Brasil (US\$ Milhões) 1990-2000

<b>Data</b>	<b>Balança comercial</b>	<b>Exportações</b>	<b>Importações</b>	<b>Transações correntes</b>	<b>Conta capital e financeira</b>	<b>Balanço de Pagamentos</b>
1990	10.752	31.414	20.661	-3.784	-3.855	-7.965
1991	10.580	31.620	21.040	-1.407	-4.342	-4.873
1992	15.239	35.793	20.554	6.109	9.947	14.670
1993	13.299	38.555	25.256	-676	10.495	8.709
1994	10.466	43.545	33.079	-1.811	8.692	7.215
1995	-3.466	46.506	49.972	-18.384	29.095	12.919
1996	-5.599	47.747	53.346	-23.502	33.968	8.666
1997	-6.753	52.994	59.747	-30.452	25.800	-7.907
1998	-6.575	51.140	57.714	-33.416	29.702	-7.970
1999	-1.199	48.011	49.210	-25.335	17.319	-7.822
2000	-698	55.086	55.783	-24.225	19.326	-2.262

Fonte: Ipeadata (2015).

Sendo assim, percebe-se o crescimento da economia brasileira conforme o crescimento da liquidez internacional (ver capítulo 2, gráfico 2), saldos deficitários em transações correntes e superavitários no balanço de pagamento, o que para os Resende et al. (2012) está de acordo com o padrão de crescimento de uma economia com Sistema de Inovação Nacional<sup>16</sup> imaturo.

<sup>16</sup> De acordo com a Escola Evolucionária, o progresso tecnológico é a principal variável explicativa dos diferenciais de crescimento de longo prazo entre os países. Segundo esta, o progresso tecnológico é determinado pelas características e grau de desenvolvimento do Sistema Nacional de Inovação (SI) de um país e/ou região. Na

Todavia, com a abertura comercial, o Brasil iniciou um processo de liberalização de importações de modo a melhorar a eficiência produtiva pela competição externa<sup>17</sup>. Para Coutinho, Hiratuka e Sabatini (2008) o Brasil apresentou uma melhora considerável nas condições de sua inserção externa, resultando na redução da vulnerabilidade da economia frente a choques externos. Embora estimulado pelas condições macroeconômicas de taxas de crescimento elevadas, expansão do crédito, baixa inflação e equilíbrio nas contas externas, o *boom* de investimento de empresas brasileiras no exterior, foi visto como um elemento fundamental dentro das estratégias competitivas e de acumulação no longo prazo.

Entretanto, ao analisar a tabela 4, percebe-se, mais uma vez, que a fragilidade financeira estava presente na economia brasileira a partir de 1994. A crescente especulação contra a moeda mexicana faz haver especulações contra a moeda brasileira devido às similaridades dos dois países<sup>18</sup>. A crise do México em 1994 provocou uma fuga de capitais no Brasil e, com isso, a queda de reservas<sup>19</sup>. Os crescentes déficits nas transações correntes foram financiados por meio da elevação das taxas de juros domésticas e dos superávits na conta de capital financeira do balanço de pagamentos afetando a capacidade de crescimento, porém, mantendo-se financeiramente atrativo internacionalmente (RESENDE et al., 2012).

Com a nova ordem internacional, a partir de 1990 percebe-se o crescimento de investimentos em carteira, que durante quase toda a década supracitada, representou a principal forma de obter divisas para economia brasileira. A partir de então, no sistema dólar-flexível, o Investimento Externo Direto passa a ser um componente essencial para o desenvolvimento brasileiro, mais precisamente, a partir dos anos 2000, conforme Gráfico 7 a seguir:

Gráfico 7 – Entrada de divisas – Brasil (US\$ Milhões) 1990-2014

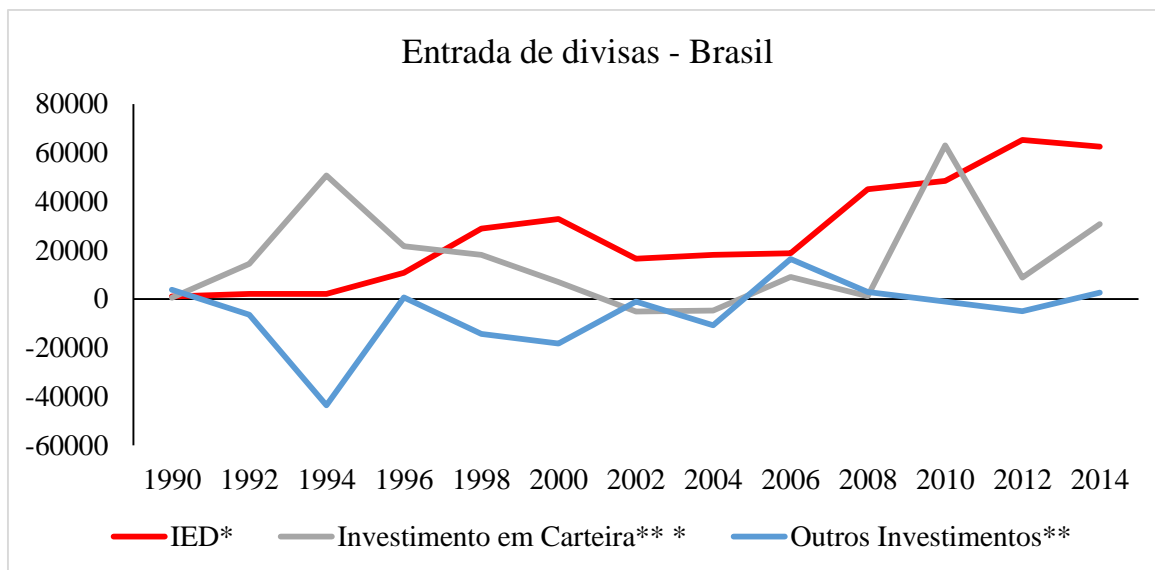
---

escola pós-keynesiana, a despeito da relevância do progresso tecnológico para o crescimento econômico, este é afetado também pela interação entre variáveis reais e monetárias. Neste contexto, há nessa literatura indícios de que os ciclos das economias em desenvolvimento são mais aderentes aos ciclos da liquidez internacional do que os ciclos das economias desenvolvidas (TORRES; RESENDE, 2013).

<sup>17</sup>Esse processo foi influenciado por recomendações de organismos internacionais. Destaca-se o FMI e o Consenso de Washington.

<sup>18</sup>Essa relação é conhecida por Efeito Tequila.

<sup>19</sup>O governo vende moeda estrangeira para segurar a taxa de câmbio (BARROS; GOLDESTEIN, 1996).



Fonte: Ipeadata (2015)

\*Investimento externo direto corresponde a participação no capital total ou parcial de empresas sediadas no país e os empréstimos intercompanhia, concedidos pelas matrizes no exterior a suas filiais no país e os recebidos pelas matrizes no exterior concedidos por suas filiais no Brasil.

\*\* Compreende, dentre outras coisas, os empréstimos e financiamentos brasileiros a curto e longo prazos concedidos a não-residentes, e os concedidos por instituições financeiras.

\*\*\* Registra fluxos de ativos e passivos constituídos pela emissão de títulos de crédito comumente negociados em mercados de papéis.

Em um primeiro momento essa enxurrada de capitais seria importante para o financiamento da economia brasileira e poderiam representar fonte para o investimento produtivo e contribuir para o desenvolvimento econômico do país. Entretanto, nesse novo cenário mundial, os fluxos de capitais apresentam natureza volátil o “que tomam a forma de ciclos, nos quais se encadeiam fases de elevada liquidez seguidas por períodos de absoluta escassez de recursos” (MUNHOZ; GONCALVEZ, p. 5, 2012). Com isso, contar com um tipo de financiamento que pode escassear subitamente não é benéfico para a economia doméstica, uma vez que tais fluxos de capitais de curto prazo são fortemente dominados por movimentos expectacionais, que geram efeitos macroeconômicos, como os impactos negativos sobre os juros domésticos, dívida pública e risco-país.

