

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

**GUILHERME RISSI SILVA HERMANN**

**IMPACTOS DOS CICLOS DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL NA CONTA DE  
INVESTIMENTOS DE PORTFÓLIO NO BRASIL**

Porto Alegre

2021

**GUILHERME RISSI SILVA HERMANN**

**IMPACTOS DOS CICLOS DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL NA CONTA DE  
INVESTIMENTOS DE PORTFÓLIO NO BRASIL**

Trabalho de Conclusão submetido ao Curso de Graduação em Relações Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Dr. Maurício Andrade Weiss

Porto Alegre

2021

**GUILHERME RISSI SILVA HERMANN**

**IMPACTOS DOS CICLOS DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL NA CONTA DE  
INVESTIMENTOS DE PORTFÓLIO NO BRASIL**

Trabalho de Conclusão submetido ao Curso de Graduação em Relações Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Maurício Andrade Weiss - UFRGS

---

Prof. Dr. Alessandro Miebach - UFRGS

---

Prof. Dr. Luiz Augusto Faria - UFRGS

Porto Alegre, 04 de novembro de 2021

## DEDICATÓRIA

Dedico esta monografia à minha falecida **avó, Amélia Therezinha**, pelas conversas que nunca mais voltarão, realizadas à tarde, enquanto comíamos pipocas, durante jogos da Champions League, não sem antes termos observado suas plantações cuidadas com muito amor atrás de sua casa.

## AGRADECIMENTOS

A **Deus Pai, Filho e Espírito Santo**, por princípio, pois é Ele quem me possibilita todos os meus anseios mais sinceros.

Aos meus pais, **Paulo e Rosângela**, por terem dedicado suas vidas à minha, inspirando-me que a minha ascensão irá se tornar realidade.

A minha irmã, **Paolla**, pelo exemplo de dedicação para com os estudos.

Aos meus **avós, Ilso e Eurides**, por serem espelho de amor e fidelidade a centenas de pessoas.

À minha **mulher, Renata**, pelos sonhos de toda uma vida a serem realizados.

E, por último, mas não menos importante, ao meu **orientador, Mauricio**, pela disponibilidade e paciência em todas as oportunidades que conversamos.

## RESUMO

O capitalismo é um sistema econômico que se adapta muito bem a diferentes circunstâncias e culturas, interagindo com essas para viabilizar lucro. Na fase atual, em um mundo globalizado e conectado, o fluxo de capitais se move livremente à procura das melhores oportunidades de investimentos. Este trabalho tem como objetivo geral analisar os impactos dos ciclos de liquidez internacional na conta de investimentos de portfólio no Brasil, contextualizando o cenário internacional atual, identificando a dinâmica internacional dos fluxos de capitais e compreendendo como tal dinâmica afeta o investimento de portfólio no Brasil. Trata-se de uma pesquisa bibliográfica com abordagem quali-quantitativa, cujo referencial teórico contempla diversas linhas de pensamento, com ênfase na teoria pós-keynesiana. Conclui-se que a dinâmica do fluxo de capitais incentiva investimentos no setor financeiro, conduzindo o portfólio brasileiro a criar opções que ofereçam liquidez e rentabilidade, em detrimento do setor produtivo, tornando o país dependente de tais fluxos, chegando a modificar políticas macroeconômicas para evitar a fuga de capitais, situação que é previsível quando as condições adequadas diminuírem. Uma solução para atrair capitais que é benéfica aos investidores e ao país receptor dos fluxos de capitais é criar mecanismos regulatórios que condicionem parte do fluxo de capital para o investimento no setor produtivo, como se faz em outros Estados.

Palavras-chave: Sistema capitalista. Ciclos de liquidez. Fluxo de capitais. Portfólio brasileiro.

## **ABSTRACT**

Capitalism is an economic system that adapts very well to different circumstances and cultures, interacting with them to make profit. In the current phase, in a globalized and connected world, the flow of capital moves freely in search of the best investment opportunities. This paper aims to analyze the impacts of international liquidity cycles on the portfolio investment account in Brazil, contextualizing the current international scenario, identifying the international dynamics of capital flows and understanding how such dynamics affect portfolio investment in Brazil. This is a bibliographical research with a quali-quantitative approach, whose theoretical framework includes different lines of thought, with an emphasis on post-Keynesian theory. It is concluded that the dynamics of the flow of capital encourages investments in the financial sector, leading the Brazilian portfolio to create options that offer liquidity and profitability, to the detriment of the productive sector, making the country dependent on such flows, even modifying macroeconomic policies to avoid capital flight, a situation that is predictable when the right conditions diminish. A solution to attract capital that is beneficial to investors and to the country receiving capital flows is to create regulatory mechanisms that condition part of the capital flow for investment in the productive sector, as is done in other States.

**Keywords:** Capitalist system. Liquidity cycles. Capital flow. Brazilian portfolio.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Empréstimos externos diretos de longo prazo para as empresas residentes do setor privado não bancário (2003 e 2016) em US\$ milhões.....	47
Gráfico 2 - Títulos da dívida negociados no exterior (2003 a 2016) em US\$ milhões .....	48
Gráfico 3 - Empréstimos intercompanhia (passivos) total e filial à matriz em US\$ milhões.....	48
Gráfico 4 - Empréstimos externos de longo prazo para bancos residentes em US\$ milhões.....	49
Gráfico 5 – Trajetória da dívida bruta do país.....	51
Gráfico 6 – Evolução do investimento em carteira (R\$ mi) – setembro de 2006 a novembro de 2009.....	52
Gráfico 7 – Evolução da taxa de câmbio (venda-média-mensal) – setembro de 2006 a novembro de 2009.....	52
Gráfico 8 - Evolução do investimento em carteira (R\$ mi) – agosto de 2014 a fevereiro de 2017.....	53
Gráfico 9 – Evolução da taxa de câmbio (venda-média-mensal) – agosto de 2014 a fevereiro de 2017.....	54
Gráfico 10 - Evolução do investimento em carteira (R\$ mi) – agosto de 2019 a julho de 2021.....	54
Gráfico 11 – Evolução da taxa de câmbio (venda-média-mensal) – agosto de 2019 a julho de 2021.....	55

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>9</b>
<b>1 CAPITALISMO E INTEGRAÇÃO INTERNACIONAL.....</b>	<b>11</b>
1.1 DO MERCANTILISMO AO CAPITALISMO FINANCEIRO: UMA PEQUENA SÍNTESE DESTA TRAJETÓRIA.....	11
1.2 DISTINÇÃO ENTRE OS TERMOS GLOBALIZAÇÃO, MUNDIALIZAÇÃO E INTERNACIONALIZAÇÃO.....	18
1.3 CAPITALISMO: INVESTIMENTOS E TRABALHO.....	19
<b>2 DINÂMICA INTERNACIONAL DOS FLUXOS DE CAPITAIS.....</b>	<b>24</b>
<b>3 A DINÂMICA DO FLUXO DE CAPITAIS E SEU REFLEXO NO PORTFÓLIO BRASILEIRO.....</b>	<b>36</b>
3.1 A TEORIA DO PORTFÓLIO E AS OPÇÕES DO BRASIL.....	36
<b>3.1.1 A teoria do portfólio e a criação de carteiras de investimento.....</b>	<b>36</b>
<b>3.1.2 A construção do portfólio brasileiro.....</b>	<b>39</b>
<b>3.1.3 A abertura financeira no Brasil e suas possibilidades.....</b>	<b>43</b>
3.2 O PAPEL DOS FLUXOS DE CAPITAIS NAS ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO.....	44
<b>3.2.1 Os fluxos de capitais e a dinâmica de portfólios no Brasil.....</b>	<b>45</b>
<b>3.2.2 Breve comparação entre a influência do fluxo de capitais no desenvolvimento do portfólio brasileiro e no de outros países emergentes....</b>	<b>56</b>
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>59</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>62</b>

## INTRODUÇÃO

A dinâmica do sistema capitalista tem sido objeto de estudo de especialistas no mundo inteiro, que procuram entender como acontece o fluxo de capitais entre os países e os blocos econômicos, no sentido de identificar variáveis que interfiram no processo. Governos do mundo inteiro estão atentos à movimentação em questão pelo fato que isso afeta diretamente suas políticas econômicas e fiscais, com destaque para os países emergentes, que são mais suscetíveis à entrada e saída de capitais.

No início dos anos 90, a maioria das economias periféricas ou dos chamados países em desenvolvimento, optaram por abrir suas economias e estabelecer uma política de câmbio flutuante, por acreditarem na sua capacidade de atrair novas formas de investimento e, ao mesmo tempo, dinamizarem suas economias, que sentiam os reflexos de estarem fechados para o mundo, pois durante muito tempo adotaram políticas econômicas protecionistas em relação ao seu mercado interno. O risco era grande, mas as possibilidades também.

A partir desta abertura, criou-se uma dependência maior destes países em relação ao fluxo de capitais e as políticas internas passaram a ser direcionadas para atrair investimentos externos para dinamizar sua economia. Para muitos setores, que estavam acostumados a lidar com a previsibilidade do mercado local, o choque foi muito impactante, pois a competitividade internacional costuma ser implacável quando se trata de custos e lucros. O resultado, em alguns países, foi uma crise interna que redundou em dependência do capital externo.

Com o câmbio flutuante e pouca interferência nas políticas monetárias, as políticas econômicas dos países periféricos pouco podiam fazer frente às decisões dos investidores, que podiam escolher livremente como, quando e onde investir. Desta forma, as oscilações no mercado internacional e as oportunidades de investimentos locais eram os principais aspectos que interferiam na dinâmica do fluxo de capitais.

Nos países desenvolvidos a economia é mais estável, mas as possibilidades de lucros são menores, enquanto que nos países periféricos os riscos - como um todo - são maiores, mas as possibilidades de ganhos também. Assim, em tempo de crescimento econômico, a tendência é o aumento de investimentos em Estados em

desenvolvimento, enquanto que em meio a crises, há uma fuga de capitais de tais nações, prejudicando, assim, os países que deles dependem.

Considerando essas repercussões cíclicas, o presente trabalho tem como objetivo analisar os impactos dos ciclos de liquidez internacional na conta de investimentos de portfólio no Brasil. Especificamente, o estudo visa contextualizar o cenário atual internacional, identificar a dinâmica internacional dos fluxos de capitais e compreender como esta dinâmica afeta o cenário econômico nacional brasileiro.

O trabalho consiste em um pesquisa bibliográfica de abordagem quali-quantitativa, que se utiliza de diferentes linhas de pensamento para sua construção, com ênfase na teoria pós-Keynesiana.

No primeiro capítulo, através da revisão de literatura buscou-se apresentar a contextualização do cenário atual internacional, analisando o desenvolvimento do capitalismo e as diferenças existentes entre globalização, mundialização e internacionalização. No capítulo seguinte, discorreu-se sobre a dinâmica dos fluxos de capitais, procurando entender como ocorre esta movimentação no cenário internacional; e, no terceiro capítulo, procurou-se discutir a respeito de como a dinâmica cíclica afeta o cenário brasileiro no que tange ao fluxo de investimentos e o retorno em ações.

## 1 CAPITALISMO E INTEGRAÇÃO INTERNACIONAL

A análise dos fluxos de capitais em um determinado país exige que se conheça a trajetória do capitalismo e as consequências desse processo, distinguindo-se fenômenos como globalização, mundialização e internacionalização, que podem parecer sinônimos, mas que apresentam alguns aspectos diferenciados.

Assim, este primeiro capítulo, de natureza introdutória, está focado em dois pontos principais. O primeiro deles traça a evolução do sistema econômico desde o mercantilismo até o capitalismo financeiro, evidenciando suas características e como a mudança em cada um deles criou as condições para a próxima etapa. Na segunda parte, apresenta-se uma discussão conceitual a respeito das teorias que envolvem a dinâmica atual, diferenciando-se, do ponto de vista econômico, cultural e social, os conceitos de globalização, mundialização e internacionalização.

### 1.1 DO MERCANTILISMO AO CAPITALISMO FINANCEIRO: UMA PEQUENA SÍNTESE DESTA TRAJETÓRIA

Sabe-se que o sistema capitalista possui uma evolução contínua, podendo seu desenvolvimento ser caracterizado por fases, que marcam avanços na tecnologia, nas relações entre capital e trabalho e no desenvolvimento de novas formas de acumulação. A possibilidade de obtenção cada vez maior de riquezas é uma constante dentro do capitalismo e o conhecimento acumulado do sistema de produção e comercialização impulsiona novos ciclos continuamente (IANNI, 1995).

Desde o princípio, o capitalismo revela-se como um modo de produção internacional. Um processo de amplas proporções que, ultrapassando fronteiras geográficas, históricas, culturais e sociais, influencia feudos e cidades, nações e nacionalidades, culturas e civilizações. [...] Em sua marcha pela geografia e história, influenciou decisivamente os desenhos dos mapas do mundo, com os desenvolvimentos da acumulação originária, do mercantilismo, do colonialismo, do imperialismo, do multinacionalismo, do transnacionalismo e do globalismo. Ainda que tenha sido sucessiva e simultaneamente nacional, regional e internacional, juntamente com sua vocação colonialista e imperialista, o capitalismo se torna no século XX um modo de produção não só internacional, mas propriamente global (IANNI, 1995, p. 135-6).

Pode-se classificar o desenvolvimento do capitalismo em três etapas que ocorreram de forma consecutiva: manufatureiro, o industrial e o financeiro. No

sistema de manufaturas, havia um consórcio entre os mercadores e o poder estatal no sentido de financiar grandes empreendimentos como a navegação, para poder trazer outros produtos que tornavam a economia do país mais forte. Tudo que pudesse ser comercializado ou extraído das vastas áreas dos continentes americano, africano e asiático, como ouro, prata, pimenta, açúcar, tabaco, perfumes, pérolas e demais produtos enriquecia os comerciantes e a nação-Estado. A lógica era simples: os países que possuísem maior balança comercial favorável, isto é, com mais exportações do que importações, dominavam o cenário econômico (FACHIN; SILVA, 2020).

Os aventureiros de alto mar carregavam em seus alforjes a ambição desmedida por dois valores: poder e riqueza. Fizeram da América, Ásia e África um vasto e reluzente terreno que ensejava a acumulação. Daí por diante, o capitalismo, em qualquer de suas formas, tem sido sinônimo de sucessos econômico e financeiro. Com as conquistas das grandes navegações, a descoberta e exploração das riquezas passaram a ser feitas organizadamente, possibilitando a acumulação cada vez mais intensa de riquezas em benefício dos europeus (FACHIN; SILVA, 2020, p. 306).

A manufatura, propriamente dita, consistia em criação de indústrias, favorecidas pelo capital acumulado nas grandes viagens, que produziam utensílios a partir de um grande contingente de pessoas que estavam dispostas a trabalhar nas grandes cidades, pois muitas delas haviam sido expulsas do campo pelo sistema de cercamento. Esta foi a primeira grande divisão de trabalho do sistema capitalista, com os comerciantes administrando a fábrica e os operários, em grande número, executando funções dentro do sistema produtivo. Este sistema era muito eficiente, pois conseguia aumentar a produção em grande escala, na medida em que dividia as tarefas em serviços especializados que geravam maior rendimento (HOBSBAWM, 2000).