Portanto, o alto peso desses capitais flexíveis sobre a Conta Financeira leva o país a continuar impactado por importantes movimentos de volatilidade a qualquer mudança nas expectativas dos mercados financeiros internacionais, podendo levar a uma fuga de capitais.

## 4.2 O aprofundamento da globalização

Sobre a inserção externa brasileira, Carneiro (2002) aponta que o fator primordial da mudança produzida pela abertura externa foi o de uma

especialização da estrutura produtiva presente na elevação do coeficiente importado de 5,7% em 1990 para 20,3% em 1998. A contrapartida dessa especialização deveria ter sido uma ampliação do coeficiente exportado capaz de compensar a perda de mercados domésticos, o que, todavia, não ocorreu, pois este último elevou-se de 8% em 1990 para 14,8% em 1998 (CARNEIRO, 2002, p.315).

Corroborando com os dados acima, Carvalho e Lima (2009) afirmam que em termos de participação no comércio internacional, claramente ocorreu uma especialização no setor intensivo em recursos naturais em detrimento dos setores intensivos em tecnologia e capital. Apesar dessa afirmativa estar de acordo com a teoria das vantagens comparativas de David Ricardo, onde o país se especializaria nos produtos de maiores vantagens comparativas, aumentando a eficiência e, com isso, afetando o crescimento via aumento da produtividade, as abordagens neoestruturalistas e keynesianas de crescimento sob restrição externa, afirmam que ocorrem efeitos eventualmente negativos dessa especialização produtiva sobre o equilíbrio externo e, através dele, sobre o crescimento.

Se por um lado as políticas adotadas pelo governo brasileiro nos anos noventa foram bem sucedidas na estabilização da economia, foram um fracasso em termos de crescimento econômico. Para Carvalho e Giubert (2010), o crescimento da década de 1990 foi mais baixo que o da década de oitenta, sendo eles 1,9% e 3,0% respectivamente.

Para Ferreira Filho e Paula (2012) a abertura comercial externa trouxe o aumento da dependência de importados. Na tabela 4, observa-se que a balança comercial brasileira manteve-se deficitária durante toda a segunda metade da década de 1990. O Brasil ainda apresentava alta necessidade de financiamento externo, fruto da falta de divisas e baixo preço das *commodities* para exportação. De acordo com o autor tanto o crescimento para fora quanto o para dentro a economia era restringido, ou seja, o país crescia quando o resto do mundo também crescia. A demanda agregada era gerada a partir do crescimento do resto do mundo: aumentando as exportações criava-se condições para crescimento interno<sup>20</sup>. Porém, analisando

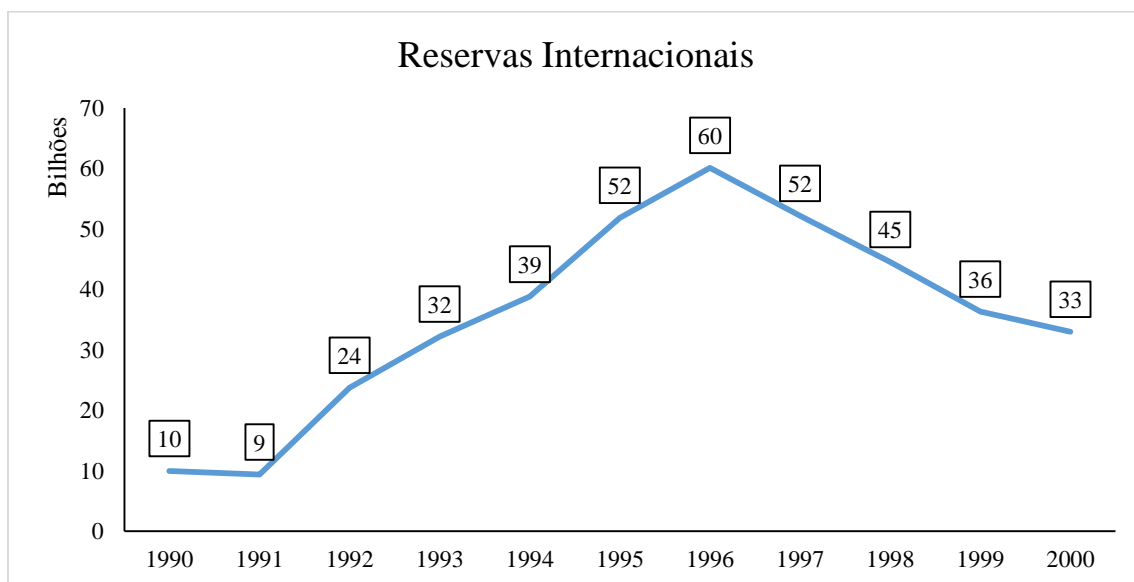
---

<sup>20</sup>Os autores apresentam uma visão pós-keynesiana do período, onde somente a intervenção do Estado seria capaz de gerar demanda efetiva (FERREIRA FILHO, 2012).

os dados apresentados acima, na tabela 4, percebe-se que o aumento das exportações não acompanhou o ritmo de importações.

Sendo assim, os desequilíbrios em transações correntes ajudaram a ampliar a restrição externa da economia brasileira, sustentada pela condição de inserção do país no mercado internacional. O perfil das captações externas das empresas brasileiras, nesse período, sugere tal percepção, visto que se concentrara no curto/médio prazo (RESENDE et al., 2012). Em período de incertezas no sistema financeiro internacional ocorrem, conforme elucidado por Neto e Ikeda (2010), as crises do final da década de 1990. Em tal contexto, as taxas de juros domésticas brasileiras elevaram-se significativamente, para acompanhar o cenário internacional, como forma de sustentação do crescimento e retenção de investimentos.

Gráfico 8 – Reservas Internacionais - Brasil (Bilhões US\$) 1990-2000



Fonte: Ipeadata (2015)

A partir de 1999, o câmbio deixa de ser fixo e a âncora monetária - taxa básica de juros - substituiu a âncora cambial<sup>21</sup> como principal instrumento de combate à inflação<sup>22</sup>, devido as baixas nas reservas internacionais (conforme mostra o gráfico 8) e o alto custo de manter o regime de bandas pressionaram. Até a mudança do regime cambial em 1999, as crises externas costumavam gerar restrições de financiamento à economia brasileira, refletindo-se na economia real. Essa situação começou a mudar em 1999 e intensificou-se em 2002 com a depreciação cambial e, daquele momento em diante, o efeito defasado do câmbio e o forte crescimento mundial, com preços de *commodities* em elevação, contribuíram para a redução substancial da vulnerabilidade externa brasileira (BARBOSA; BARROS, 2009).

Durante a gestão do presidente Lula a política econômica manteve, com alterações marginais, o arranjo macroeconômico definido na segunda gestão de Fernando Henrique Cardoso, ou seja, o tripé metas de inflação, regime de câmbio flutuante com intervenção (*dirty floating*) e ajuste fiscal<sup>23</sup>.

No governo Lula, segundo Carcanholo (2010), são mantidos os dois pilares da estratégia neoliberal do Consenso de Washington, isto é, a estabilização macroeconômica como condição para qualquer política de mais longo prazo e as reformas pró-mercado para a retomada dos investimentos privados.

No que se refere as reformas financeiras, em 2005 foram aprovadas a unificação do mercado cambial (flutuante e livre), a extinção da Conta de Não residentes (CC-5), que facilitava a remessa de recursos para o exterior, e a ampliação dos prazos para a cobertura cambial das exportações. Esta última significou que os exportadores poderiam, a partir de então, manter suas receitas em dólares no exterior.

Tabela 5 – Balanço de Pagamentos – Brasil (US\$ Milhões) 2001-2014

<b>Data</b>	<b>Balança comercial</b>	<b>Exportações</b>	<b>Importações</b>	<b>Transações correntes</b>	<b>Conta capital e financeira</b>	<b>Balanço de Pagamentos</b>
-------------	--------------------------	--------------------	--------------------	-----------------------------	-----------------------------------	------------------------------

<sup>21</sup>O BACEN montou um modelo que correlaciona a taxa de juros e taxa de inflação de modo que, quanto mais as expectativas inflacionárias ou inflação efetiva se afastam da meta da inflação, maior é a taxa de juros praticada pelo BACEN, como forma de tirar moeda de circulação (SOUZA, 2007).

<sup>22</sup>Uma política monetária restritiva fundamentada em juros altos, além de alegado instrumento de combate à inflação, presta-se ainda a um outro objetivo: atrair capitais externos para cobrir os déficits no Balanço de Pagamentos. (SOUZA, 2007).

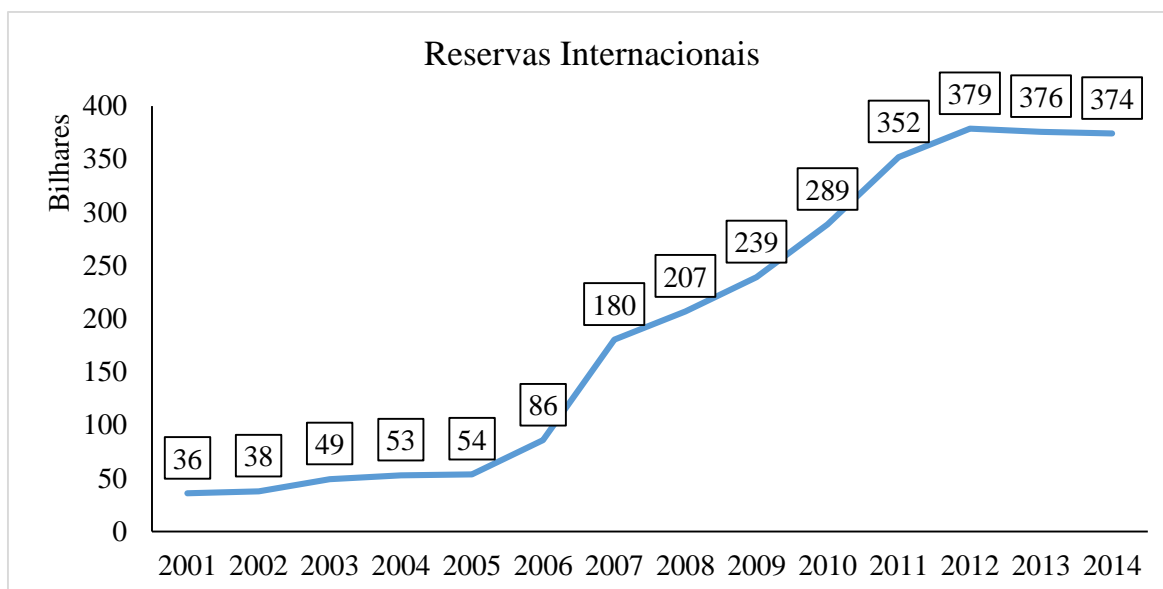
<sup>23</sup>Comumente chamado de tripé macroeconômico.

2001	2.650	58.223	55.572	-23.215	27.052	3.307
2002	13.121	60.362	47.240	-7.637	8.004	302
2003	24.794	73.084	48.290	4.177	5.111	8.496
2004	33.641	96.475	62.835	11.679	-7.523	2.244
2005	44.703	118.308	73.606	13.985	-9.464	4.319
2006	46.457	137.807	91.351	13.643	17.021	30.569
2007	40.032	160.649	120.617	1.551	89.086	87.484
2008	24.836	197.942	173.107	-28.192	29.357	2.969
2009	25.290	152.995	127.705	-24.302	71.301	46.651
2010	20.147	201.915	181.768	-47.273	99.912	49.101
2011	29.793	256.040	226.247	-52.473	112.381	58.637
2012	19.395	242.578	223.183	-54.249	70.010	18.900
2013	2.399	242.034	239.634	-81.108	74.353	-5.926
2014	-3.930	225.101	229.031	-90.948	98.399	10.833

Fonte: Ipedata (2015)

Conforme apresentado na tabela 5, nos primeiros anos da década de 2000, exatamente após a superação da crise de 1998-99, os números do balanço de pagamentos brasileiro passaram a mostrar um quadro absolutamente singular em sua história. Um país acostumado a déficits crônicos conseguiu acumular saldos positivos em conta corrente por cinco anos consecutivos, de 2003 a 2007, beneficiando-se de vultosos superávits comerciais, que chegaram à casa de 5% do PIB ao ano (RIBEIRO, 2013). Paralelamente, os fluxos de capital estrangeiro se aceleravam (destacadamente o investimento estrangeiro direto), proporcionando uma rápida acumulação de reservas, que, ao final de 2010, chegaram a US\$ 289 bilhões, conforme gráfico abaixo (Gráfico 9). Naquele momento, ganhou corpo o debate sobre se o país havia, finalmente, superado o histórico problema da vulnerabilidade externa.

Gráfico 9 - Reservas Internacionais - Brasil (Bilhões US\$) 2001-2014



Fonte: Ipeadata (2015)

É preciso levar em consideração a situação do sistema financeiro internacional, o qual corroborou com o crescimento econômico brasileiro no período, reduzindo a fragilidade do país. Além disso, algumas medidas provisórias foram sancionadas de forma a conceder incentivos fiscais aos investidores estrangeiros para a aquisição de títulos da dívida pública interna. Sob o pretexto de melhorar a rolagem da dívida, essa medida acabou por aprofundar a relação entre a entrada de recursos externos e o crescimento da dívida pública (CARCANHOLO, 2010).

A manutenção do grau de abertura comercial e, portanto, da reestruturação produtiva que ocorreu no Brasil, promoveram, ao longo do governo Lula, a elevação da dependência do mercado externo<sup>24</sup>. Por outro lado, isso acentuou o processo de reprimarização das exportações, o que, também leva à elevação da vulnerabilidade externa estrutural da economia brasileira (Ibid, 2010).

#### 4.3 O período mais recente

Apesar do forte ciclo de consumo e investimentos domésticos a partir de 2004, as transações correntes voltaram a ficar deficitárias apenas em 2008, conforme apresentado na

<sup>24</sup>Exportações como forma de escoamento da produção, isto é, realização do valor produzido e importações como a única maneira de garantir boa parte dos suprimentos e bens de capital necessários para a produção interna.



Tabela 5. Esse déficit ampliou o bem estar das famílias e permitiu um ciclo de investimentos mais intenso.

A evolução da taxa de câmbio na década de 2000 registra uma tendência de apreciação do real que se inicia em outubro de 2002. Para as empresas exportadoras tal tendência é perversa por reduzir, por um lado, a receita de suas vendas em moeda nacional e, por outro lado, a competitividade externa de suas mercadorias, principalmente quando sua produção demanda majoritariamente insumos domésticos (FERRAZ, 2013, p. 31).

Carcanholo (2010) aponta que a abertura financeira que acompanhou a ascensão da ordem do dólar-flexível promoveu o aumento dos empréstimos diretos, tanto para o setor privado quanto para o público, e a entrada de capital externo<sup>25</sup>. No curto prazo, para o economista, isso é positivo, pois financia as contas negativas das transações correntes. Por outro lado, significa também o aumento da necessidade do financiamento externo para o futuro, em outras palavras, o aumento da vulnerabilidade externa.

A vulnerabilidade externa, impõe, de certa forma, uma taxa de juros interna alta como forma de garantir o investimento externo (o fluxo de capitais). Este piso para a taxa de juros é um limite estrutural para o crescimento da economia.