Um dos economistas que mais contribuiu para essa mudança de postura foi Adam Smith, que conseguiu convencer os empresários de que era mais lucrativo especializar as tarefas do que manter o sistema antigo, quando o operário era responsável por todo o processo de produção. Segundo ele, com a melhora na destreza de uma determinada habilidade, o operário aumentava sua produtividade. Assim, tornava-se mais vantajoso exercer uma atividade específica, não precisando mudar de lugar ou de equipamentos para executar um trabalho diverso. E como não ia executar muitas tarefas, sua mente podia se concentrar melhor na tarefa que está

executando, descobrindo, inclusive, novos métodos de aperfeiçoar seu trabalho (SMITH, 2017).

De tal modo, seguindo a lógica de Adam Smith, quanto melhor uma pessoa executar seu trabalho específico, uma quantidade maior de trabalho poderá ser executada por um número menor de trabalhadores, diminuindo, assim, mão de obra. Quando esta capacidade aumentada é acrescentada da utilização de máquinas, que também multiplicam o trabalho individual, o resultado consiste em uma mudança profunda na maneira de gerar riquezas (SMITH, 2017).

As riquezas geradas pelo capitalismo manufatureiro, somadas com imensos recursos que provinham das colônias, permitiram o investimento em tecnologias que mudaram a face do capitalismo, inserindo-o na face industrial. A industrialização foi um período de intensas descobertas e de inovações constantes, entre as quais se destacam a máquina de fiar hidráulica, o tear mecânico e o aperfeiçoamento da máquina a vapor, que já existia no período manufatureiro e principal responsável pelo surgimento do barco a vapor e das locomotivas (HOBBSAWM, 2000).

Nesta evolução, a manufatura deu lugar à maquinofatura, em que predominavam as máquinas dentro da fábrica. Se na manufatura a operação era realizada pelo trabalhador com o auxílio de ferramentas, na maquinofatura, a ferramenta é adicionada à máquina que, por sua vez, substitui o trabalhador em sua tarefa. A função do operário, a partir deste momento, passa a ser a de controlar a máquina, ligando-a e desligando-a, regulando seu funcionamento, adicionando insumos e realizando o controle de qualidade e estoque (HOBBSAWM, 2000).

A produção em grande escala, possibilitada pela máquina, supera - em muito - o trabalho humano, tanto em sua produtividade como pelas necessidades de força e desempenho, ao lidar com grande quantidade de produtos distintos. Além disso, ao substituir o homem pela máquina, há uma redução de custo muito grande, apesar do investimento inicial nos equipamentos e nos custos com manutenção.

Percebe-se que o surgimento do capitalismo industrial consiste em uma superação do capitalismo manufatureiro, mas foi preciso que o primeiro surgisse e se desenvolvesse para criar as condições de sua própria substituição por um sistema mais avançado, que gerasse maior volume de produção e maiores lucros. Como este tipo de capitalismo exige mais espaço para vender a sua produção, o Estado Nacional, que antes era aliado dos comerciantes na proteção do mercado

interno, torna-se - agora - empecilho para a conquista de clientes no mundo inteiro, sem limites geográficos e com poucas regras, estabelecendo-se, a partir deste momento, a ideia de livre competição no mercado. Desta forma, a Revolução Industrial, que criou este tipo de capitalismo gerou uma profunda transformação no modo como se produziam bens materiais na Europa, impactando nações do mundo inteiro (FACHIN; SILVA, 2020).

Tratam-se de fases distintas do capitalismo. O capitalismo manufatureiro necessita, para expandir-se, que o mercado nacional seja unificado e que sua dominação seja garantida pelo monopólio político. É necessário que o Estado intervenha para protegê-lo nas disputas do mercado. Já o capitalismo industrial almeja a unificação de todos os mercados, independentemente de linhas geográficas, deseja para o capital a livre competição no mercado e repele qualquer tipo de intervenção estatal para reger a competição. Esta concepção capitalista tem no liberalismo sua versão política (FACHIN; SILVA, 2020, p. 308).

Costuma-se dividir a Revolução Industrial em três etapas. A primeira delas diz respeito ao período em que surgiu, na Inglaterra, no período compreendido entre 1750 a 1780, com o aparecimento de diversas máquinas e descobertas, evidenciando um período de grande desenvolvimento científico. Esta foi a fase da passagem da manufatura para o sistema fabril, com a expansão dos sistemas têxteis, metalúrgicos, siderúrgicos e de transportes, proporcionado por um novo combustível, o carvão. Nesta época, houve o crescimento do comércio internacional e do número de consumidores (CAVALCANTE; SILVA, 2011).

A chamada Segunda Revolução Industrial ocorreu a partir de 1850 e durou até 1950, período em que houve a consolidação do progresso científico e tecnológico, ao mesmo tempo em que se espalhava pelo mundo inteiro. Neste período de cem anos, surgiram inventos que permanecem até hoje, como a lâmpada incandescente, muitos dos meios de comunicação (rádio, telefone e televisão), antibióticos e vacinas, ainda com contínuos avanços. Soma-se a isso um grande progresso na utilização do aço, que permitiu a construção de máquinas, pontes e fábricas, além da notável expansão das ferrovias, da criação do automóvel e do avião, revolucionando o sistema de transportes. Também foi nesse período que novas fontes de energia surgiram, como o petróleo (que tem como derivado a gasolina e o plástico), mudando a forma como as pessoas trabalham e vivem (SILVA; GASPARIN, 2015).

Com o desenvolvimento industrial também surgiram as associações de trabalhadores, que lutavam por melhores salários, condições de trabalho e qualidade de vida. É importante citar que as novas formas de trabalho otimizaram o processo produtivo, aumentando, assim, ainda mais o rendimento proporcionado pela manufatura e tornando os produtos mais baratos. Como exemplo destas novas ideias, pode-se citar o fordismo<sup>1</sup> e o taylorismo<sup>2</sup>.

A partir de 1950 até o momento atual, vive-se a Terceira Revolução Industrial<sup>3</sup>, na qual ocorre, de forma contínua, um grande avanço em ciência, eletrônica, informática, robótica e tecnologia. Deve-se destacar, neste período, o grande desenvolvimento da engenharia genética e da biotecnologia, com a produção de medicamentos, incremento na produção agrícola e desenvolvimento de novas tecnologias produtivas em todos os segmentos do conhecimento humano. Neste período também se desenvolveram novas formas de energia, como a atômica e, mais recentemente, de fontes naturais renováveis, como a solar e a eólica, que preservam a natureza. Um marco importante desta nova época foi a conquista espacial, que pode levar o homem, no futuro, a residir fora do planeta, proporcionado pelo desenvolvimento de novos materiais mais resistentes e protetores (FACHIN; SILVA, 2020).

---

<sup>1</sup> O termo fordismo tem origem no modo como seu idealizador, Henry Ford, idealizou o sistema de produção em massa de automóveis na sua fábrica, constituído de linhas de montagem semiautomáticas, resultado de grandes investimentos em maquinários e instalações. Esta linha de produção reduziu muito o preço dos automóveis, possibilitando que grande parcela da população tivesse acesso aos veículos. O sistema fordista provocou um crescimento econômico muito grande, aumentando a qualidade de vida da população que podia ter acesso a inúmeros bens de consumo, possibilitando um desenvolvimento sem precedentes na história, apesar da visível queda de qualidade dos produtos (SILVA; FACHIN; SILVA, 2020).

<sup>2</sup> Por sua vez, o Taylorismo tem seu termo derivado do engenheiro Frederick Taylor, considerado um dos fundadores da administração científica, e consistiu, na época, em um sistema inovador de combinação de técnicas para o melhor aproveitamento da mão de obra, através da eficiência operacional das tarefas a serem realizadas. Estudos sobre o movimento do homem e da máquina nos processos produtivos dentro da fábrica permitiram racionalizar o sistema de trabalho, analisando cada aspecto do trabalho e criando formas de aperfeiçoar a maneira como estavam sendo produzidos os bens, fazendo com que os trabalhadores se adaptassem ao ritmo da máquina, como se fossem peças da mesma, aumentando a produtividade e o lucro.

<sup>3</sup> Muitos autores falam em Quarta Revolução Industrial, proporcionada pelo desenvolvimento de novas tecnologias ligadas à computação, que proporcionam mudanças cada vez mais ágeis e flexíveis, mudando constantemente a sociedade, a política, o setor público e a economia, a partir da automação, controle e tecnologia da informação, inclusive apresentando o conceito de Revolução 4.0. Este trabalho não tem o condão de debater tais proposições, mas há o entendimento de que a evolução do capitalismo tem sido cada vez mais contínua e, no atual momento, a distinção entre fases se torna cada vez mais complicada devido à velocidade da evolução (BRITO, 2017).

O período da Terceira Revolução Industrial coincidiu com a passagem do capitalismo industrial para o financeiro e com a globalização da economia, também chamada de mundialização. Nesta fase, há o crescimento exponencial da especulação financeira em torno do mercado de renda variável, no qual são negociadas ações de empresas, câmbio, juros, títulos de dívida estatal, dando origem, assim, a um sistema de movimentação financeira que não se baseia mais - simplesmente - em mercadorias físicas, mas em ativos que possuem seu valor modificado instantaneamente em bolsas de valores.

O marco desta transformação aconteceu quando as empresas dividiram parte de seu valor intrínseco, composto pela infraestrutura existente e pelo valor da marca, em ações negociadas em bolsas de valores. Com isso, toda e qualquer pessoa passou a ter a oportunidade de ser sócia de empresas com capital aberto, assim até mesmo os pequenos investidores começaram a absorver parte do lucro das companhias (LANZARINI et al., 2011).

A rentabilidade auferida no mercado de ações dá-se de duas maneiras. A primeira pelo aumento do valor individual de cada ação obedecendo às leis da oferta e procura e a segunda pela distribuição de dividendos, que é uma parte do lucro obtido pela empresa e pelo pagamento de juros sobre o capital investido, obedecendo aos percentuais máximos do lucro permitido pela legislação vigente (LANZARINI et al., 2011, p. 3).

É importante considerar que uma empresa, ao abrir suas ações no mercado de capitais, absorve uma quantidade significativa de recurso financeiro para o caixa da empresa, seja para expansão seja para quitação de dívidas, por isso é necessário entender o objetivo pelo qual a empresa está fazendo tal venda de ações ao mercado. Com as ações já em bolsa de valores, os preços das empresas oscilam diariamente com as negociações entre os acionistas, mas o valor da empresa em si não muda a todo instante, pois isso é construído no decorrer do tempo, principalmente pelo valor da marca, isto é, pela capacidade da empresa em gerar negócios e atrair clientes para os produtos e/ou serviços oferecidos<sup>4</sup> (FACHIN;

---

<sup>4</sup> O mercado de ações é movido por informações, sejam quantitativas e/ou qualitativas, relativas às companhias, aos agregados setoriais e macroeconômicos. Elas são utilizadas para avaliar o desempenho de uma ação ou do mercado como um todo. E podem ser interpretadas de inúmeras formas, resultando em comportamentos diferenciados. Uma parte das informações é regulamentada cuidadosamente pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), tendo por objetivo evitar “privilégios”. Uma das principais regras para a comunidade dos investidores é que todos recebam as mesmas informações ao mesmo tempo (FACHIN; SILVA, 2020, p. 2).

SILVA, 2020). Notícias recentes mostraram que o Facebook, plataforma de redes sociais, está valendo no mercado de capitais cerca de um trilhão de Dólares, ou seja, isso não significa que seus ativos são formados, em essência, por computadores e redes, mas pela capacidade de conectar pessoas do mundo inteiro, gerando um fluxo de informações que se transforma em mercadoria preciosa.

A compra de ações depende de capital acumulado, que geralmente tem origem nos bancos. Esses, aos poucos, tornaram-se os maiores financiadores das empresas por meio de empréstimos ou investimentos diretos, havendo, então, uma fusão do capital bancário com o industrial, constituindo-se uma complexa relação de complementaridade que se denomina de capital financeiro. Em função disso, o sistema bancário passou a influenciar significativamente as principais atividades econômicas do mundo e, da mesma forma, houve a inversão deste processo, pois as indústrias passaram a incorporar e constituir bancos diante da sua necessidade de aumentar sua capacidade de autofinanciamento (SCHERMA, 2012).

O crescimento das empresas que fundiram o capital industrial com o capital bancário o transformou em corporações multinacionais que controlam todas as etapas de produção e distribuição de mercadorias. Em um processo ainda mais avançado, tais corporações se unem para monopolizar o mercado e reduzir a concorrência. O passo seguinte é a criação de grandes conglomerados ou *holdings* que reúnem empresas de diversos ramos para expansão e diversificação dos negócios concentrando ainda mais o capital circulante no mundo (SCHERMA, 2012).

Nada disso é muito estranho quando se lembra que o capitalismo, em si, consiste em um sistema de acumulação financeira que começou com as grandes navegações e o sistema manufatureiro, passou pelas revoluções industriais e se cristalizou como um sistema financeiro indivisível, pois une a produção e a comercialização em um só negócio, chegando a vender até mesmo aquilo que ainda não foi produzido, com base na especulação (IANNI, 1995).

Aliás, a especulação é algo permanente nesta forma de capitalismo, pois projeta investimentos em uma cadeia de relações que nem sempre se concretizam. Advindo da quebra de um elo das honrarias a serem cumpridas, as crises financeiras ocorrem, como aquela que abalou o mundo em 2008, quando o mercado de imóveis dos Estados Unidos começou a apresentar sinais de inadimplência, produzindo, na sequência, a quebra de empresas do sistema financeiro e de outras

que estavam ligadas ao setor. Além disso, como o capitalismo financeiro está integrado no mundo inteiro, as consequências atingiram todo o planeta.

É a partir deste entendimento das mudanças em torno do capital que se pode entender o fenômeno da globalização, mundialização e internacionalização, à medida em que o mundo se integra cada vez mais na produção e comercialização de bens, na comunicação instantânea e em tempo real e na predominância do mercado de capitais sobre os Estados, que se veem nas mãos dos investidores, principalmente em países em desenvolvimento, como o Brasil, que dependem deles para financiar suas atividades e políticas públicas (LIMA JÚNIOR et al., 2020).

## 1.2 DISTINÇÃO ENTRE OS TERMOS GLOBALIZAÇÃO, MUNDIALIZAÇÃO E INTERNACIONALIZAÇÃO

Como os termos globalização, mundialização e internacionalização apresentam características distintas, convém fazer a distinção necessária entre seus conceitos, apesar de haver complementariedade entre tais.

O termo globalização passou a ser utilizado a partir da década de 1980, quando houve um maior desenvolvimento das tecnologias de informática e de telecomunicações que passaram a interagir para unificar o mundo inteiro. Este fenômeno foi seguido de uma queda expressiva das barreiras comerciais que ocorreram em várias partes do globo, tornando as mercadorias de todos os países mais acessíveis ao planeta inteiro. Ele pode ser entendido como resultado da maior integração econômica capitalista em um processo que envolve aspectos econômicos, políticos e sociais, gerando uma maior integração e intensificação entre os Estados. Através da globalização, empresas, governos e pessoas realizam transações, compartilham informações e há uma maior uniformidade de ideias e comportamentos (SANTOS, 2000).

A partir da globalização, cria-se - ainda hoje - empresas transnacionais que passam a atuar em todo o planeta, escolhendo regiões para as suas instalações que tenham fácil acesso às matérias-primas de baixo custo, mão de obra barata e em abundância, além de benefícios fiscais. Este tipo de globalização é chamada de globalização produtiva. Porém, existe ainda as chamadas globalizações comerciais e financeiras.