O crescimento do déficit em transações correntes, colocado estruturalmente pelo processo de abertura externa, leva ao aumento da necessidade de divisas em virtude da maior entrada de recursos para financiar aquele déficit. Entretanto, isso implica o maior pagamento do serviço deste passivo, “o que volta a elevar o déficit da balança de serviços, gerando um círculo vicioso de endividamento externo” (CARCANHOLO, p. 199, 2010). Por outro lado, as altas taxas de juros, levam ao aumento da dívida pública. Dessa forma, o refinanciamento da dívida pública foi – e ainda é – realizado, em certa medida, por um novo endividamento<sup>26</sup>.

Nos anos 2000, o Brasil praticava a segunda maior taxa de juros reais do mundo, num contexto em que a economia mundial apresentava um nível muito baixo de juros. Sendo assim, as altas taxas de juros em conjunto com o lançamento de títulos da dívida pública pelo governo para contrabalancear a intensa entrada de capitais externos, expressos na conta capital e financeira do Balanço de Pagamentos (Tabela 5), tendem a expandir a oferta monetária para um

---

<sup>25</sup> A abertura financeira liberalizou de forma significativa os movimentos de capitais entre o país e o exterior, ao reduzir as barreiras até então existentes aos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro doméstico e ao viabilizar o acesso dos residentes às novas modalidades de financiamento externo, como por exemplo, emissão de títulos e ações no mercado internacional de capitais (FREITAS; PRATES, 2001).

<sup>26</sup> Por novo endividamento entende-se por intermédio de lançamento de novos papéis de dívida pública.

volume que excede o determinado pelo regime de metas inflacionárias. Dessa forma, a dívida pública<sup>27</sup> saltou de USD 881,1 bilhões, em 2002, para USD 1,600 trilhão, em 2010 (SOUZA, 2011).

Embora a relação dívida externa total/PIB tenha diminuído de 37,6% em 2000 para 16,4% em 2010, Souza (2011) afirma que isso ocorreu em função do crescimento do PIB alavancado pelas exportações e não da desaceleração do crescimento da dívida. Todavia, Souza (2011) aponta que uma eventual redução dos juros poderia afugentar os capitais externos, inviabilizando o refinanciamento da dívida e provocando uma forte fuga de capitais e, portanto, valorização da moeda estrangeira.

Além da busca pelo capital externo, nessa nova fase da economia brasileira o BNDES teve um papel mais participativo no financiamento nacional, reflexo da política de Lula de privilegiar o capital nacional. Para Souza (2011) a despeito da atuação externa, prevaleceu na esfera interna durante os primeiros anos de seu mandato, a manutenção de uma gestão financeira subordinada ao FMI, além da continuidade às “reformas microeconômicas” programadas no governo anterior.

Para Cintra e Acioly (2012) as contas externas da economia brasileira no governo Lula apresentaram resultados muito positivos expressos nos superávits do balanço de pagamentos entre 2003 e 2010 (ver Tabela 5). Para os autores, isso permitiu ao governo saldar os empréstimos com o FMI, diminuir o endividamento público externo e acumular reservas.

Entretanto, Carcanholo (2010) aponta que foram as condições internacionais mais favoráveis no período, em termos de liquidez e crescimento, que resultaram na melhora dos indicadores de vulnerabilidade conjuntural, ou seja, propiciou o forte crescimento das exportações, a reversão no déficit da balança comercial e de transações correntes e o acúmulo de reservas internacionais que permitiram, dentre outras coisas, o pagamento antecipado de um montante da dívida com o FMI. Para Carcanholo (2010), a melhora em tais indicadores ocorreu devido a 3 fatores principais:

- (i) alta no ciclo de liquidez internacional, o que reduz as taxas internacionais de juros, proporcionando um crescimento da economia mundial e uma redução no risco-país,<sup>12</sup> que embasa o fluxo de capitais externos; (ii) forte crescimento da economia chinesa, que importa os produtos justamente que preponderam na pauta de exportações da

---

<sup>27</sup>A dívida líquida do setor público é a soma do endividamento da União, dos estados, dos municípios e das empresas estatais. A relação entre dívida pública e PIB de um país é um dos indicadores da capacidade de um governo de honrar seus compromissos (MUNDIM, 2008).

economia brasileira; (iii) crescimento do preço das commodities, predominantes na estrutura exportadora do país (CARCANHOLO, 2010, p. 122).

Teixeira e Pinto (p. 926, 2012) apontam que somado às condições internacionais favoráveis, destaca-se como fatores relevantes para melhora econômica brasileira a “expansão do mercado interno, decorrente de certa flexibilização da orientação contracionista da política econômica”.

De qualquer forma, em dezembro de 2006, o setor público passou a condição de credor internacional, somando R\$ 27,8 bilhões de crédito externo, que foi ampliado a cada ano até atingir o valor de R\$ 359,7 em dezembro de 2010 (TEIXEIRA; PINTO, 2012). Entretanto, para Cacanholo (2010) é importante observar que tais condições não eliminaram a vulnerabilidade estrutural da economia brasileira. Isso significa que não houve uma evolução na capacidade de resistência no longo prazo, principalmente no que concerne às características produtivas, de comércio exterior, eficiência sistêmica, dinamismo tecnológico e solidez financeira.

Para Teixeira e Pinto (2012), durante o governo Lula, é possível identificar dois momentos positivos e distintos do setor externo. O primeiro, de 2003-2006, teve como os principais responsáveis pela melhora das contas os elevados superávits comerciais, superiores aos déficits estruturais da conta de serviços e renda, impulsionados pela alta no preço das *commodities*. O segundo, de 2007-2010, os superávits na conta capital e financeira foram os maiores impulsionadores positivos.

Entretanto, a reversão do cenário internacional em 2008, representou o retorno das dificuldades no balanço de pagamentos. Houve uma desaceleração das exportações devido a queda na demanda pelos produtos brasileiros e a redução dos preços da *commodities*. De acordo com Delfim Neto, (2009), a crise serviu para expor a acentuada fragilidade estrutural da economia brasileira, demonstrando que a vulnerabilidade externa ainda estava presente.

No pós-crise de 2008, a rápida recuperação das contas externas brasileira, deu-se pelo “excesso de liquidez” da economia mundial. Parte dessa massa de capital deslocou-se para o Brasil em virtude da alta rentabilidade das aplicações em carteira (elevada taxa de juros interna em comparação com a internacional) e da recuperação rápida da atividade econômica com expansão do mercado interno, em um contexto internacional de estagnação econômica na Europa e nos Estados Unidos (TEIXEIRA; PINTO, 2012). Sendo assim, mais uma vez percebe-se a relação do desempenho da economia brasileira conforme o a situação do cenário mundial e do crescimento da liquidez internacional.

A partir de agosto de 2011, teve início aquilo que alguns comentaristas econômicos e políticos descreveriam como “a virada” do governo Dilma, com uma abrupta reversão de curso da política monetária, que passou a ser relaxada, com o amparo inicial de uma política fiscal ainda restritiva.

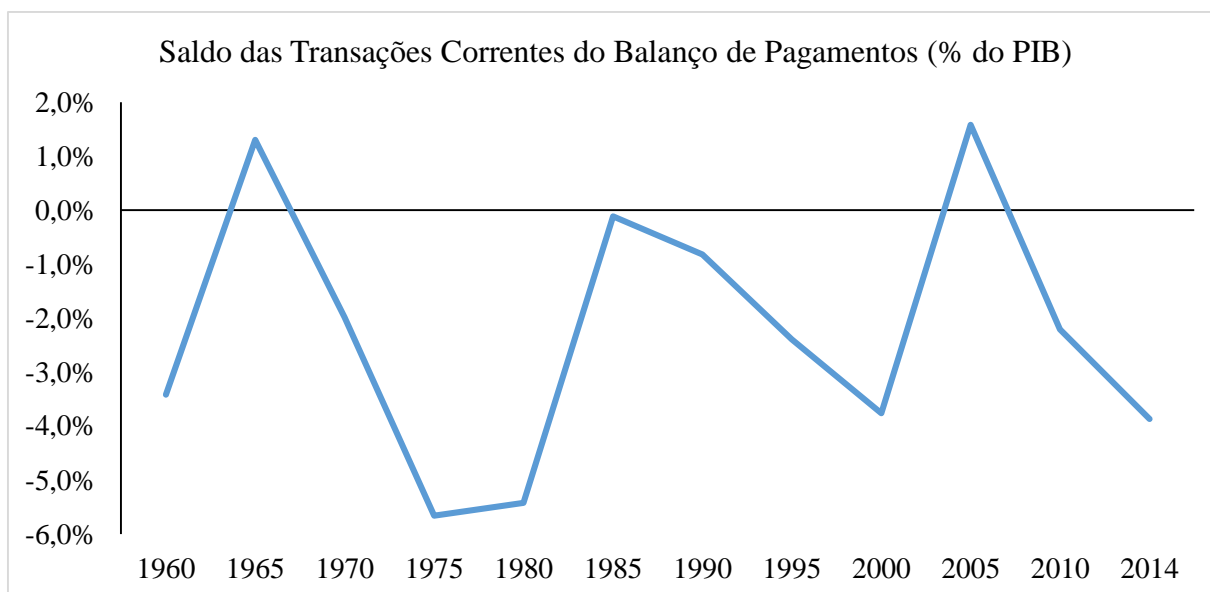
Para Teixeira e Pinto (2012),

a política deliberada de acúmulo de divisas, que possibilitou as medidas anticíclicas de combate à crise internacional, evidenciou a redução das restrições externas do país. Então, reduziu-se o poder dos mercados financeiros doméstico e internacional em questionar a orientação da política econômica nacional por meio de saídas abruptas de capital. Ademais, no plano político/ideológico, a crise internacional desgastou a teoria econômica ortodoxa cuja ideia de que mercados financeiros livres, associados a Bancos Centrais independentes, seriam os mecanismos mais eficientes em promover o bem-estar da população (TEIXEIRA; PINTO, 2012, p. 924).

Conforme os dados apresentados na Tabela 5, o Brasil encerrou 2014 em uma situação mais vulnerável nas contas externas. O déficit nas transações correntes, que já vinha crescendo no governo Dilma, atingiu, no ano passado, um dos piores resultados já registrados. Além disso, a atual dimensão da vulnerabilidade externa do Brasil pode ser vista a partir da natureza de curto prazo dos capitais que compõem a conta financeira do Balanço de Pagamentos, o que leva a fortes depreciações da taxa de câmbio em períodos de crises financeiras internacionais, ao passo que mantém o câmbio valorizado em períodos pós-crise e de estabilidade internacional. Os fluxos financeiros com “viés de curto prazo” levam à inflexibilidade da taxa de juros para atração contínua desses capitais, fazendo com que o país mantenha um enorme diferencial de juros. Ademais, há impactos sobre o indicador de risco-país, que é elemento importante para atuação de investidores em âmbito internacional (MUNHOZ; GONÇALVEZ, 2012).

Para Neto e Ikeda (2010), é preciso, entretanto, ter uma estratégia bem definida para o desenvolvimento industrial, abarcado pelas inovações e para a exportação. No longo prazo é a demanda destes bens que vai “garantir a crescente receita de divisas capaz de sustentar o crescimento” e reduzir a volatilidade dos fluxos financeiros.

Gráfico 10 - Saldo das Transações Correntes (% do PIB) – 1960-2014



Fonte: Banco Mundial (2015) e Ipeadata (2015). Elaboração própria.

De acordo com o gráfico 10, acima apresentado, a relação das Transações Correntes com o PIB vem piorando desde 2005, representando em 2014, aproximadamente, 4% do PIB. Sendo assim, sem investimentos suficientes para cobrir o déficit das transações correntes, o país fica dependente do capital volátil, ou seja, aquele investimento estrangeiro em carteira, aplicado em ações e renda fixa e que pode deixar o país a qualquer momento.

Em janeiro de 2014 o Banco Central norte-americano (FED) incluiu o Brasil, ao lado da Turquia, África do Sul, Índia, Indonésia, no grupo dos “cinco frágeis”, ou seja, denominação para os que seriam os mais vulneráveis à progressiva normalização das condições monetárias nos Estados Unidos devido aos elevados déficits em transações correntes, altas taxas de inflação e/ou desaceleração do crescimento (CARTA IEDI, 2014).

Refutando o relatório do Banco Central norte-americano (FED) em 2014, Paul Krugman, em uma entrevista para a Carta Capital, afirma que o Brasil de hoje não é um caso típico de país vulnerável a ataques especulativos (GRAÇA, 2014). No mesmo ano, a agência Moodys declarou que o Brasil não estava entre os países emergentes com maior vulnerabilidade externa. A agência mencionou que as reservas internacionais brasileiras estavam entre as maiores da região (ver Gráfico 5), dando ao país forte resiliência a choques externos, apesar de uma dívida pública alta e inflação persistente. Para a Moodys, apesar do déficit em conta corrente, as contas externas não representavam riscos para a análise de crédito uma vez que grande parte da falta de divisas é sanada por investimentos externos diretos (GRAÇA, 2014).

Embora não trate de ajustes fiscais do país, a agência não nega a condição brasileira de forte endividamento em 2014, o qual representou 60% do PIB. Entretanto, na comparação com os países latino-americanos, o Brasil aparece com posição “muito forte” em termos de vulnerabilidade externa, “moderada” no posicionamento fiscal e de balanço de pagamentos, “fraca” para crescimento e “muito fraca” em relação a dívida (MACHADO; OYAMADA, 2014).

Por fim, para o ex-diretor do Banco Central, Alberto Furugem (2013), o número elevado de reservas cambiais não significa que o Brasil está seguro em matéria de vulnerabilidade externa. Para o economista, o cenário internacional pode sofrer mudanças relevantes nos próximos anos e difíceis de serem previstas, capazes de afetar drasticamente o ingresso de recursos externos. Um cenário possível, apontado por ele, baseia-se na economia chinesa. Por exemplo, se a mesma mostrar tendência de desaceleração mais rápida do que o previsto, as receitas das exportações brasileiras poderão sofrer recuo brusco, já que dependem pesadamente das compras chinesas. Ao mesmo tempo, em casos de instabilidade, os investidores internacionais tenderiam a buscar ativos de menor risco, com destaque para os títulos da dívida pública americana. Além disso, uma aceleração da inflação derivada de deterioração na área cambial pode mudar decisivamente o atual cenário político. Em ambos os casos, uma queda de reservas poderia se tornar inevitável.

Sendo assim, para Neto (2012), a adoção de um modelo de financiamento é fundamental nas estratégias de desenvolvimento econômico, pois ele é capaz de minimizar a restrição externa. Os investimentos que entram no país, devem ser destinados ao desenvolvimento industrial. No longo prazo é a demanda destes bens que vai garantir a crescente receita de divisas capaz de sustentar o crescimento.

Para Thirlwall (2005), seria através da mudança da estrutura produtiva, ou seja, reduzindo o hiato tecnológico que os desequilíbrios externos se reduziriam. Países especializados em produção primária, por exemplo, estão mais vulneráveis externamente, uma vez que tal investimento impossibilita o crescimento no longo prazo.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O avanço da integração entre os países tornou a análise do cenário internacional um fator essencial para a tomada de decisão dos atores nacionais. O Regime ou Sistema Financeiro Internacional sofreu severas alterações desde o início do século XX, alternando períodos de taxas de câmbio fixas e flutuantes, crises econômicas e cooperação internacional. Conforme analisado nessa monografia, dois grandes regimes vigoraram no Sistema Internacional, o Bretton Woods e o dólar-flexível. Se em Bretton Woods buscava-se um regime capaz de gerar a estabilidade econômica mundial, a nova ordem econômica pós-Bretton Woods foi reconstituída tendo em vista as transformações tecnológicas, novas formas de gerar riquezas e novos perfis de atores que o antigo regime não acompanhou.