A globalização comercial consiste no maior intercâmbio de mercadorias dentro do planeta e está relacionada com a capacidade dos países em promover um maior número de exportações e importações, aumentando, assim, o PIB global. Por sua vez, a globalização financeira<sup>5</sup> consiste na integração dos mercados locais com os mercados internacionais, movimentando empréstimos e financiamentos, títulos públicos e privados, além de investimentos em nível monetário, cambial, de seguros e demais aplicações (PRADO, 2021).

A mundialização, por sua vez, é entendida como um fenômeno semelhante de interligação entre os povos, mas restrito à esfera cultural, envolvendo a maneira como as pessoas pensam e o seu modo de vida, apesar de que esses estão muito ligados ao que acontece no mundo econômico e tecnológico. Através da mundialização, há uma padronização de costumes e tendências relativas ao modo de vestimenta, fala, alimentação, consumo de produtos midiáticos, fazendo com que pessoas de diferentes culturas passem a se entender através da homogeneização cultural. A mundialização, nesse sentido, atua em parceria com a globalização no sentido de criar uma receptividade aos produtos que são comercializados no mundo inteiro (TIISEL, 2018).

De modo complementar, a internacionalização também envolve trocas econômicas, políticas, culturais, sociais, que ocorrem entre as nações, expandindo os produtos oferecidos por uma empresa ao mercado externo, ampliando, de tal modo, as fronteiras nacionais. Assim, por exemplo, um produto local, como a erva-mate, pode se tornar, a partir da sua exportação, objeto de consumo no mundo inteiro (DREIFUSS, 1996).

Um conceito importante a ser acrescentado neste estudo é o de imperialismo, entendido por Lênin como uma fase superior do capitalismo, na qual há uma intensificação da concentração e centralização do capital, que gera um aumento quantitativo da produção e muda o caráter qualitativo da relação com o trabalho, na

---

<sup>5</sup> De acordo com Chesnais (1996), a globalização financeira ocorreu em três etapas. A primeira delas teve início com a derrubada do sistema de Bretton Woods (que tinha como objetivo promover a cooperação internacional, facilitar o comércio entre os países, estabilizar o câmbio e estabelecer um programa multilateral de pagamentos) com o conseqüente surgimento do mercado de eurodólares e o endividamento de países desenvolvidos. A segunda etapa iniciou com a adoção de uma política monetária restritiva dos EUA e Inglaterra, expansão da securitização das dívidas públicas, flexibilização dos investimentos de capitais e das taxas de juros e aumento de ativos em fundos coletivos de investimento. A terceira etapa veio com o aumento expressivo das atividades de câmbio e a entrada de países emergentes.

medida em que intensifica a produção com o auxílio da tecnologia e exige um menor número de trabalhadores, aumentando o desemprego estrutural (HARVEY, 2004).

Com o imperialismo, há uma grande concentração de empresas que se apropriam das pequenas e médias organizações, ultrapassando a era concorrencial que era característica do capitalismo em sua fase inicial. Assim, apenas um pequeno número de empresas é que detém e centraliza o comércio em escala mundial, asfixiando economicamente todos aqueles que não detém recurso e tecnologia. Uma das características deste novo sistema, que passou a dominar o mundo na transição do século XIX para o XX, é a concentração do capital bancário com o capital industrial, que geraria o capital financeiro (HILFERDING, 1985)

No que diz respeito à estreita relação existente entre os bancos e a indústria, é precisamente nesta esfera que se manifesta, talvez com mais evidência do que em qualquer outro lado, o novo papel dos bancos. Se o banco desconta as letras de um empresário, abre-lhe conta corrente, etc., essas operações, consideradas isoladamente, não diminuem em nada a independência do referido empresário, e o banco não passa de um modesto intermediário. Mas se essas operações se tornam cada vez mais frequentes e mais firmes, se o banco “reúne” nas suas mãos capitais imensos, se as contas correntes de uma empresa permitem ao banco - e é assim que acontece - conhecer, de modo cada vez mais pormenorizado e completo, a situação econômica do seu cliente, o resultado é uma dependência cada vez mais completa do capitalista industrial em relação ao banco (LENIN, 2011, p. 152).

Um fenômeno decorrente do imperialismo é a exportação de capitais que, concentrado em poucas e gigantescas empresas, cuja origem são os países mais avançados, incidindo no aumento da riqueza mundial ao financiar o desenvolvimento das nações periféricas, sempre de acordo com seus interesses comerciais, mas explorando a mão de obra local. Este acontecimento gerou uma dependência muito grande destas fontes de investimento que se mantém até o momento, agora na forma de fluxos de capitais (HARVEY, 2004).

### 1.3 CAPITALISMO: INVESTIMENTOS E TRABALHO

A ideia de um capitalismo monopolista em âmbito mundial já havia sido sinalizada por Marx, que afirmou ser tal um sistema de processo civilizatório global que iria invadir todo o planeta e envolvê-lo em um intercâmbio entre os Estados, criando as bases de um novo mundo, destruindo e recriando novas formas sociais de trabalho e de viver. Ainda que o filósofo não pudesse entender todas as

complexas transformações que assolariam a Terra, ele tinha claro que haveria, inevitavelmente, uma sociedade global como decorrência da expansão do capitalismo, ou seja, um estágio superior do próprio imperialismo (LIMA JÚNIOR et al., 2020).

Para que pudesse ocorrer a mundialização, foi necessário que houvesse um período ininterrupto de acumulação de capitais, ao mesmo tempo em que aplicavam teorias chamadas de neoliberais, de privatização e desregulamentação, abrindo espaço para a livre circulação de capitais. Isso foi possível mediante à divulgação de que a propriedade privada era capaz de regular o mercado e fornecer todas as necessidades da população, acabando com o protecionismo estatal, gigante e inoperante, que dificultava as perspectivas de desenvolvimento (OLIVEIRA, 2015).

O neoliberalismo tem sido uma espécie de releitura atualizada do liberalismo a partir das concepções econômicas neoclássicas. Trata-se, pois de uma determinada visão social do capitalismo a partir da ótica dos capitalistas, portanto, da burguesia. Assim, tornou-se um conjunto de ideias capitalistas de políticas e economia fundadas principalmente na não participação do Estado na economia e, na liberalização total do comércio (mercado livre) em nível mundial. Enfim, defende a livre circulação de capitais internacionais, abertura das economias nacionais para a entrada de multinacionais, a implantação de ações que impeçam o protecionismo econômico, adoção de política de privatização de empresas estatais etc (OLIVEIRA, 2015, p. 230).

As políticas neoliberais foram responsáveis pela venda de grandes fortunas públicas aos conglomerados privados, nas chamadas privatizações, destituindo décadas de fortalecimento dos Estados, que criaram empresas públicas de cunho social capazes de gerar renda e oferecer benefícios à população. A estratégia consistia, com o apoio de governos locais, em diminuir a sua estrutura justificando a transferência para a iniciativa privada como forma de melhorar a oferta de bens e serviços, o que efetivamente aconteceu. Tal prática ainda se verifica em países que não tiveram processos completos de privatização, como o Brasil (FREITAS; BARBOSA, 2014).

Os defensores da política de privatização criaram o conceito de Estado mínimo, ou seja, que os governos locais reduzissem a inchada máquina pública para atender somente necessidades essenciais da população, como educação, saúde e segurança. Contudo, mesmo esses serviços, em determinadas regiões do globo, também estão na lista dos conglomerados, pois o capitalismo - principalmente o financeiro - utiliza de tudo para a obtenção de lucro (FREITAS; BARBOSA, 2014).

Os processos de desmantelamento do aparato estatal estão em sintonia com a ideia de globalização, pois tais veem o mundo como um grande mercado a ser explorado. Assim, os investidores não têm pátria, religião ou qualquer ligação emocional com a população e região a ser impactada pelos seus projetos. O que importa, realmente, é saber onde é melhor investir e com quem se pode contar para tornar mais lucrativa a operação. Os países que recebem esses investimentos dependem, em última esfera, do mercado financeiro internacional que apenas a ameaça de fuga de capitais pode mudar toda a configuração política-econômica local. Os grandes investidores, representantes do capitalismo financeiro mundial, são os verdadeiros governantes, pois podem abalar a conjuntura dos líderes políticos locais.

Algumas características desta mundialização podem ser apontadas para melhor entender o processo. Há um mercado global que converge o mundo em uma zona de produção e de trocas, isso significa dizer que tudo que é produzido aqui no Brasil pode ser comercializado em qualquer parte do planeta, estando sujeito aos preços e condições que o mercado internacional impor. A maior ou menor procura por um produto local vai depender das condições em que ele é produzido, pois existem certas exigências ou padrões internacionais para determinadas categorias de produtos e também das circunstâncias ocorridas nos demais países (OLIVEIRA, 2015).

Este mercado global é influenciado por empresas internacionais que determinam a concepção, produção e distribuição de seus produtos e serviços. Assim, caso seja mais lucrativo, do ponto de vista produtivo e logístico construir uma fábrica na China, em função do custo da mão de obra e das isenções tributárias, esta será a escolha das grandes corporações que se movimentam no mundo inteiro em busca de oportunidades, considerando todas as opções de investimento e retorno (FACHIN; SILVA, 2020).

As empresas globais também se beneficiam da fraca regulamentação internacional sobre suas atividades, pois não existe um mecanismo de regulamentação que permita coordenar ou controlar, no mundo inteiro, a interdependência econômica e política, ou seja, existe um mercado global, mas não há um ordenamento jurídico capaz de normatizar ou coibir as ações de empresas, apenas a força limitada dos Estados no âmbito internacional. Apesar da existência

da Organização Mundial do Comércio (OMC), esta se limita apenas a mediar acordos comerciais entre nações e blocos econômicos, mas não entre corporações privadas. Alguns países já tentaram multar algumas empresas multinacionais, tendo como base a manipulação de mercado por meio de monopólio, mas os resultados, do ponto de vista do montante de capital penalizado, são insignificantes e não conseguem conter o avanço das empresas em questão. Além disso, seu imenso poder pode protelar decisões em tribunais por muito tempo, inviabilizando, de tal forma, ações judiciais (FACHIN; SILVA, 2020).

Como neste modelo o que importa é obter o máximo de lucro no mínimo tempo possível, o capital financeiro, que não possui fronteiras, locomove-se com imensa facilidade e rapidez, sustentado pelas inovadoras tecnologias, que permitem a transferência imediata de qualquer volume financeiro em questão de segundos, para as diferentes regiões do planeta de acordo com os interesses dos investidores (OLIVEIRA, 2015).

Alguns autores defendem a ideia de que este processo de mundialização deva ser contido de alguma forma, pois seu ritmo acelerado, desordenado e mal regulado aumenta os riscos de maior desigualdade e exclusão social, adotando o pressuposto de que a eficácia econômica não deve estar somente a serviço dos mercados, mas também do bem social, havendo necessidade de uma maior interação entre seus interesses e aqueles das populações atingidas (OLIVEIRA, 2015).

De acordo com este pensamento, a ética vigente no mercado financeiro deveria ser substituída pela ética direcionada ao ser humano, pois o sistema capitalista não possui uma vertente humanitária e sua única preocupação consiste em estabelecer a lógica de mercado, passando por cima de fronteiras geográficas, históricas, culturais e sociais, influenciando cidades e nações, culturas e civilizações, criando uma forma de pensamento predominante, que é - ao mesmo tempo - nacional, regional e internacional. Trata-se, pois, de um processo civilizatório que se dissipa por todo o planeta promovendo um intercâmbio universal e alterando as formas sociais de vida e trabalho (FREIRE, 1997).

Desta forma, tudo que é local ou regional se torna global, como o hábito de fazer refeições no sistema *fast food* ou de acessar redes sociais para fins de socialização, passando a fazer parte de um mesmo quadro de referência, no qual

relações, processos e estruturas são inculcados nas pessoas de uma forma homogeneizada, adquirindo novos significados e novas conotações diante do que é oferecido. Os efeitos da mundialização se tornam cada vez mais evidentes, pois a sociedade global se transforma em um grande mercado de coisas, gentes e ideias, de ilusões, possibilidades e realizações, homogeneidade e heterogeneidade, obsolescências e novidades, assim o mundo se transforma em um território de todos (FACHIN; SILVA, 2020).

Porém, o processo de acumulação em nível global não poderia ocorrer se não houvesse uma aliança com setores do empresariado nacional, havendo necessidade de favorecer também os interesses locais neste processo de expansão. Desta forma, interesses locais também devem ser objeto de avaliação quando uma grande corporação decide intervir economicamente em um território, pois seus aliados nacionais serão úteis para gerar a conformação política e jurídica no território a ser conquistado (IANNI, 1995).

Como o sistema capitalista está sempre à procura de maiores lucros, conglomerados empresariais conseguiram flexibilizar as relações de trabalho, diminuindo alguns direitos conquistados pelos trabalhadores, mas possibilitando maiores oportunidades de empreendedorismo individual. Nas empresas, o modo de configuração de trabalho também mudou, pois as necessidades do mercado mundial funcionam de forma intermitente para cumprir seus objetivos, criando situações em que o empregado está permanentemente conectado, não havendo mais a separação entre trabalho e família, processo que foi facilitado pelo desenvolvimento da tecnologia da informação (SÁ, 2016). Esta realidade se acentuou pelo advento da pandemia do Covid-19 pelo fato de transferir, obrigatoriamente, parte das atividades executadas em meios públicos e privados para dentro de casa, o chamado *home office*.

É preciso salientar que o desenvolvimento tecnológico, apesar de seus amplos benefícios, continua gerando desemprego, em nome da eficiência produtiva, em muitos setores da economia, causando a diminuição progressiva de trabalhadores em algumas funções ou a extinção gradativa do exercício profissional. Em muitos países, organizações da sociedade civil têm retardado o processo em questão, mas é visível a preponderância da força do capital sobre as populações, pois sua ação é de difícil contestação (SÁ, 2016). Assim sendo, milhares de pessoas

tentam a sorte em outros locais, principalmente nos Estados Unidos da América e na Europa, estimulando uma onda migratória em direção aos países mais desenvolvidos (ACNUR, 2019).

## **2 DINÂMICA INTERNACIONAL DOS FLUXOS DE CAPITAIS**

Com o mundo globalizado, reflexo da revolução que ocorreu no meio científico, econômico e tecnológico, o globo se tornou um só e grande mercado, mesmo que haja fronteiras geográficas e constituições nacionais, pois dezenas de países e todos os blocos econômicos fazem parte da uma aldeia global de transações econômicas.

Esta mundialização envolve todos os setores da sociedade, sejam eles econômicos, políticos, sociais, consolidados por um sistema informacional que conecta, corporações, entidades, investidores, nações e organizações não-governamentais em um fluxo constante de capitais, mercadorias, pessoas. São os chamados fluxos da sociedade global que se movimentam dentro desta cadeia interconectada, materializando a globalização no espaço geográfico.

Entre os diferentes fluxos globais que acontecem diariamente, é de interesse - para o presente trabalho - entender como acontece a dinâmica dos fluxos do mundo financeiro, através do qual há o trânsito de capitais, empresas, investimentos e mercadorias. O fluxo de capitais dentro do âmbito financeiro consiste no conjunto de moedas transacionadas no mundo inteiro através dos dispositivos informáticos (CARVALHO, 2014).

Para entender melhor este processo, deve-se retomar alguns conceitos básicos. Como foi dito no capítulo anterior, a fase atual é chamada de capitalismo financeiro como resultado da fusão entre o capital bancário e o capital industrial. Assim, torna-se necessário aprofundar o conceito de capital.

Economicamente falando, o capital pode ser entendido como qualquer ativo capaz de gerar um fluxo de rendimentos através de sua aplicação na produção em um determinado período de tempo, podendo ser formado por bens, dinheiro, estoque e investimentos financeiros que podem ser aplicados para gerar riqueza. Assim, o conjunto de bens duráveis que são necessários para realizar o processo produtivo, como as instalações e as máquinas das empresas, é chamado de bens

de capital ou bens de produção. Quando o capital é formado por títulos e outras formas de derivativos, ele pode ser chamado de capital financeiro. Quando é formado por fatores ligados à produção, ele pode ser chamado de capital produtivo (BELLUZO, 2013).

Para os economistas clássicos, o capital consiste em um dos três fatores necessários para a produção de um bem, somados com a terra e o trabalho. Ele é considerado um fator de produção pelo fato de poder ser utilizado na elaboração de outros produtos. Consiste em um recurso disponível para ser investido dentro da cadeia produtiva e, desta forma, gerar novas mercadorias para serem revendidas no mercado (GIACOMELLI, 2017).

As formas mais comuns de capital, ainda sob o ponto de vista da economia clássica, consistiam na estrutura disponível para a produção, como os edifícios que funcionavam como fábricas, as ferramentas e máquinas que eram utilizados no processo produtivo e os veículos que transportavam o que era produzido<sup>6</sup>. Esta noção foi sendo ampliada gradativamente e, a partir de meados do século passado, outras formas de capital passaram a ser consideradas, como o capital humano, a propriedade intelectual e os investimentos, que consistem no tema do presente estudo.

Para os economistas clássicos, o investimento consiste na capacidade de gerar aumento ou acumulação de capital<sup>7</sup>. Neste sentido, os bens devem ser produzidos para a produção de outros bens e não para consumo imediato, constituindo-se em meios de produção, gerando uma poupança acumulada que poderá ser utilizada em outros investimentos. A acumulação de capital consiste na ação de acumular objetos de valor e riqueza através de sua concentração. Por capital, pode-se entender os bens financeiros ou o dinheiro investido com o

---

<sup>6</sup> David Ricardo, economista clássico, dividiu o capital em fixo e circulante. Para este autor, o capital fixo é aquele que se consome em um ciclo de produção correspondendo ao ativo fixo de uma empresa, como os edifícios, máquinas e equipamentos. Por sua vez, o capital circulante é aquele que será utilizado como capital de giro para financiar as despesas operacionais como matérias-primas, salários, combustíveis, energia e demais itens relativos à produção.

<sup>7</sup> Os economistas clássicos limitavam o enriquecimento à produção de mercadorias, posto que o ser humano tem necessidades crescentes advindas do seu desejo de progredir e, por isso, também são crescentes as demandas do mercado consumidor, o que resulta em expansão da necessidade de trabalho com a sua divisão ou especialização. Para estes pensadores, as necessidades, o interesse individual e a disposição do ser humano às trocas é que aumentam a produtividade e, conseqüentemente, as condições materiais da produção (PESSOTI; PESSOTI, 2017).

propósito de gerar mais recurso que se acumula através da poupança<sup>8</sup> (GIACOMELLI, 2017).

A poupança é conhecida por ser a parte da renda que não é consumida hoje para ser utilizada futuramente, recebendo-se uma “recompensa” por isso. Segundo a teoria clássica, essa recompensa é a taxa de juros, ou seja, um excedente de recursos a ser recebido no futuro em detrimento do sacrifício de não consumir no presente, sendo a poupança uma função da taxa de juros. Além de consumir, é possível investir esses recursos tendo em vista retornos positivos no futuro (CARVALHO, 2014, p. 11).

A teoria marxista também contribuiu para se entender melhor o conceito de capital. De acordo com tal forma pensamento, ao investir na força de trabalho, o empresário está fazendo uso do capital variável, que é utilizado para pagar os trabalhadores e extrair de sua atividade o lucro, que é chamado de mais-valia. É chamado de capital variável porque depende da quantidade de pessoas que serão contratadas e do número de horas que serão exercidas para criar um novo valor. O capital constante, em Marx, equivale ao capital fixo dos economistas clássicos, ou seja, máquinas e investimentos imóveis. Assim, qualquer reposição de um equipamento danificado, depreciado ou obsoleto entra nos cálculos do capital constante (BELLUZO, 2013).

Na visão de Marx, a produção é afetada por condições históricas, de maneira que uma determinada forma de produção determina o consumo, a distribuição e a troca e as relações desses fatores entre si (...). Uma vez que estão limitados à aparência das relações de produção no sistema capitalista, os autores clássicos não conseguem reconhecer o comportamento humano como resultado não apenas de elementos da natureza humana, mas também de elementos sociais e históricos que condicionam e determinam o comportamento dos indivíduos (PESSOTTI; PESSOTI, 2017, p. 235).

Para compreender o capital, do ponto de vista clássico, é necessário considerar que ele é, ao mesmo tempo, um fator de produção (utilizado para gerar mercadorias), mas também um produto da economia (gerado através de sua acumulação na forma de poupança). Assim, a capacidade de poupar, isto é, separar uma parte do lucro para ser novamente reinvestido, é o fator determinante para os investimentos. Neste momento, cria-se um ciclo entre acumulação de capital,

---

<sup>8</sup> “A sociedade analisada por Smith é uma sociedade de trocas de mercadorias, sendo o trabalho considerado a medida do valor de troca dessas mercadorias. Mais ainda, o trabalho é a fonte primaz de valor” (PESSOTTI; PESSOTI, 2017, p. 230).

poupança, investimento e geração de mais capital, ou seja, a base do sistema capitalista. Soma-se a isso, a capacidade de se gerar mais capital através de um processo especulativo sem precisar passar pelo processo produtivo, por meio do pagamento de juros ou demais formas de remuneração para os portadores de ativos financeiros. Assim, da economia real, baseada naquilo que se é capaz de produzir, cria-se uma economia artificial, especulativa, que movimenta muito mais dinheiro e mercadorias do que realmente está circulando no mundo, gerando riscos para seus investidores (PELUZZO, 2013).

Pode-se voltar ao conceito de ações, que foi explicado no capítulo passado, para entender melhor o que é capital especulativo. Quando uma empresa abre seu capital no mercado, ela delimita - por princípio - um valor para cada ação, ou seja, para cada fragmento de seu capital, contudo, após tal abertura, as ações passam a ser comercializadas nas bolsas de valores, nas quais os fatores de oferta e demanda de compra determinam os preços das negociações. As ações podem aumentar ou diminuir de preço de acordo com as oscilações presentes no ramo de atuação da empresa ou, até mesmo, por decisões governamentais, conjunturas políticas, desastres ambientais, percepção dos investidores (LIMA JÚNIOR et al., 2020).

Vários desses fatores interligados podem criar uma falsa sensação de que a empresa emissora das ações está em grande período de ascensão, levando os investidores à compra de muitas cotas de tais ações para serem revendidas no futuro, quando - de acordo com especulações de passado recente - estarão mais valorizadas. Um exemplo claro disso ocorreu, por volta dos anos 2000, com as empresas que atuavam no setor de tecnologias ligadas à Internet, para as quais se previa um crescimento muito grande em pouco tempo, gerando, assim, uma bolha especulativa. Quando o efeito de suas atividades não ocorreu de acordo com o esperado, muitas delas foram vendidas, outras quebraram ou entraram em processo de fusão, diminuindo, de tal modo, seu valor de mercado rapidamente, o que levou à perda de investimentos.

Pode-se até pensar que isso ocorre somente nas grandes economias, mas o fato é que, no sistema capitalista, a especulação é uma característica de qualquer mercado, seja ela internacional, regional ou local. Foi o que aconteceu em 2008, quando empresas especializadas em hipotecas - nos Estados Unidos - foram vítimas

da inadimplência de seus clientes, ocasionando, de tal modo, uma das maiores crises em âmbito global do capitalismo.

Para os marxistas, a crise constitui em uma característica inerente ao sistema capitalista, pois ela deriva da distância que existe entre o sistema produtivo e o especulativo. Como, até meados do século passado, a economia se baseava na livre concorrência, fruto do modelo liberal, não havia nenhum sistema de intervenção capaz de prever, evitar ou minimizar seus efeitos, toda crise derivada do sistema especulativo gerava efeitos negativos ao processo econômico.

Isso fez com que se repensasse a atuação do Estado como regulador da economia, a partir do pensamento de Keynes. É importante lembrar que, para os economistas clássicos, a economia se autorregulava pela lei da oferta e da demanda, ou seja, a produção era capaz de criar o seu próprio consumo. Keynes, ao contrário, não acreditava que a produção contínua de mercadorias encontraria mercado disposto ao consumo em todos os momentos, pois em tempos de recessão - como as guerras - não haveria consumidores suficientes para garantir o pleno emprego dos fatores de produção, devido ao que ele chamava de “entesouramento” das poupanças, havendo necessidade de intervenção do Estado para regular a economia.

Para Keynes, a economia capitalista se caracteriza enquanto uma economia monetária da produção. Nela, os processos de decisão envolvem incerteza, no sentido forte e não probabilístico do termo; a moeda importa no processo de decisão de gasto dos agentes econômicos e concorre com os demais ativos; há hierarquia entre agentes livres; e o tempo importa. No contexto dessa economia, que é de trocas generalizadas, a moeda é demandada por si própria, por ser socialmente aceita como Dinheiro e ter reserva de valor, uma vez que ela é meio de troca, unidade de conta e meio para a definição de contratos. Nessa economia, então, há demanda por moeda não apenas pelo Motivo Transação, mas, também, pelo Motivo Precaução, Especulação e *finance* para investimento (SOUZA, 2021, p. 10).

Salienta-se que o objetivo de Keynes não consistia em destruir o sistema capitalista, mas aperfeiçoá-lo de modo a unir as funções do Estado com a liberdade individual, no sentido de equilibrar o mercado. Dessa forma, a partir das ideias do economista em questão, os governos passaram a interferir na economia como organismos regulatórios com a finalidade de evitar os resultados desastrosos das crises financeiras. Essas, como em Marx, são consideradas, para Keynes, como inerentes ao sistema capitalista, mas possuem a capacidade de serem

administradas, por meio do Estado. Foi, assim, que a crise de 2008, citada acima, foi bem menos impactante que a de 1929, quando predominava o livre mercado.

Na abordagem keynesiana, o principal papel do Estado na economia, comum a qualquer nível de desenvolvimento, é apoiar a decisão empresarial de produção e investimento. A principal diferença entre a ação estatal em economias desenvolvidas e em desenvolvimento está na extensão desse apoio. Em ambos os casos, o Estado deve agir para garantir que o nível adequado de demanda agregada será mantido, de forma a assegurar a realização de lucros suficientes na economia para compensar a produção e o investimento. Não cabe ao Estado, em princípio, escolher o que será produzido, nem muito menos empreender o esforço produtivo ao invés do empresariado privado (LOPES; CARDIM; 2009, p. 52).

Todo o entendimento a respeito do funcionamento do capitalismo se torna necessário para entender como ocorre o fluxo de capitais no mundo inteiro. Como foi visto acima, o capital acumulado em qualquer atividade, seja ela produtiva ou especulativa, possui necessidade de se expandir, pois essa é uma característica do sistema. Assim, os investidores estarão sempre à procura de oportunidades para maximizar seus ganhos, gerando o que se entende por fluxo de capitais, que sempre existiu, mas que foi beneficiado pela abertura econômica, pelo intercâmbio global e pelo desenvolvimento de tecnologias de informação.

Até o século passado muitas economias eram consideradas fechadas, pois tudo que produziam era destinado ao mercado interno ou a algumas nações com quem mantinham maior relacionamento econômico. Este era um modelo que visava proteger internamente os países da influência e da concorrência estrangeira, sendo comum a política de taxar produtos externos e subsidiar mercadorias produzidas localmente.

A abertura econômica, por sua vez, consiste em gerar um maior grau de liberdade aos agentes financeiros para que interajam com o resto do mundo, promovendo a integração das economias dentro de um sistema competitivo, ampliando o fluxo de capitais internacionalmente. De acordo com esses pressupostos, qualquer forma de abertura financeira geraria crescimento econômico e bem-estar, pois possibilitaria que capitais estrangeiros se somassem ao capital nacional no desenvolvimento do país. Assim, os fluxos de capital complementariam a poupança doméstica, reduzindo o custo do próprio capital, e estimulando o crescimento do PIB *per capita*. Porém, é preciso alertar que, se a abertura de

mercado não for considerada eficiente, não irá atrair investidores e deixará de propiciar crescimento econômico, que é o seu maior objetivo (SOUZA, 2021, p. 14).

O processo de abertura econômica pode ser explicado, pelos economistas, por meio de um conjunto de fórmulas e equações, mas, para o presente estudo, importa saber que os investidores estrangeiros veem em tal processo uma forma de lucrar com as diferenças existentes entre as taxas de juros do mercado nacional e internacional. Por sua vez, o país que abre sua economia tem como objetivo atrair capitais desses investidores para acelerar seu desenvolvimento. Porém, é preciso que os investidores atentem para as características presentes nesses países:

Economias em desenvolvimento, por sua vez, diferenciam-se de economias desenvolvidas, entre outras características, pela existência de lacunas importantes em sua estrutura produtiva. Nelas, vários setores importantes para a determinação das possibilidades de crescimento estão ausentes, ou existem em extensão insuficiente para garantir o crescimento sustentado. Além disso, economias em desenvolvimento exibem fontes de fragilidade em escala muito mais ampla que economias desenvolvidas, particularmente no front externo, isto é, em seu balanço de pagamentos. Nessas economias, também as instituições tendem a ser mais fracas, muitas vezes com legitimidade limitada. Por todas essas razões, a responsabilidade do Estado tende a ser maior nas economias em desenvolvimento, o que se reflete, por exemplo, na implementação de políticas industriais mais ativas e na liderança na implementação de processos modernizantes, seja das instituições, seja do próprio equipamento produtivo da economia (LOPES; CARDIM; 2009, p. 53).

É importante ressaltar que a abertura financeira não provoca somente resultados positivos, pois a economia do país está sujeita às oscilações do mercado internacional, tendo que se reinventar nos processos produtivos com a intenção de permanecer competitiva. Além disso, tal abertura condiciona os preços das mercadorias aos níveis extra-territoriais, geralmente cotados em Dólar, proporcionando, em alguns casos, problemas internos, como os atuais preços do petróleo.

Os países que adotam processos de abertura econômica passam a sofrer situações de conflito entre os interesses internos e externos, visto que a produção local tem a tendência de deixar de ser protegida, devendo melhorar a sua capacidade de relação com o mercado internacional. Muitas empresas nacionais podem falir ou serem incorporadas por empresas multinacionais, mas o efeito também é reverso, na medida em que empresas nacionais também podem investir em outros países, como resultado da mundialização.