Durante o desenvolvimento desse trabalho, percebeu-se que a fragilidade financeira da economia brasileira era evidenciada pelas alterações que ocorriam nas ordens internacionais vigentes, e, mais especificamente, pela liquidez internacional no sistema financeiro internacional. Para tanto, há um comportamento cíclico do fluxo de capitais para a economia brasileira, conforme a situação no cenário internacional, ou seja, nos períodos de queda da liquidez internacional ocorre a retração na entrada de divisas para o Brasil. Entretanto, no longo prazo, o fluxo de capitais que entrou no Brasil não minimizou a restrição imposta pelo balanço de pagamentos.

A globalização que ocorreu a partir de 1990 e moldou a nova ordem econômica internacional, pode ser entendida por dois aspectos: a liberalização financeira no plano doméstico e a mobilidade de capitais no plano internacional. Ao relacionar as transformações no cenário internacional com a economia brasileira entende-se que as inovações financeiras que ocorreram a partir da globalização puderam ser percebidas na conta financeira do Balanço de pagamentos brasileiro. Durante o período de Bretton Woods, dominou na economia brasileira os ‘outros investimentos’ na conta financeira, que são, em sua maioria, representados por empréstimos estrangeiros. Apesar dos investimentos externos diretos crescerem ao longo de todo esse período, foi somente entre 1990 e 2014 que estes superaram os investimentos realizados por empréstimos. Com a financeirização que ocorreu junto com o sistema dólar-flexível, um novo tipo de ativo entrou na pauta brasileira a partir de 1990: o investimento em carteira, representado, principalmente, pelas aplicações estrangeiras em títulos brasileiros, na forma de ações ou títulos de renda fixa, negociados no país ou no exterior.

Sendo assim, a entrada de divisas que ocorreu no Brasil nas últimas 2 décadas significou também o aumento da necessidade do financiamento externo no longo prazo, e, em outras palavras, o aumento da vulnerabilidade externa. O crescimento esteve restrito pelo setor externo durante todo o período de análise (1950-2014), no entanto, políticas direcionadas para aliviar a restrição externa até 1970 possibilitaram uma alta taxa de crescimento da economia. A partir de 1990 o país continuou restrito pelo setor externo, mas dessa vez a restrição correspondeu uma taxa de crescimento muito modesta.

Nos anos 2000, através de um cenário econômico internacional favorável, com elevação do nível de comércio mundial e dos preços internacionais, as contas externas de quase todos os países, inclusive dos emergentes, melhoraram. Novamente, essa melhoria e a redução da vulnerabilidade externa constituíram uma tendência geral que atingiu o Brasil, conforme a situação econômica exógena. Entretanto, é importante destacar que apesar do significativo aumento das divisas disponíveis pelo governo brasileiro, a partir de 1990, tais ativos se caracterizaram pela sua volatilidade. Sendo assim, o alto peso desses capitais na conta financeira do Balanço de Pagamentos, torna o país mais vulnerável a qualquer alteração nas expectativas dos mercados financeiros internacionais.

Através da análise desenvolvida nesse trabalho, concluiu-se que o Brasil encerrou 2014 em uma situação mais vulnerável nas contas externas. O déficit nas transações correntes, que já vinha crescendo no governo Dilma, atingiu, valores muito altos no final do ano. Por fim, cabe colocar que tendo a restrição externa como um problema fundamental para a economia brasileira, o investimento no país deve ser feito de forma a melhorar a capacidade de inovação tecnológica. A redefinição da estrutura produtiva passa a ser a grande responsável pela redução da vulnerabilidade no longo prazo.



## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGLIETTA, Michel. O FMI e a arquitetura financeira internacional. In: FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Gernando de (Org.). **Globalização Financeira: Ensaio de macroeconomia aberta**. Petrópolis: Editora Vozes, 2004. Cap. . p. 204-253.

ALMEIDA, José R. M. de **Globalização: a retórica do velho imperialismo**. 2009. 433 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Sociais, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.egov.ufsc.br/portal/sites/default/files/anexos/22418-22420-1-PB.pdf>>. Acesso em: 11 maio 2015.

ALMEIDA, Paulo Roberto de. **Relações internacionais e política externa do Brasil: dos descobrimentos à globalização**. Porto Alegre: Editora UFRGS, 1998; Coleção Relações Internacionais e Integração.

ALVEZ, Rodrigo Maschion. **A difícil governança monetária internacional: o caso das cotas do FMI: O caso das cotas do FMI**. In: Boletim Meridiano, vol 13, n. 134, p. 39-47 ,2013. Disponível em <<http://search.proquest.com/openview/3b02cf4f8f0169ad14eb6f876cc5e578/1?pq-origsite=gscholar>> Acesso em: 10 maio 2015.

AREND, Marcelo. **50 anos de industrialização do Brasil (1955-2005): Uma análise evolucionária**. 2009. 251 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2009. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/redesenv/teses/2009/doutorado/29.pdf>>. Acesso em: 16 nov. 2015.

ARIENTI, Patricia F. F.. O dólar como moeda internacional e os limites da autonomia de política econômica dos Estados Unidos. **Boletim Meridiano 47**, v. 14, p.3-10, 2013. Disponível em: <<http://periodicos.unb.br/index.php/MED/article/viewFile/9490/7382>>. Acesso em: 04 jun. 2015

BANCO MUNDIAL. **Indicadores Brasil**. 2015. Disponível em: <<http://www.worldbank.org/pt/country/brazil>> Acesso em 15 jul 2015.

BARBOSA, Fernando Honorato; BARROS, Octavio de. Os determinantes de longo prazo das contas externas brasileiras In: BARROS, Octavio de; GIAMBIAGI, Fabio. **Brasil pós-crise: A agenda para a próxima década**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. Cap. 4. p. 53-72.

BARROS, J. R. M.; GOLDEINSTEIN, L. Avaliação do processo de reestruturação industrial brasileiro. **Revista de Economia Política**, vol. 17, nº2, abr./jun., 1997.

BARROS, Octavio de; GIAMBIAGI, Fabio. Brasil pós-crise: seremos capazes de dar um salto? In: BARROS, Octavio de; GIAMBIAGI, Fabio. **Brasil pós-crise: A agenda para a próxima década**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. Cap. 1. p. 3-24.

BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. **Geopolítica e finanças no pós-guerra: esperanças e restrições no governo Dutra**. In: Anais do VIII Encontro Nacional de Economia Política. Florianópolis, 2003

BONELLI, Regis; PINHEIRO, Armando Castelar. Abertura e crescimento econômico no Brasil. In: BARROS, Octavio de; GIAMBIAGI, Fabio (Org.). **Brasil Globalização**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. Cap. 3. p. 89-124

CARCANHOLO, Marcelo. Dias. Inserção externa e vulnerabilidade da economia brasileira no governo Lula. In: MAGALHÃES, J. P. A. et al. **Os anos Lula: contribuições para um balanço crítico 2003-2010**. Ed. Garamond, 2010. Cap. 4. p. 109-131. Disponível em <[http://www.ie.ufrj.br/oldroot/hpp/intranet/pdfs/carcanholo\\_2010\\_otim.pdf](http://www.ie.ufrj.br/oldroot/hpp/intranet/pdfs/carcanholo_2010_otim.pdf)> Acesso em: 08 mai. 2015.

CARNEIRO, Ricardo. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século 17 XX**. 1ª reimpressão. São Paulo: Editora da UNESP, IE/UNICAMP, 2002. 423p

CARTA IEDI. **Setor Externo A vulnerabilidade externa da economia brasileira**. 2014. Disponível em: <[http://www.iedi.org.br/cartas/carta\\_iedi\\_n\\_611.html](http://www.iedi.org.br/cartas/carta_iedi_n_611.html)>. Acesso em: 30 jun. 2015.