Outro processo a ser analisado no fluxo de capitais é a adoção de moedas com maior ou menor poder de negociação. A adoção de uma moeda única, como foi o caso do Dólar, ou de um conjunto de moedas fortes facilitou as negociações entre os países e proporcionou um número maior de trocas em função desse denominador, mas condicionou os países de moedas fracas a adotarem o padrão internacional (SOUZA, 2021). Convém ressaltar que a hierarquia de moedas depende de fatores geopolíticos e geoeconômicos, entre os quais:

As distintas moedas nacionais têm usos e status diferenciados na economia mundial, gerando padrões igualmente diferenciados na demanda por essas moedas e nos fluxos de capitais que entram e saem dos países em questão. (...) essa diferença no posicionamento das moedas no Sistema Monetário Internacional (SMI) constitui o elemento central de explicação das peculiaridades verificadas no comportamento das taxas de câmbio e juros e, ao fim, na condução da política econômica dos diversos países, tendo influência, portanto, sobre as possibilidades de desenvolvimento econômico desses países (DE CONTI; PRATES; PHILON, 2014, p. 372).

Outro fator que demanda os investimentos estrangeiros consiste na capacidade local de conduzir o processo econômico quando se leva em conta a atuação dos governantes e da própria economia do país propenso a receber investimentos. Na análise, são levados em consideração as políticas macro e microeconômicas, a capacidade de sustentabilidade, a visão que se tem de quem comanda o país e seu viés ideológico, a relação entre ativos e passivos, a quantidade de reservas cambiais, a taxa de juros e a forma como interferem no mercado de ações. Nesse sentido, a boa condução da economia associada com argumentos favoráveis seria facilitadora da ampliação econômica do país ao cenário externo (SOUZA, 2021).

Também é importante citar que os investidores levam em conta os ciclos de liquidez, ou seja, em que situação está o volume das transações financeiras mundiais, pois, quando tais ciclos estão em ascensão, a percepção de risco é menor e há preferência a investimentos nos países em desenvolvimento. Porém, quando acontece o contrário, a tendência é de investimento nos países mais estáveis, ou seja, nos desenvolvidos. No entanto, como foi dito antes, o volume dos fluxos de capitais depende de outras variáveis, como a condução da política econômica, o nível de maturidade do mercado, a taxa de juros e os condicionantes institucionais (SOUZA, 2021).

Quando se falou do entendimento dos economistas clássicos sobre o que era necessário para investir, citou-se a poupança como condição básica para novos investimentos, considerada como o aporte necessário para produzir mais capital, a partir de uma acumulação primitiva. Porém, tal pensamento foi superado pela ideia pós-keynesiana.

Primeiro, é preciso considerar que a decisão de investimento, por si só, já é geradora de renda, uma vez que a aquisição de máquinas e equipamentos provoca a produção no setor de bens de capital e gera um fluxo de salários e lucros para este e demais setores (multiplicador do emprego). A parte não consumida da renda gerada é a poupança, que necessariamente se iguala ao investimento (em qualquer momento dos ciclos do processo multiplicador) (SOUZA, 2021, p. 11-2).

Assim, por esse motivo, o investimento não prescindirá de uma poupança prévia, pois a própria decisão de investir será responsável pela geração da poupança, como afirma Keynes:

[...] o “financiamento” [*finance*] constitui, essencialmente, um fundo rotativo. Não emprega poupança. É, para a comunidade como um todo, apenas uma transação contábil. Logo que é “usado”, no sentido de ser gasto, a falta de liquidez é automaticamente compensada e a disposição temporária está de novo pronta a ser usada mais uma vez (KEYNES, 2010, p. 94).

Além disso, é preciso considerar que o investimento aqui assume um triplo caráter: de gasto, de poupança e de renda, como afirma o autor abaixo:

[...] sendo o investimento um gasto e a poupança uma renda – o resíduo da renda total sobre o consumo –, o investimento não só tem de ser contabilmente igual à poupança – já que também ele é por hipótese igual à renda menos o consumo –, mas determina unilateralmente a poupança. Em outras palavras, a poupança está sempre – e não apenas em supostas situações de equilíbrio – “condenada” a ser igual ao investimento (POSSAS, 2015, p. 76).

Conclui-se, seguindo o pensamento de Keynes, que o nível de poupança deixou de ser um fator limitante para os investimentos, estando este mais relacionado com a decisão dos bancos em liberar crédito. Pode faltar poupança, mas não faltará crédito.

O ponto de partida é o mesmo: em uma economia empresarial, o crescimento resulta principalmente da decisão de investimentos por parte

das empresas. Se essas decisões não eram tomadas na dimensão necessária para sustentar o crescimento, seria porque nessas economias não se conseguia gerar os incentivos adequados ou porque os meios financeiros e materiais para a sua concretização não estavam disponíveis no volume necessário (LOPES; CARDIM; 2009, p. 52).

Atualmente, a maioria dos países em desenvolvimento se beneficiam de investimentos dos países ricos, pois há estímulo na economia e aumento do padrão de vida da população dessas regiões. Para os países desenvolvidos, os benefícios desse maior fluxo de capital decorrem da diversificação das carteiras de investimento e do risco envolvido. Porém, alerta-se para o fato de que uma rápida retirada de tais investimentos pode causar expansão monetária, pressões inflacionárias, depreciação da moeda doméstica e déficits em conta corrente, o que deixa a economia mais vulnerável a choques externos, pois a interrupção de recursos força um ajustamento na conta corrente do balanço de pagamentos e na taxa de câmbio (FRANZEN et al., 2009).

Embora os países periféricos, como o Brasil, tenham gerado a abertura econômica para atrair investidores por meio do fluxo de capitais, essa política nem sempre é benéfica, pois há uma tendência de elevar a vulnerabilidade do país, pois os detentores do oriundo recurso internacional podem interferir no destino das políticas macroeconômicas internas. A decisão de um investidor pode direcionar quantias elevadas de capital financeiro para outros países da noite para o dia, devido a facilidade com que os capitais circulam pelo mundo, deixando o país até então escolhido com problemas a serem resolvidos internamente.

O efeito dos investimentos sobre a economia interna dos países pobres deve ser analisado a partir da melhora ou não da classificação de risco como consequência da estabilização da macroeconomia, da abertura de mercados financeiros e do equilíbrio das contas públicas. Essa é uma visão otimista do processo que leva em conta que a sustentabilidade desses investimentos externos está no ajuste das políticas domésticas, ou seja, no gerenciamento das próprias economias em desenvolvimento que devem agir para evitar a evasão de capitais (FRANZEN et al., 2009).

Outros autores, porém, sustentam que a teoria da globalização financeira - que promove o fluxo constante de capitais de regiões para onde eles são mais abundantes e menos rentáveis (as economias desenvolvidas), para as economias que apresentam maior escassez de recursos e maior possibilidade de retorno,

promovendo seu desenvolvimento - não tem sido comprovada, gerando, ao contrário, maior fragilidade e vulnerabilidades e menores condições de diversificação econômica (SOUZA, 2021).

Neste sentido, convém abordar as teorias que explicam como ocorrem as dinâmicas dos fluxos de capital, começando pelo modelo neoclássico. Para esses autores, existe o pressuposto de que nos países desenvolvidos há abundância de capital com baixo retorno, ao contrário dos países subdesenvolvidos, nos quais há escassez de capital e a probabilidade de retorno é maior. Assim, o acesso a uma poupança externa por parte dos países de menor poder aquisitivo elevaria o nível de poupança doméstica, estimulando o crescimento econômico e a acumulação de capital. Além disso, a diversificação internacional dos fatores de risco permitiria minimizar flutuações e estabilizar a economia (DAMASCENO, 2013).

- i) os países desenvolvidos, onde se supõe que o capital é relativamente abundante e a taxa de retorno do capital é baixa, exportariam capital; os países em desenvolvimento, onde se supõe que o capital é relativamente escasso e a taxa de retorno do capital é alta, importariam capital;
- ii) nos países em desenvolvimento, onde se supõe que a acumulação de capital é restrita pelo baixo nível de poupança doméstica, o acesso à poupança externa complementar a poupança doméstica, estimularia a acumulação de capital e o crescimento econômico;
- iii) a possibilidade para diversificação internacional de risco permitiria desconectar flutuações do nível de consumo de flutuações do nível de produto e reduzir a volatilidade do consumo relativa à volatilidade do produto (DAMASCENO, 2013, p. 775-6).

Para os adeptos da teoria do *second best*, existe a prerrogativa das distorções que geram assimetrias de informação e *enforcement*<sup>9</sup>. Assim, quando os países em desenvolvimento corrigirem tais distorções, estarão aptos a receber investimentos (SOUZA, 2021).

As distorções no mercado financeiro internacional são assimetria de informação e problemas de *enforcement* de contratos e as distorções nas economias domésticas são baixos níveis de desenvolvimento institucional, desenvolvimento financeiro, abertura comercial e estabilidade macroeconômica (...). Na presença de distorções, a livre mobilidade de capitais pode não resultar em alocação eficiente da poupança global e ter efeitos adversos sobre a acumulação de capital e o crescimento econômico nos países em desenvolvimento (DAMASCENO, 2013, p. 776).

---

<sup>9</sup> Este termo pode ser traduzido por aplicação e consiste no processo de garantir a conformidade com leis, regulamentos, regras, padrões e normas sociais, tarefa que cabe aos governos para adequar o país às necessidades de investimento estrangeiro. Pode ser feita através de leis, regulamentos, ordens executivas ou judiciais (DAMASCENO, 2013).

De acordo com esta teoria, a assimetria de informação, problemas de *enforcement* de contratos e distorções nas economias domésticas constituem obstáculos que podem dificultar a entrada de investimentos em países pobres. Porém, seus defensores sugerem que mudanças institucionais, desenvolvimento financeiro, abertura comercial e estabilidade macroeconômica são soluções que devem ser implementadas por meio de reformas que eliminem as distorções e criem condições adequadas para os fluxos de capital (SOUZA, 2021).

Outra teoria importante a ser citada é a de Stiglitz, que pressupõe que o fluxo de capitais depende de ciclos econômicos, sendo que em períodos de bonança haveria mais investimentos e em períodos de dificuldade menor número de aportes de capital. Além disso, a entrada de capitais gera maior volatilidade do consumo, do produto, da taxa de juros e da taxa de câmbio, aumentando a probabilidade de ocorrência de crises financeiras (DAMASCENO, 2013).

- i) os fluxos de capitais são pró-cíclicos, fluem para os países em períodos de bonança e saem dos países em períodos de dificuldades;
- ii) os fluxos de capitais levam a maior volatilidade do consumo, do produto, da taxa de juros e da taxa de câmbio;
- iii) os fluxos de capitais aumentam a probabilidade de ocorrência de crises financeiras e de contágio (DAMASCENO, 2013, p. 777).

Uma quarta teoria afirma que o fluxo de capitais para os países em desenvolvimento não estimula a acumulação de capital, leva à depreciação da taxa real de câmbio, diminui a lucratividade no setor de bens comercializáveis e gera consequências adversas para o crescimento econômico (DAMASCENO, 2013).

O importante aqui consiste em entender como um investidor aplica seu dinheiro em um determinado país, em moedas ou ativos líquidos. Seu maior objetivo consiste na obtenção de retorno, mas tal fator está relacionado com a incerteza das previsões para o futuro. Em meio a uma livre mobilidade de capitais e a um regime de câmbio flutuante, o que se pode afirmar é que as condições do país emissor são mais importantes do que a do país destinatário para se determinar um fluxo de capitais. Mesmo que um país em desenvolvimento apresente condições estáveis economicamente, a busca por liquidez fará com que se prefira os títulos dos países com moeda mais forte, provocando o fluxo de capitais. Assim, o país emissor da moeda preponderante no cenário internacional sempre será o maior receptor nos

casos de incerteza. Ou seja, na abordagem dos fluxos de capitais em países emergentes, os fatores externos tendem a ser mais influentes que os fatores internos, que poderão ser agravados, na lógica dos investidores, quando houver problemas macroeconômicos mais abrangentes (WEISS; PRATES, 2017).

Uma metodologia de análise dos fluxos de capitais em países em desenvolvimento depende do entendimento a respeito das características fundamentais do sistema monetário e financeiro internacional. O entendimento de que os fatores externos (*push factor*) são preponderantes aos fatores internos (*pull factor*) indica que o ponto de partida da análise deverá ser, primeiramente, internacional, para a seguir, focar no plano nacional.

No próximo capítulo, analisa-se como os fluxos de capital impactam no portfólio econômico brasileiro.

### **3 A DINÂMICA DO FLUXO DE CAPITAIS E SEU REFLEXO NO PORTFÓLIO BRASILEIRO**

Este capítulo tem como objetivo analisar como o fluxo de capitais interfere na dinâmica nacional. Neste sentido, considera-se importante citar o estudo de dois pensadores da linha pós-keynesiana: Minsky e Kregel.

Minsky (1992) acredita que o setor financeiro sempre está em busca da maior rentabilidade possível para seus investimentos, não importando se o que é comercializado seja ativos adquiridos, dívidas negociadas ou outras formas de investimento. Os bancos sempre irão direcionar seus esforços para a maior valorização possível dentro de suas ações especulativas no cenário internacional, aproveitando as situações existentes ou até mesmo criando novas formas de aplicação.

Um conceito importante apresentado por este autor é o de fragilidade financeira, que acomete a economia doméstica, tanto por parte dos Estados como das empresas, que realizam investimento de curto prazo em moeda externa, desvalorizando a moeda local e não cumprindo com suas obrigações financeiras.

Um aspecto importante da teorização minskyana a respeito do ritmo de investimento se refere ao fato de, como visto, negar-se valor a estados ou trajetórias de equilíbrio/crescimento equilibrado: a presença da incerteza forte torna o conceito de equilíbrio *per se* pouco relevante. Resulta daí a percepção da economia como permanentemente sujeita à flutuação

endógena, a qual deve-se à volatilidade do investimento e esta, por sua vez, à efemeridade do estado de expectativas de longo prazo (LOURENÇO, 2006, p. 467).

Ainda de acordo com Minsky (1992), o investimento estrangeiro altera a dinâmica das instituições domésticas e cria novos ciclos, aumentando, assim, o apetite por risco e gerando maior instabilidade, razão pela qual as crises são iminentes, o que obriga o Estado a intervir, muitas vezes em favor do capital externo, com a tentativa de conseguir novos empréstimos, o que gera ainda maior dependência.

Na concepção de Kregel (1998), caso haja restrições na entrada de novos capitais por parte dos investidores, as empresas domésticas são obrigadas a se desfazer de seus ativos para honrar seus compromissos, sendo tais extremamente desvalorizados, como forma de compensação dos lucros não auferidos. Desta forma, haverá instabilidade que, em pouco tempo, atingirá todo o mercado internacional pela interconexão global existente.

Os problemas que os fluxos de capital podem causar a países em desenvolvimento têm sido destacados nos últimos vinte anos. A lição fundamental é que o excesso (os anos 70) é tão ruim quanto a falta (os anos 80) e, o que é ainda pior, a passagem rápida de um para o outro (os anos 90). Dessas lições gerais, foram extraídas algumas conclusões específicas sobre empréstimos para países em desenvolvimento. Nem todas parecem ser bem fundamentadas (KREGEL, 1996, P. 34).

De acordo com este autor, as empresas de um país mantêm seus balancetes em nível nacional e a entrada de investimentos estrangeiros representa um risco monetário na medida em que é gerado - normalmente - em moeda mais forte que a doméstica, estando ainda sujeitos a mecanismos de câmbio e taxa de juros que sofrem pressão constante dos investidores (KREGEL, 1996).

### 3.1 A TEORIA DO PORTFÓLIO E AS OPÇÕES DO BRASIL

A partir do que foi colocado nos capítulos anteriores, a respeito da conexão global de capitais e de como tais se movimentam para gerar investimentos e lucros, este capítulo tem como objetivo compreender como a dinâmica do fluxo de capitais influencia o portfólio brasileiro.

### 3.1.1 A teoria do portfólio e a criação de carteiras de investimento

Em 1952, o economista americano Harry Max Markowitz<sup>10</sup>, por meio de um artigo denominado *Portfolio Selection*, apresentou uma teoria sobre a formação dos preços dos ativos financeiros denominada como teoria do portfólio, utilizada até o momento para determinar a gestão de investimentos e a relação entre risco e retorno.

A diversificação proposta pelo modelo de Markowitz, também conhecido como modelo de média-variância, baseia-se na obtenção de coeficientes de correlação extremos entre os ativos, o que permite a redução do risco diversificável. Este risco é aquele inerente a determinado ativo e que pode ser reduzido ao se inserir na carteira um ativo com comportamento contrário (correlação negativa). O risco sistemático, por sua vez, é não diversificável, pois refere-se a fatores externos às decisões de investimento. O retorno da carteira é obtido pela média ponderada dos retornos esperados para cada ativo pelo respectivo percentual de participação desses ativos no portfólio (...) (SILVA; OLIVEIRA; RIBEIRO, 2019).

Em virtude disso, a teoria do portfólio pode ser explicada de uma maneira simples. No mercado, as carteiras de investimentos são formadas por diversos ativos, que podem ser de títulos negociados em bolsa de valores ou de aplicações em áreas produtivas, podendo ser um misto entre ativos públicos e privados. De acordo com Markowitz, nunca se deve colocar todos os ativos em uma única classificação de diversificação, ou seja, não é recomendável realizar todos os investimentos em um ramo de atividade, pois, além de ficar dependente de tal segmento, o risco de prejuízo é significativo, devido à grande volatilidade da macroeconomia (MENDES; SOUZA; SANFINS, 2021).

A avaliação de risco no modelo de Markowitz é dada pela variância do portfólio, a qual mede a variância do modelo esperado. Se por um lado cada investimento contribui para compor o retorno esperado do portfólio, por outro contribui também para compor o risco total do portfólio (ARCE, 2014).

Assim, o ideal consiste em ter uma carteira variada de investimentos, de fontes diversas, pois cria-se - com isso - uma estimativa média dos retornos de cada

---

<sup>10</sup> Esta teoria surgiu para modelar portfólios do mercado financeiro, cuja premissa fundamental é a de que os investidores devem considerar o retorno esperado como um fator desejável e a variância desses retornos como um fator indesejável. Assim, deve-se relacionar o retorno desejável com a sua variância, obtendo-se o risco total do portfólio. De acordo com esses pressupostos, para se obter um portfólio com risco menor e um mesmo nível de retorno, aplica-se o princípio da diversificação dos investimentos de portfólio (ARCE, 2014).

ativo que são calculados separadamente, visto que cada ativo está relacionado com a porcentagem que foi aplicada nesse tipo de investimento. O risco de portfólio pode ser calculado a partir da variação de retorno dos ativos e, quanto maior a sua variação, menor o seu risco.

O Modelo de Portfólio criado possibilitou a diversificação de produtos de investimentos utilizando a relação de risco-retorno para diferentes perfis de investidores, classificados como investidores com grande apetite ao risco ou de baixo apetite ao risco. O primeiro grupo busca uma combinação de ativos que proporcionem um retorno maior, mesmo que isso implique em uma maior exposição. Já o segundo grupo refere-se aos investidores que procuram menor risco, mas recebem menor retorno. O risco pode ser compreendido como a incerteza de determinado acontecimento. É a probabilidade de o investidor ganhar menos do que o esperado. O retorno refere-se à quantidade de dinheiro ganho ou perdido, como resultado de um determinado investimento (DANA, 2017).

Este modelo pressupõe que investimentos de um mesmo ramo de atividade estão sujeitos às mesmas adversidades econômicas, sendo necessário a diversificação para minimizar os efeitos prejudiciais. Assim, há uma combinação dos chamados portfólios eficientes que apresentam maior e menor nível de risco e, respectivamente, menor e maior probabilidade de retorno (ARCE, 2014).

Alguns conceitos são importantes para se entender a teoria dos portfólios. O primeiro deles é que o retorno esperado de uma carteira consiste em uma variável aleatória, que só pode ser conhecida após terminado o processo, o que gera incerteza e, conseqüentemente, decisões de investimentos que não possuem exatidão sobre potencialidades e fraquezas dos ativos selecionados (OLIVEIRA, 2013).

Nesse sentido, há duas avaliações a serem realizadas, dos riscos e das incertezas. Os riscos podem ser medidos pelas condições específicas da empresa e também do mercado em que atua. A incerteza advém de um desconhecimento do que poderá acontecer no futuro (OLIVEIRA, 2013). Assim, a pandemia do Covid-19 se caracteriza como uma incerteza que afetou os riscos de diferentes mercados.

Se os agentes reconhecem essa incerteza, eles entendem que os preços não são um guia confiável para tomar decisões e proteger o valor dos seus portfólios, o que torna a liquidez algo importante, sendo que o “grau de preferência pela liquidez” dos agentes estará diretamente ligado à percepção de incerteza que eles possuem. Ou seja, o reconhecimento da incerteza (não conhecimento sobre o futuro) coloca os agentes na obrigação de se prevenirem. Destarte, os gestores de portfólio trabalharão, muito mais, tentando antecipar o que os participantes do mercado vão

pensar a respeito dos eventos ocorrentes no mundo e seus efeitos sobre os preços dos ativos (SOUZA, 2021, p. 13).

Em linhas gerais, o risco pode ser definido como uma exposição a situações desconhecidas. Em aspecto financeiro, isso se traduz como a exposição em busca de retornos mais atrativos que os disponíveis com segurança. Essa exposição a cenários desconhecidos está associada à busca por oportunidades de menores custos e melhores retornos. Assim, pode-se associar o risco à incerteza em relação aos retornos, custos e outras variáveis importantes de âmbito financeiro.

### **3.1.2 A construção do portfólio brasileiro**

A construção de um portfólio brasileiro está ligada a oportunidades de investimento que garantam uma boa remuneração e rentabilidade, o que deve permitir um crescimento do capital empregado e uma defesa contra uma eventual desvalorização do Real, o que pode ser conseguido com a aplicação de recursos em oportunidades que, ao mesmo tempo, ofereçam bom retorno e permitam a disponibilidade de capital rapidamente (OLIVEIRA, 2013).

Conforme foi pontuado anteriormente, os investimentos podem ser classificados em ativos e derivativos. Os ativos são os bens (ações, imóveis, ouro) e direitos de obrigações assumidos pela contraparte (CDBs, créditos privados, poupança, Tesouro Direto), podendo os mesmos serem de renda fixa ou variável<sup>11</sup>. Os derivativos, por sua vez, constituem em valores mobiliários que operam com datas futuras, também podendo ser originários de ativos de renda fixa ou de renda variável.

A seguir são discriminados, de acordo com Assaf Neto (2018), alguns dos investimentos mais comuns que formam o portfólio brasileiro:

a) Poupança: é um investimento que permite a aplicação de pequenas quantias e que possui liquidez imediata. Sua rentabilidade é calculada pela taxa Selic, a taxa básica de juros da economia brasileira;

---

<sup>11</sup> Por renda fixa, entende-se como uma rentabilidade que é prefixada, ou seja, o investidor sabe - no início do investimento - quanto terá de retorno no final da aplicação. Por renda variável, entende-se como uma rentabilidade que variará no decorrer do tempo, o investidor saberá do retorno somente na saída da aplicação (ASSAF NETO, 2018).

b) Certificado de Depósito Bancário (CDB): constitui títulos de renda fixa emitidos por bancos comerciais e de investimentos, cuja finalidade consiste em lastrear operações de financiamento e capital de giro;

c) Certificado de Depósito Interbancário (CDI): similar à taxa Selic, mas definida pelas transações entre instituições financeiras;

d) Tesouro Direto: modalidade por meio da qual o governo arrecada recursos para suas políticas públicas. O investidor fornece um “empréstimo” aos cofres públicos para receber acréscimo de rendimento depois de certo tempo;

e) Previdência Privada: este investimento tem como objetivo provisionar uma aposentadoria mais adequada ao investidor, pois a aposentadoria governamental está cada vez mais precária;

f) Letras Hipotecárias: são constituídas de títulos emitidos por instituições financeiras cuja origem está no financiamento imobiliário, podendo ser emitidas com juros pré-fixados, flutuantes ou pós-fixados. A inadimplência de tais letras é a origem da crise de 2008;

g) Debêntures: constituem títulos emitidos por sociedades anônimas que não pertencem ao ramo financeiro, mas que possuem capital aberto. Seu objetivo consiste em captar recursos de médio e longo prazo para financiar projetos de expansão e/ou alongar dívidas;

h) Ouro: é considerado o investimento mais seguro diante das ameaças de inflação ou crise, sendo indicado para retorno de médio a longo prazo, pois constitui uma reserva de valor durável e um ativo que é aceito internacionalmente;

i) Fundos de Investimento: geridos por profissionais com certificações de âmbito nacional, os fundos se constituem em empresas que realizam a gestão do recurso financeiro do investidor, por isso tal tipo de aplicação pode ser gerenciada de acordo com proposta do fundo.

Com o intuito de explicação metodológica, no quadro 1, é abordada, brevemente, a posição internacional de investimento e, no quadro 2, é abordada a questão da balança de pagamentos.

## Quadro 1

A Posição Internacional de Investimento define como um país se apresenta ao mercado financeiro com seus valores de ativos e passivos externos. Esta informação pode ser crucial na hora de escolher em que regiões do mundo investir. A ferramenta possibilita uma padronização da forma de apuração e divulgação das estatísticas monetárias e financeiras dos países e foi elaborada pelo Fundo Monetário Internacional (2013).

Pode-se compreender a Posição Internacional de Investimentos como um demonstrativo ou uma estatística macroeconômica que identifica, em um determinado período, qual o valor dos ativos financeiros dos residentes e do ouro monetário mantido como ativo de reserva, ao mesmo tempo em que analisa os passivos de residentes de uma determinada economia junto a não residentes.

Conforme o Banco Central do Brasil, a Posição Internacional de Investimento é composta pelo Ativo Externo Bruto e pelo Passivo Externo Bruto. O Ativo Externo Bruto é calculado em cima dos investimentos produtivos e do portfólio no exterior, juntamente com operações que envolvem derivativos e investimentos em organismos internacionais, bem como os ativos de reserva. O Passivo Externo Bruto analisa os mesmos indicativos, com exceção da reserva disponível (BACEN, 2015).

Esse tipo de análise pode contribuir para identificar a vulnerabilidade de uma economia, pois contempla e associa as obrigações e os estoques que o país possui em sua relação com o exterior, identificando o desequilíbrio financeiro e a relação com o crescimento global. Salienta-se que as políticas econômicas dos governantes podem resultar em uma composição favorável ao desempenho do país em um futuro próximo.

## Quadro 2

O balanço de pagamentos consiste em um demonstrativo ou índice macroeconômico que identifica as transações econômicas entre residentes e não residentes dentro de um período determinado.

O modelo atual adotado pelo Banco Central do Brasil analisa as transações correntes, a conta capital, a conta financeira e os erros e omissões. O quadro 2.1, abaixo, consiste em um esquema simplificado do balanço de pagamentos com base no ano de 2018 (BACEN, 2018).

Quadro 2.1 – Balanço de Pagamentos do Brasil no ano de 2018

	<b>Receitas</b>	<b>Despesas</b>	<b>Saldos</b>
Transações correntes	306 098	320 607	- 14 509
Conta capital	585	88	440
Conta financeira			- 7 742
Erros e omissões			6 328

Fonte: BACEN (2018)

A conta de transações correntes identifica o fluxo de bens e serviços, a renda primária e a renda secundária realizada entre residentes e não residentes. É calculada somando as exportações de bens e serviços com a renda recebida e diminuindo as importações de bens e serviços somada com a renda enviada.

Transações correntes = exportações de bens e serviços + renda recebida  
-  
importações de bens e serviços + renda enviada

O quadro 2.2 mostra as transações correntes do Brasil no ano de 2018.

Quadro 2.2 – Transações correntes do Brasil no ano de 2018

	<b>Receitas</b>	<b>Despesas</b>	<b>Saldos</b>
Transações correntes	306 098	320 607	- 14 509
Balança comercial (bens e serviços)	273 057	253 419	19 637
Renda primária	27 453	64 121	- 33 668
Renda secundária	5 588	3 067	2 522

Fonte: BACEN (2018)

A análise do quadro 2.2 mostra um déficit das transações correntes brasileiras, tendo como fonte maior de desequilíbrio a renda primária. Os bens constituem itens físicos de produção. Os serviços constituem atividade de produção que modificam as condições do produto ou facilitam as trocas. A renda primária constitui o resultado dos investimentos no processo de produção. A renda secundária se refere às transferências entre residentes e não residentes.

A conta capital identifica os recebimentos e pagamentos de transferências de capital e a aquisição e cessão de ativos não financeiros não produzidos, que incluem recursos naturais, ativos econômicos e ativos de marketing.

Saldo da conta capital =  
Receitas da cessão de ativos não financeiros não produzidos +  
Receitas de transferências de capital -  
Despesas da aquisição de ativos não financeiros não produzidos -  
Despesas de transferências de capital.

O quadro 2.3 mostra os dados da conta capital do Brasil no ano de 2018.

Quadro 2.3 – Conta capital do Brasil no ano de 2018

	<b>Receitas</b>	<b>Despesas</b>	<b>Saldos</b>
Conta capital	585	145	440
Ativos financeiros não produzidos	407	67	341
Transferências de capital	178	79	99

Fonte: BACEN (2018)

A conta financeira registra as operações que envolvem ativos e passivos financeiros entre residentes e não residentes.

Conta financeira =  
Saldos negativos como aumento de passivos de residentes – redução de ativos +  
Saldos positivos como redução de passivos de residentes + aumento de ativos.

O quadro 2.4 mostra os dados da conta financeira do Brasil no ano de 2018.

Quadro 2.4 – Conta financeira do Brasil no ano de 2018

	<b>Saldos</b>
Conta financeira	- 7 742
Investimento direto	- 74259
Investimento em carteira	8 901
Derivativos	2 753
Outros investimentos	51 934
Ativos de reserva	2 928

Fonte: BACEN (2018)

Por investimento direto, compreende-se o que foi investido por acionistas estrangeiros na economia residente. Os investimentos em carteira abrangem transações em títulos e valores mobiliários. Os derivativos são instrumentos financeiros que estão vinculados a outros tipos de investimentos e servem para negociar riscos financeiros específicos, como taxa de juros, risco cambial, variações nos preços de commodities ou riscos de créditos. Os outros investimentos somam todas aquelas operações não classificadas nos demais investimentos, como moedas e depósitos, empréstimos, créditos comerciais e outras participações em capital. Por sua vez, os ativos de reserva constituem valores externos que estão disponíveis e que são controlados por autoridades monetárias. São utilizados pelos governos para regular taxas cambiais e manter a confiança na economia.

Erros e omissões não deveriam ocorrer, pois, em princípio, o balanço de pagamentos deveria gerar um saldo zero. Porém, como existem imperfeições nas fontes e no processo de compilação de dados, as diferenças são registradas como erros e omissões.

O quadro 2.5 mostra os índices de balanço de pagamentos para o Brasil nos anos de 2020 e 2021 (até o mês de setembro).