CARVALHO, F. J. C. de. et al. **Economia Monetária e Financeira**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

CARVALHO, F. J. C. Mudanças no papel e nas estratégias do FMI e perspectivas para os países emergentes. In: FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Gernando de (Org.). **Globalização Financeira: Ensaio de macroeconomia aberta**. Petrópolis: Editora Vozes, 2004. Cap. 5. p. 179-201.

CARVALHO, Veridiana Ramos da Silva; LIMA, Gilberto Tadeu. Estrutura produtiva, restrição externa e crescimento econômico: a experiência brasileira. **Economia e Sociedade**, [online], p.31-60, abr. 2009. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ecos/v18n1/02.pdf>>. Acesso em: 12 jun. 2015.

CARVALHO, Veridiana Ramos; GIUBERT, Ana Carolina. A história do crescimento econômico brasileiro e a restrição externa. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 3., 2010, Porto Alegre. **Anais...** . [online]: Ppge, 2010. p. 1 -

20. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2010/42.pdf>>. Acesso em: 05 maio 2015.

COHEN, B. (2006) *The Macrofoundations of monetary power*. In ANDREWS, D. (ed) **International Monetary Power**. New York: Cornell University Press.

COUTINHO, Luciano; HIRATUKA, Célio; SABATINI, Rodrigo. O investimento direto no exterior como alavanca dinamizadora da economia brasileira. In: BARROS, Octavio de; GIAMBIAGI, Fabio. **Brasil Globalização**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. Cap. 2. p. 63-87.

COX, R. **Production, Power and World Order: Social Forces in the making of History**. Nueva York: Columbia University Press, 1987

CRUZ, Paulo R. Davidoff C. **Endividamento externo e transferência de recursos reais ao exterior: os setores público e privado na crise dos anos oitenta**, 12/1995, Nova Economia, Vol. 5, Fac. 1, Belo Horizonte - MG, 1995. 121-144. Disponível em <<http://revistas.face.ufmg.br/index.php/novaeconomia/article/viewFile/2287/1232>> Acesso em: 04 maio 2015.

CUNHA, André Moreira; PRATES, Daniela M. **A crise financeira global e as reformas na arquitetura financeira internacional**. 2012. Disponível em: <[http://www.ufrgs.br/decon/TD5\\_2012\\_cunha.pdf](http://www.ufrgs.br/decon/TD5_2012_cunha.pdf)>. Acesso em: 02 maio 2015

DRUCKER, Peter F. **Sérias Mudanças na Economia Mundial**. *Revista Diálogo (USIS)*, n.o 2, vol. 20, 1987. Traduzido de *Foreign Affairs*, Spring, 1986.

EICHENGREEN, Barry. **A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário Internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000. 288 p.

FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. Avaliação do regime cambial brasileiro pós-1999: análises crítica e propositiva In: OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando de; BASILIO, Flávio (Org.). **Macroeconomia do Desenvolvimento: Ensaio sobre restrição externa, financiamento e política macroeconômica**. 23. ed. Recife: Ufpe, 2012. Cap. 9. p. 317-355.

FERRAZ, Fernando Cardoso. **Crise Financeira Global: Impactos na Economia Brasileira, Política Econômica e Resultados**. 2014. 104 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/ppge/FernandoFerraz.pdf>>. Acesso em: 10 maio 2015.

FILGUEIRAS, L.; PINTO, E.C. GOVERNO LULA: Contradições e Impasses da Política Econômica. Disponível em: . Acesso em: junho de 2012.

FONSECA, Pedro Cezar Dutra. **Nem ortodoxia nem populismo: o Segundo Governo Vargas e a economia brasileira.** Tempo, Jun 2010, vol.14, no.28, p.19-58

FUNDAP. Regime de política macroeconômica no Governo Dilma. **Boletim de Economia**, São Paulo, v. 7, p.5-15, set. 2011. Disponível em: <[http://www.fundap.sp.gov.br/wp-content/uploads/2014/03/boletim\\_economia\\_7\\_conjuntura\\_economica.pdf](http://www.fundap.sp.gov.br/wp-content/uploads/2014/03/boletim_economia_7_conjuntura_economica.pdf)>. Acesso em: 12 set. 2015.

FURUGUEM, Alberto. Contas Externas – Estamos Seguros? **Cenário Econômico**, [online], v. 453, p.1-3, mar. 2013.

GONÇALVES, Reinaldo et al. Do padrão-ouro a Bretton Woods. In: **A nova economia internacional: uma perspectiva brasileira**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 1998

GRAÇA, Eduardo. O Brasil não está vulnerável. **Carta Capital**. [online], p. 1-2. 18 mar. 2014. Disponível em: <<http://www.cartacapital.com.br/revista/791/201co-brasil-nao-esta-vulneravel201d-6112.html>>. Acesso em: 12 jun. 2015.

GRAÇA, Eduardo. O Brasil não está vulnerável. **Carta Capital**. [online]. 18 mar. 2014. Disponível em: <<http://www.cartacapital.com.br/revista/791/201co-brasil-nao-esta-vulneravel201d-6112.html>>. Acesso em: 12 jun. 2015.

HARVEY, David. A Geopolítica do Capitalismo. In: HARVEY, David. A produção capitalista do espaço. São Paulo: Annablume, 2005. Cap. 5, p. 127-162.

IKENBERRY, G. John. The Political Origins of Bretton Woods. In: BORDO, Michael D.; EICHENGREEN, Barry (Ed.). **A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform**. Chicago: University Of Chicago Press, 1993. p. 155-198. Disponível em: <<http://www.nber.org/chapters/c6869.pdf>>. Acesso em: 16 jun. 2015

IPEADATA. **Balço de Pagamentos**. 2015. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/>>. Acesso em: 11 abr. 2015.

KEOHANE, R.; NYE, J. **Power and Interdependence**. 2nd ed. Harper-Collins Publishers, 1989.

KILSZTAJN, Samuel. O acordo de Bretton Woods e a evidência histórica: O sistema financeiro internacional no pós-guerra. **Revista de Economia Política**, São Paulo, p.88-100, 1989. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/36-6.pdf>>. Acesso em: 15 jun. 2015.

KRUGMAN, Paul R.; OBSTFELD, Maurice. *Economia Internacional: Teoria e Política*. 8. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2010. 558 p

LIMA, Maria Lúcia L. M. Pádua. **Instabilidade e criatividade nos mercados financeiros internacionais: condições de inserção dos países do grupo da América Latina**. São Paulo: ED. BIENAL, 1997.

MACHADO, Daniela; OYAMADA, Aline. GRAÇA, Eduardo. O Brasil não está vulnerável. **Valor Econômico**. [online], 26 mar. 2014. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/3494264/brasil-nao-esta-entre-emergentes-com-maior-vulnerabilidade-externa-avalia-moodys>>. Acesso em: 12 jun. 2015.

MERCADANTE, Aloizio. Plano Real e neoliberalismo tardio. In: MERCADANTE, Aloizio (org). **O Brasil pós-Real: a política econômica em debate**. Campinas: UNICAMP-IE, 1998. Cap. 9. p.131-167.

MUNDIM, Rita. **Brasil: 100 comentários: política econômica, finanças e investimento sem complicações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. Disponível em < <https://books.google.com.br/> > Acesso em: 10 maio 2015.

MUNHOZ, V. C. V.; GONÇALVES, G. O. Os impactos macroeconômicos da vulnerabilidade externa do Brasil no período 1999-2011: uma investigação por meio de vetores auto-regressivos com correção de erros (VEC). In: **Encontro Nacional de economia**, 40., 2012, Porto de Galinhas. Anais... Porto de Galinhas: Associação Nacional de Pós-Graduação em Economia, 2012. Disponível em: < [http://www.anpec.org.br/encontro/2012/inscricao/files\\_I/i3-861755b7e2d3481654dba4a88de38262.docx](http://www.anpec.org.br/encontro/2012/inscricao/files_I/i3-861755b7e2d3481654dba4a88de38262.docx)> Acesso em: 17 maio 2015.