Quadro 2.5 – Balanço de Pagamentos do Brasil no ano de 2018

	<b>2020</b>	<b>2021</b>
Transações correntes	- 25 593	- 8 082
Conta capital	4 141	171
Conta financeira	- 18 649	- 9840
Erros e omissões	3 133	- 1930

Fonte: CBIC (2021)

### 3.1.3 A abertura financeira no Brasil e suas possibilidades

Segundo Biancarelli (2010), em primeiro nível de abertura, aquele que se refere ao ingresso de recursos externos no país envolvendo tanto a captação de capital no exterior pelos residentes, quanto a inserção de não residentes no mercado financeiro doméstico, o Brasil, a partir do governo Collor, iniciou uma abertura de “possibilidades e condições de endividamento externo” (BIANCARELLI, 2010, p. 68). O Estado brasileiro fez isso diversificando ativos, ampliando os meios de repasse interno dos recursos captados e regulamentando o lançamento de papéis. Além de fornecer vantagens tributárias que descomplicaram a emissão de tais ferramentas no exterior, a liberalização brasileira prossegue, durante o primeiro governo de Fernando Henrique, na segunda metade da década de 1990, com a inclusão do setor agropecuário e do setor imobiliário entre as possibilidades de repasse das captações, seguida pela inclusão das empresas exportadoras entre as categorias que captavam recursos para fins de financiamento ou repasse interno. Durante o segundo governo FHC, foram adotadas medidas que resultaram na ampliação da entrada de investidores estrangeiros no mercado local, com isso as possibilidades de investimentos no país ficaram igualmente disponíveis para estrangeiros e residentes (BIANCARELLI, 2010).

Em segundo nível de abertura, aquele que se refere “à posse de ativos externos, à transferência de capital e ao endividamento interno de não residentes”, os progressos até o final da década de 1990, apesar de rápidos, foram limitados. Porém, mudanças significativas ocorreram durante o governo Lula, pois, em tal governo, instaurou-se a unificação dos segmentos do mercado cambial, permitindo que pessoas físicas e jurídicas comprassem e vendessem moeda estrangeira para aplicarem no mercado externo, sem limitação de valor e através da rede bancária. Para a mudança ampla na abordagem cambial do país, o Conselho Monetário Nacional foi indispensável, uma vez que tornou possível todas as operações de câmbio, eliminando a obrigação do retorno de recursos associados à venda de investimentos no exterior, que poderiam ser, então, reaplicados livremente no mercado internacional (BIANCARELLI, 2010).

No que concerne ao terceiro nível de abertura, aquele que se refere à conversibilidade da moeda, as mudanças no Brasil continuam em evolução. Entre as

medidas de pretendidas, em tal nível, está a permissão para que contas correntes em moeda estrangeiras sejam abertas no país, contudo essa providência é questionável, especialmente pela crise argentina dos últimos anos que sucedeu à ampla abertura ao mercado externo (BIANCARELLI, 2010).

### 3.2 O PAPEL DOS FLUXOS DE CAPITAIS NAS ECONOMIAS EM DESENVOLVIMENTO

O direcionamento dos investidores para determinados países pode alterar a frequência dos fluxos de capitais, alterando a maneira como ocorre o crescimento e os ciclos econômicos. Para que haja investimento estrangeiro em países emergentes, algumas condições são necessárias, como boa liquidez internacional e melhora dos índices dos países em análise, como taxas de crescimento, reservas e preços de commodities, por exemplo. Além disso, deve haver uma grau de atratividade menor nos ativos dos países desenvolvidos (WIEST, 2018).

Os principais benefícios resultantes da entrada de capitais em mercados emergentes são considerados indiretos, pois estimulam o desenvolvimento institucional e financeiro e disciplinam a macroeconomia, catalisando o crescimento econômico e produtivo, dependendo, é claro, das condições prévias citadas acima, como altos níveis de desenvolvimentos institucional e financeiro, estabilidade macroeconômica, abertura comercial e capital humano qualificado para conduzir as operações. Se não houver essas pré-condições, a tendência é que proporcionem maior instabilidade ou crise econômica (DAMASCENO, 2013).

As principais deficiências encontradas que limitam a entrada de capitais são políticas macroeconômicas insustentáveis, presença de risco moral, falhas de mercado, fatores institucionais, incapacidade de os países sub-desenvolvidos contraírem empréstimos em moeda doméstica, falta de confiança dos investidores internacionais em relação ao país e sua moeda, descasamento de moedas entre ativos e passivos nacionais e insuficiência de reservas (PEREIRA, 2015)

Outro elemento essencial para se entender a dinâmica dos fluxos de capitais são os ciclos de liquidez. Esses são caracterizados pela alternância das fases de alta e baixa no volume das transações financeiras mundiais. Na fase de ascensão do ciclo, tem-se uma redução gradual da percepção de risco e da preferência pela liquidez dos aplicadores financeiros nos países centrais, que, cada vez mais estimulados por

feedbacks/resultados positivos, vão paulatinamente intensificando suas operações nos países da periferia do sistema (movimentos de criação de moeda, e não apenas realocação de recursos). São nestes momentos, normalmente, que os capitais apresentam disposição para se dirigirem às economias periféricas. Já os momentos de baixa são caracterizados pela alta percepção de risco e reversão abrupta dos capitais para os países centrais, de moeda forte. Enquanto os momentos de ascensão do ciclo são caracterizados pelo aumento dos preços dos ativos, incluindo aqueles que possuem maiores riscos, nos momentos descendentes, tem-se uma tendência contrária. Assim, as fases dos ciclos exercem pressões diferentes sobre as variáveis centrais de cada país (SOUZA, 2021, p. 17-18).

A tendência é que os fluxos de capitais ocorram em locais onde as oportunidades de retorno sejam mais visíveis, por isso que os investidores calculam seus riscos de forma bem detalhista em países onde a proteção de propriedade é imperfeita e haja risco de expropriação ou *enforcement* de contratos. Traduzindo tais questões com base no entendimento pós-keynesiano, é a ausência de oportunidades de investimento e não de poupança que desestimula a entrada de capital externo (DAMASCENO, 2013).

Nas economias em desenvolvimento, a acumulação de capital é restrita pela ausência de oportunidades de investimento, não pela ausência de poupança, como suposto no modelo neoclássico. A abertura financeira e os fluxos de capitais levam à substituição da poupança doméstica pela poupança externa, aumento do consumo e efeito líquido nulo sobre o investimento. Ademais, os fluxos de capitais, além de não estimularem a acumulação de capital, levam à apreciação da taxa real de câmbio, o que deprime ainda mais a lucratividade no setor de bens comercializáveis, levando a possíveis efeitos adversos sobre o crescimento econômico (DAMASCENO, 2013).

Sintetizando o que foi dito acima, apesar de os fluxos de capitais fornecerem oportunidades de captação de investimentos em países emergentes, eles não estimulam a acumulação de capital nessas regiões, o que aumenta sua dependência, além de influenciar negativamente a taxa de câmbio e a lucratividade dos bens comercializáveis, produzindo consequências adversas para o crescimento econômico dos países em desenvolvimento a longo prazo.

### **3.2.1 Os fluxos de capitais e a dinâmica de portfólios no Brasil**

Com o propósito de entender a relação entre o fluxo de capitais e a dinâmica interna de um país emergente, no caso o Brasil, compreende-se como necessário entender como o comportamento doméstico reage a essa injeção de capitais que,

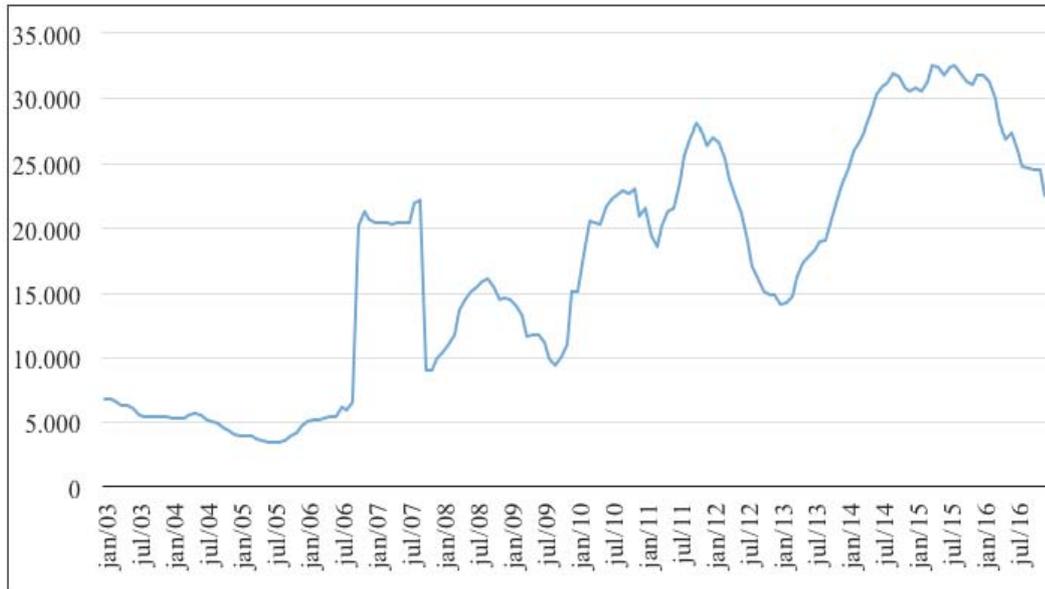
como já foi dito anteriormente, não é contínua, mas acontece em ciclos de liquidez que evidenciam a dinâmica internacional.

Em tese, o aporte de capitais externos tende a gerar três consequências imediatas: a) compartilhamento e diversificação internacional de riscos, ou seja, os investidores residentes tendem a se associar ao capital estrangeiro para diversificar seu portfólio; b) desequilíbrios da balança de pagamentos e acesso à poupança externa, quando os investidores provocam índices negativos e tendem a se apropriar das riquezas do país que, no caso, constituem as reservas; c) influência sobre a política econômica, no que diz respeito a ajustes cambiais que influenciam decisivamente o preço de ativos, como as commodities (BIANCARELLI; ROSA; VERGNHANINI, 2021).

A tendência geral é que os fluxos de capitais, principalmente bancários, sejam determinantes dos fluxos de crédito através das instituições financeiras que atuam no mercado local como intermediários, principalmente naqueles países nos quais há menor regulação, como é o caso do Brasil. O processo de inserção do capital estrangeiro pode ocorrer de forma direta através de empréstimos de moeda estrangeira para o Brasil, através de transmissões interbancárias por meio de captações para repasse local ou por efeitos colaterais como resultado das políticas macroeconômicas que determinam o ativo dos tomadores. O último caso pode ser exemplificado pelo aumento do preço das commodities (BIANCARELLI; ROSA; VERGNHANINI, 2021).

No gráfico 1, verifica-se como ocorreram os empréstimos externos diretos de longo prazo para as empresas residentes do setor privado não bancário entre 2003 e 2016.

Gráfico 1 - Empréstimos externos diretos de longo prazo para as empresas residentes do setor privado não bancário (2003 e 2016) em US\$ milhões

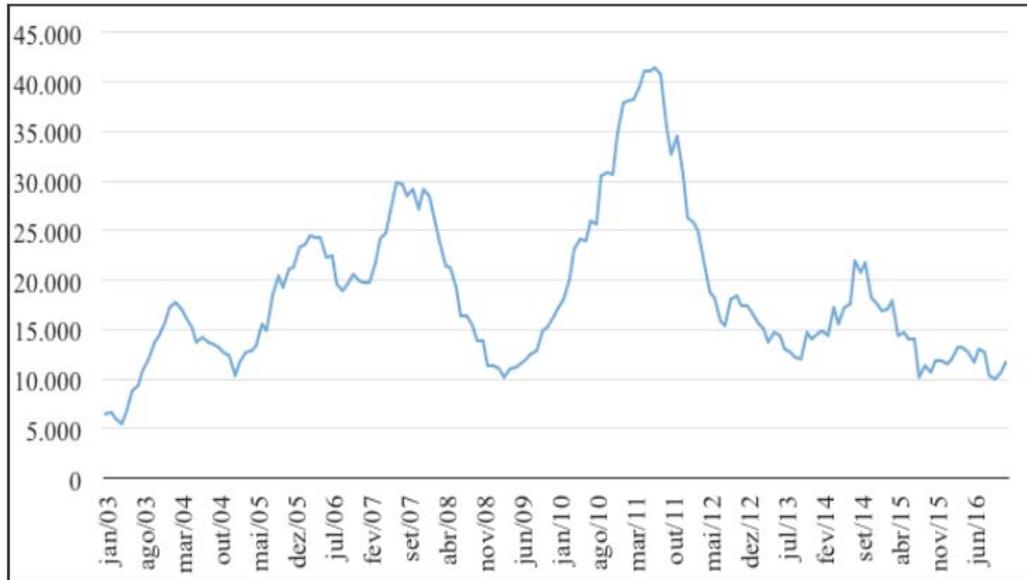


Fonte: Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2021)

O oferecimento de crédito direto às empresas em moeda estrangeira, que impulsiona o setor produtivo, está ligado diretamente aos ciclos de liquidez global e à diferença entre os juros internos e externos. Quando há redução da taxa Selic, há uma tendência de canalizar os empréstimos em meio local (BIANCARELLI; ROSA; VERGNHANINI, 2021).

Outra possibilidade é a captação de recursos por meio de títulos negociados no exterior, que estão mais sujeitos às oscilações da conjuntura internacional. Ele também depende muito da credibilidade que o país residente possui no mercado externo. O gráfico 2 mostra como esse tipo de captação evoluiu de 2003 a 2016.

Gráfico 2 - Títulos da dívida negociados no exterior (2003 a 2016) em US\$ milhões



Fonte: Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2021)

Uma terceira fonte de entrada de capitais são os empréstimos intercompanhias, que beneficiam as filiais das empresas multinacionais com atuação no mercado residente, visto que se aproveitam da oferta de juros menores. O gráfico 3 evidencia tais operações no período de 2003 a 2016.

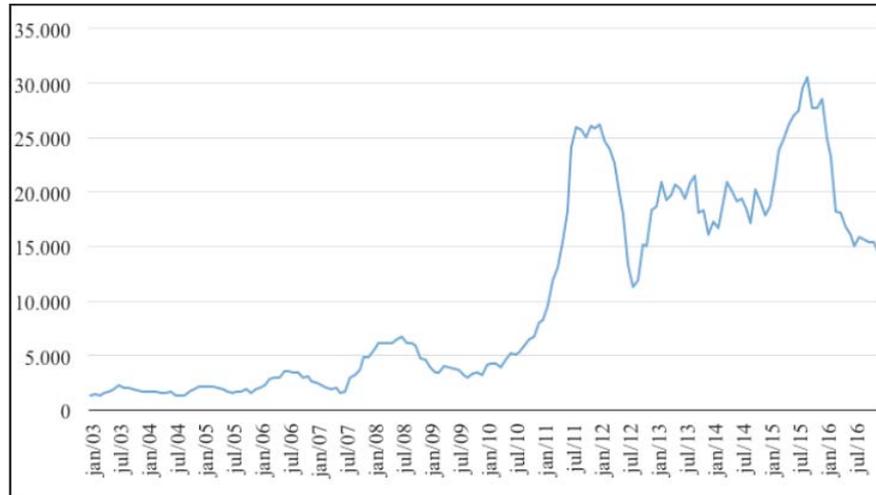
Gráfico 3 - Empréstimos intercompanhia (passivos) total e filial à matriz em US\$ milhões



Fonte: Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2021)

Outra fonte de captação consiste nos empréstimos externos de longo prazo para residentes, como mostra o gráfico 4 abaixo.