NETO, Antonio Delfim; IKEDA, Akihiro. A restrição externa da economia brasileira. In: BRESSER-PEREIRA, L.Carlos, org. (2010), **Doença Holandesa e Indústria, Rio de Janeiro**: Editora FGV: 23-38.

NETO, Mario Rubens de; ARAÚJO, Victor Leonardo de. **Instabilidade Internacional e Hegemonia: notas sobre a evolução do Sistema Monetário Internacional**. Niterói, n. 208, p.2-20, nov. 2006. Disponível em: <[http://www.uff.br/econ/download/tds/UFF\\_TD208.pdf](http://www.uff.br/econ/download/tds/UFF_TD208.pdf)>. Acesso em: 15 jun. 2015

OLIVEIRA, Giuliano Contento de; MAIA, Geraldo; MARIANO, Jefferson. O SISTEMA DE BRETTON WOODS E A DINÂMICA DO SISTEMA MONETÁRIO INTERNACIONAL CONTEMPORÂNEO. **Pesquisa & Debate**, São Paulo, v. 19, n. 2, p.195-219, 2008. Disponível em: <<http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=3288&tp=a>>. Acesso em: 04 abr. 2015.

ORENSTEIN, L.; SOCHACZEWSKI, A. C. Democracia com desenvolvimento: 1956 – 1961. In: ABREU, M. P. **A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana 1889-1989**. Rio de Janeiro; Campus, 13<sup>a</sup>. Ed. 1990, p. 171 - 196.

PEREIRA, Lia Valls. O Brasil e a agenda de reformas do Fundo Monetário Internacional. In: TOURINHO, Octavio Augusto Fontes; FERREIRA, Léo da Rocha; PAULA, Luiz Fernando de (Org.). **Os desafios atuais para a economia brasileira**. Rio de Janeiro: Uerj, 2010. Cap. 7. p. 169-202.

PERES, Samuel Costa; ARAÚJO, Eliane Cristina de. Inserção externa e desenvolvimento econômico dos BRIC no período pós-Bretton Woods. **Revista Economia Ensaios**, Uberlândia, v. 2, n. 25, p.71-100, jul. 2011. Disponível em: <<http://www.seer.ufu.br/index.php/revistaeconomiaensaios/article/download/17713/12174>>. Acesso em: 14 maio 2015.

PETRELLA, R. Globalization and Internationalization: The Dynamics of the Emerging World Order.' In BOYER, R; DRACHE, R. (eds). **States against Markets: The Limits of Globalization**, Routledge, Londres, 1996, Cap 2. p. 2-61. Disponível em <<s://books.google.com.br>> Acesso em: 12 abr. 2015.

PINHO NETO, Demosthenes Madureira *de*. O Interregno Cafe Filho: 1954-1955. In: In: ABREU, M. P. **A Ordem do Progresso: Cem Anos de Política Econômica Republicana, 1889-1989**. Rio de Janeiro; Campus, 13<sup>a</sup>. Ed. 1990. p. 154-69.

PIRES, Julio Manuel. **A remessa de lucros durante o governo Dutra: crise externa e liberalidade financeira**. In: SEMINÁRIO DE HISTÓRIA ECONÔMICA, 2., 2015, São Paulo: Fea - Usp, 2015. p. 1 - 32. Disponível em: <[http://www.fea.usp.br/feaecon/media/fck/File/Julio Pires. A remessa de lucros durante o governo Dutra.pdf](http://www.fea.usp.br/feaecon/media/fck/File/Julio_Pires_A_remissa_de_lucros_durante_o_governo_Dutra.pdf)>. Acesso em: 20 jun. 2015

RESENDE, Marco Flabio da Cunha et al. Liquidez internacional e ciclos de crescimento: o caso do Brasil. In: OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando de; BASILIO, Flávio (Org.). **Macroeconomia do Desenvolvimento: Ensaios sobre restrição externa, financiamento e política macroeconômica**. 23. ed. Recife: Ufpe, 2012. Cap. 6. p. 195-234.

RIBEIRO, Fernando J.. Balanço de Pagamentos e Vulnerabilidade Externa: evidência recente e indicadores. In: FÓRUM NACIONAL, Não use números Romanos ou letras, use somente

números Arábicos]., 2013, Rio de Janeiro. **Anais...** . Rio de Janeiro: Inae, 2013. p. 1 - 22. Disponível em: <[www.forumnacional.org.br](http://www.forumnacional.org.br)>. Acesso em: 23 abr. 2015.

ROBERTS, Richard. Por dentro das finanças internacionais: guia prático dos mercados e instituições financeiras. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2000, p. 109-111

ROSA, Luis Fernando Franceschini da. **A formação do sistema financeiro internacional do pós II Grande Guerra.** [200-]. Disponível em: <<http://www.egov.ufsc.br/portal/sites/default/files/anexos/22418-22420-1-PB.pdf>>. Acesso em: 10 maio 2015

SATO, Economia e Política das Relações Internacionais. Belo Horizonte: Fino Traço, 2012

SERRANO, Franklin. Do ouro imóvel ao dólar flexível. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 11, n. 2, p.237-253, 2002. Disponível em: <<http://www.excedente.org/wp-content/uploads/2014/11/03-Serrano.pdf>>. Acesso em: 09 maio 2015.

SERRANO, Franklin; BHERING, Gustavo. **A Restrição Externa ao Crescimento.** 2013. Disponível em < <https://franklinserrano.files.wordpress.com/2013/07/apostila-de-crescimento-e-restriccca7acc83o-externa-versc3a3o-19-07-2013.pdf>> Acesso em: 03 maio 2015.

SOUZA, Nilson, Araújo de. **Economia Brasileira Contemporânea: de Getúlio a Lula.** Atlas, São Paulo, 2007.

TEIXEIRA, R.; PINTO, E. A economia política dos governos FHC, Lula e Dilma: dominância financeira, bloco no poder e desenvolvimento econômico. **Economia e Sociedade** (edição especial), v. 21, p. 909-941, 2012. Disponível em <[www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=3238&tp=a](http://www.eco.unicamp.br/docprod/downarq.php?id=3238&tp=a)> Acesso em: 11 maio 2015.

THIRLWALL, Anthony. P. **A natureza do Crescimento Econômico: um referencial alternativo para compreender o desempenho das nações.** Brasília: IPEA, 2005. Disponível em <[http://www.economia.ufpr.br/Professores/54/Thirlwall\\_2005\\_A\\_Natureza\\_do\\_Crescimento\\_Economico.pdf](http://www.economia.ufpr.br/Professores/54/Thirlwall_2005_A_Natureza_do_Crescimento_Economico.pdf)> Acesso em: 22 jun. 2015.

TORRES, Daniela Almeida Raposo; RESENDE, Marco Flávio da Cunha. **Causação circular do crescimento das economias em desenvolvimento: uma ponte entre as abordagens evolucionária e pós keynesiana.** *Economia Política*. [online]. 2013, vol.33, n.2, pp. 240-259.

TREVISAN, Ana Lucia. **A política cambial brasileira durante a vigência do acordo de Bretton Woods: 1945-1973.** 2004. 163 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2004. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/5473/000426914.pdf?seq>>. Acesso em: 20 maio 2015.

VOGEL, Steven K. *Freer Markets, More Rules.* Ithaca NY, Cornell University Press, 1996.

WALLERSTEIN, I. **Capitalismo histórico e civilização capitalista.** Rio de Janeiro: Contraponto, 2001.

WORLD BANK. **Anual Report 2014.** Disponível em <<http://www.worldbank.org/en/about/annual-report>> Acesso em: 11 maio 2015.

YWATA, Ricardo K.. **Ordem mundial e agências de rating: o Brasil e as agências na era global (1996-2010).** São Paulo: Senac, 2012. 320 p.