Gráfico 4 - Empréstimos externos de longo prazo para bancos residentes em US\$ milhões



Fonte: Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2021)

Os dados acima são indicadores de como os fluxos de capitais atuam no país. Percebe-se uma estreita correlação entre a conjuntura internacional e a oferta de crédito, pois há uma migração de capitais quando os países desenvolvidos oferecem maior rentabilidade e uma oferta maior de crédito quando os países emergentes oferecem maiores possibilidades de ganho, sempre considerando as taxas de riscos inerentes ao negócio. Porém, quando os investimentos são realizados em nível de portfólio, dispersa-se o risco através das múltiplas opções, o que faz com que uma eventual perda em um setor seja compensada pelos lucros em outros.

Porém, persiste a questão principal de como os fluxos interferem no portfólio brasileiro. O crédito direto às empresas em moeda estrangeira, quando for vantajoso para essas, significa um aporte importante para aumento do capital de giro, expansão de negócios e incorporação de novas tecnologias que permitirão que as empresas possam planejar melhor seus passos futuros. O capital pode ser investido na criação de novas unidades de negócio, na diversificação de produtos ou na ampliação de mercados de atuação

Por sua vez os títulos da dívida negociados no exterior possibilitam que o país, como organismo estatal, possa adquirir capitais para desenvolver ou incrementar políticas públicas de incentivo ao desenvolvimento econômico e social.

Quando empresas ou instituições financeiras que adquiriram títulos da dívida pública no mercado residente negociam esses no exterior, tendem a obter maior valorização de seus ativos. Em curto e médio prazo, essa é uma estratégia que favorece o governo local, mas - em longo prazo - a consequência do endividamento asfixia a máquina pública. É importante lembrar que títulos públicos dependem, para sua valorização, da posição de investimentos que o país apresenta como foi visto neste capítulo.

Os empréstimos realizados entre matriz e filial que também constituem fontes de entrada e saída de capitais estão relacionados com o desempenho dessas companhias no Brasil e no exterior. Quando são realizados de fora para dentro são responsáveis por incentivar a produção local. Mas, quando acontece o contrário, há uma clara evasão de divisas que prejudica a economia residente.

Os empréstimos para bancos residentes estão sujeitos à variação dos ciclos de liquidez no comércio internacional, mas constituem uma boa fonte de capitais para o mercado residente, capazes de incentivar a economia local para projetos de desenvolvimento. Não há como negar a importância do crédito no fomento à economia, principalmente em países como o Brasil, no qual empresas e pessoas físicas possuem pouca poupança e capital de giro. Porém, essa modalidade apresenta o risco do superendividamento, fenômeno que está crescendo no país.

Por fim, é preciso analisar os efeitos colaterais do fluxo de capitais no mercado residente. Percebe-se uma valorização de todos os ativos que são negociados internacionalmente, como é o caso das commodities, incentivando a exportação e inflacionando o mercado local. Os casos da carne e dos derivados de petróleo exemplificam tal situação. Tornou-se mais rentável exportar os diversos tipos de carnes (bovina, suína, avícola) do que vender no mercado interno e, quando isso acontece, há uma alta nos preços que prejudica seriamente o poder aquisitivo local. Por sua vez, a venda de combustíveis ajustados ao mercado internacional, tanto do barril do petróleo como do preço do Dólar, é realizada com constantes aumentos, o que inflaciona toda a cadeia produtiva local.

Outro efeito colateral da entrada de capitais estrangeiros é a variação da taxa de câmbio, favorecendo o Dólar em detrimento da moeda local, pois atrai maior número de investimentos. O problema é que com a moeda residente menos valorizada, tudo que é comprado do exterior fica mais caro e como o país é

dependente de tecnologia e de insumos mais avançados, o custo de produção e de comercialização aumenta, diminuindo ainda mais o poder de investimento e de compra no território brasileiro. É claro que essa política cambial favorece a exportação, mas de produtos não beneficiados, como é o caso do petróleo. Por não ter acontecido o necessário investimento em refinarias, o Brasil exporta óleo cru e importa gasolina comercializada em Dólar.

Um terceiro efeito colateral é o aumento progressivo da dívida pública, pois a estratégia de se capitalizar e obter recursos para desenvolver planos e projetos de desenvolvimento pode alavancar a economia, inclusive gerando maior receita através de impostos, mas a tendência é que os gastos sejam maiores que as receitas. No Brasil, a dívida dos governos (municipais, estaduais e federais) já alcança níveis alarmantes, chegando a 90% do Produto Interno Bruto (PIB) e compromete sobremaneira as políticas públicas a serem desenvolvidas.

Gráfico 5 – Trajetória da dívida bruta do país

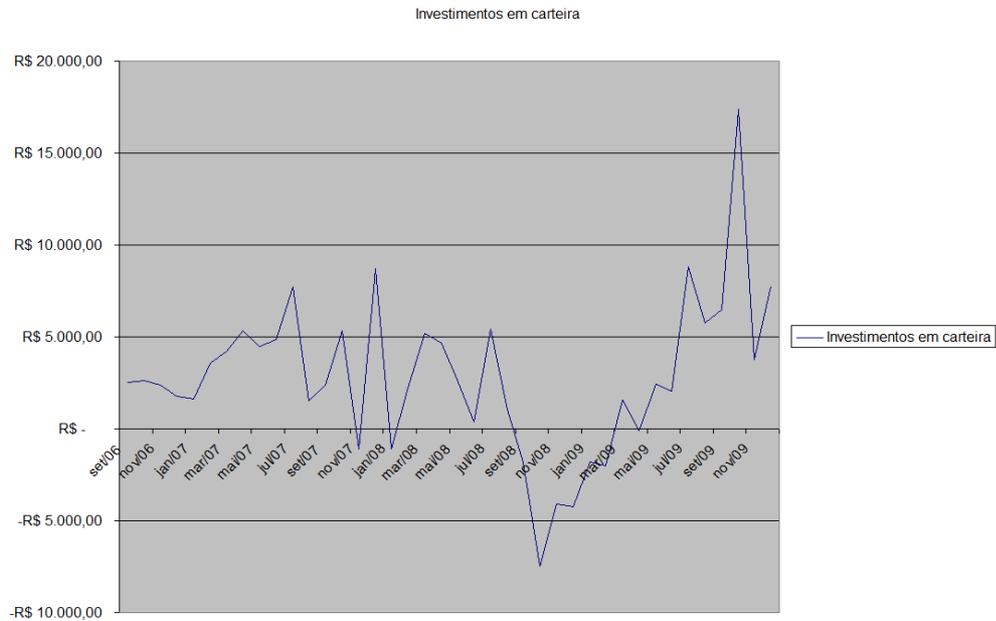


Fonte: Banco Central do Brasil (2021)

No que concerne aos investimentos em carteira, os indicativos do setor externo são muito relevantes para perceber os impactos da volatilidade do fluxo de capitais em países emergentes, onde os fatores externos acabam por se tornar mais influentes que os fatores internos, que, por sua vez, podem ser agravados quando em face de problemas macroeconômicos mais abrangentes. Nos gráficos 6 e 7, abaixo, é possível perceber os impactos da chamada crise de 2008 na carteira de investimentos brasileira e na taxa de câmbio. Para fins de visualização mais clara do

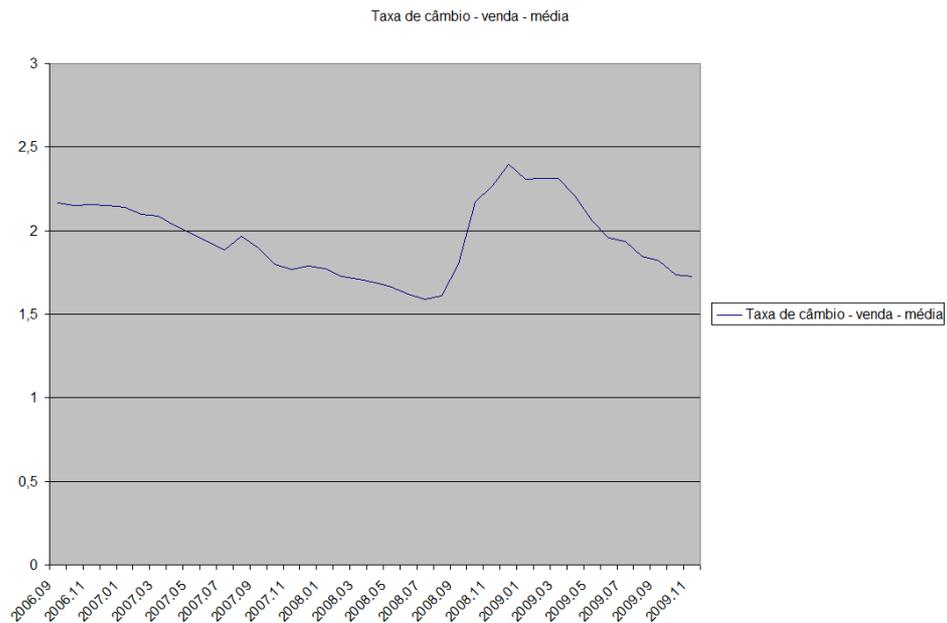
gráfico, os valores de ativos e passivos foram multiplicados por -1, de modo a representar a volatilidade da entrada de capital estrangeiro no país.

Gráfico 6 – Evolução do investimento em carteira (R\$ mi) – setembro de 2006 a novembro de 2009



Fonte: elaboração própria, a partir dos dados do Banco Central do Brasil, retirados do Sistema Gerenciador de Séries Temporais

Gráfico 7 – Evolução da taxa de câmbio (venda-média-mensal) – setembro de 2006 a novembro de 2009

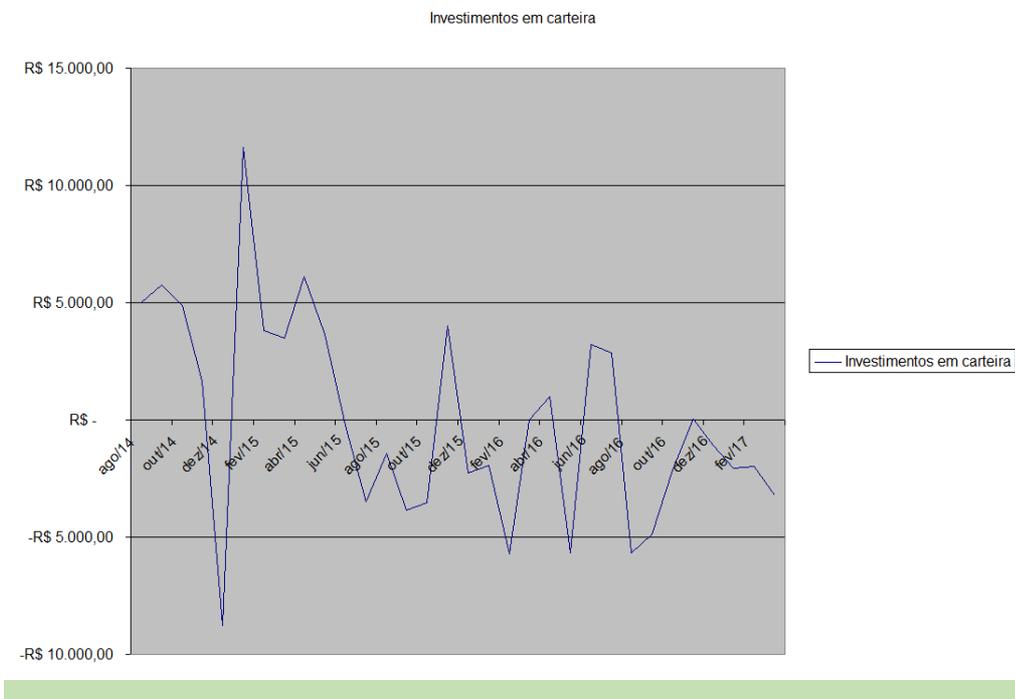


Fonte: elaboração própria, a partir dos dados do IPEADATA

Como é possível perceber o auge da crise econômica internacional de 2008, quando o mercado de imóveis dos Estados Unidos começou a apresentar sinais de inadimplência, produzindo, na sequência, a quebra de empresas do sistema financeiro e de outras que estavam ligadas ao setor, embora não tenha impacto o Brasil como seria o esperado para países emergentes, é visível a queda brusca de capital investido no Brasil, a partir de setembro de 2008, quando a crise teve início. Segundo Biancarelli (2010), os efeitos sobre o mercado de crédito brasileiro nas semanas que seguiram ao auge da crise de 2008 se devem muito mais às incertezas oriundas da disparada da taxa de câmbio do que por diminuição da capacidade de captação externa do Brasil.

Outro período que serve como demonstrativo disso é o ano de 2015, quando uma combinação da crise chinesa com a possibilidade do fim da política monetária não convencional dos EUA ocasionou, novamente, uma oscilação que é demonstrativa da volatilidade dos fluxos de capitais em países emergentes e teve impacto na taxa de câmbio. Como é possível perceber nos gráficos 8 e 9, abaixo.

Gráfico 8 - Evolução do investimento em carteira (R\$ mi) – agosto de 2014 a fevereiro de 2017



Fonte: elaboração própria, a partir dos dados do Banco Central do Brasil, retirados do Sistema Gerenciador de Séries Temporais.

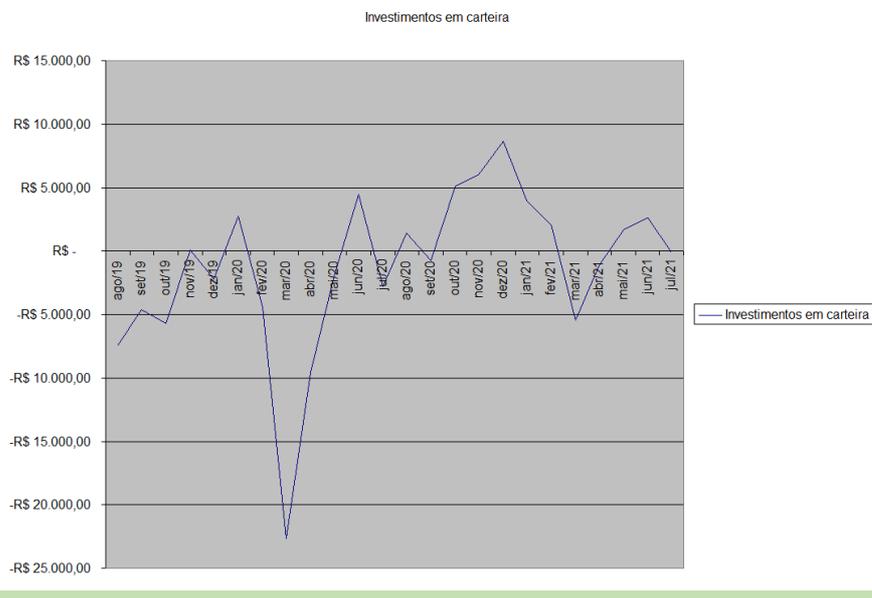
Gráfico 9 – Evolução da taxa de câmbio (venda-média-mensal) – agosto de 2014 a fevereiro de 2017



Fonte: elaboração própria, a partir dos dados do IPEADATA

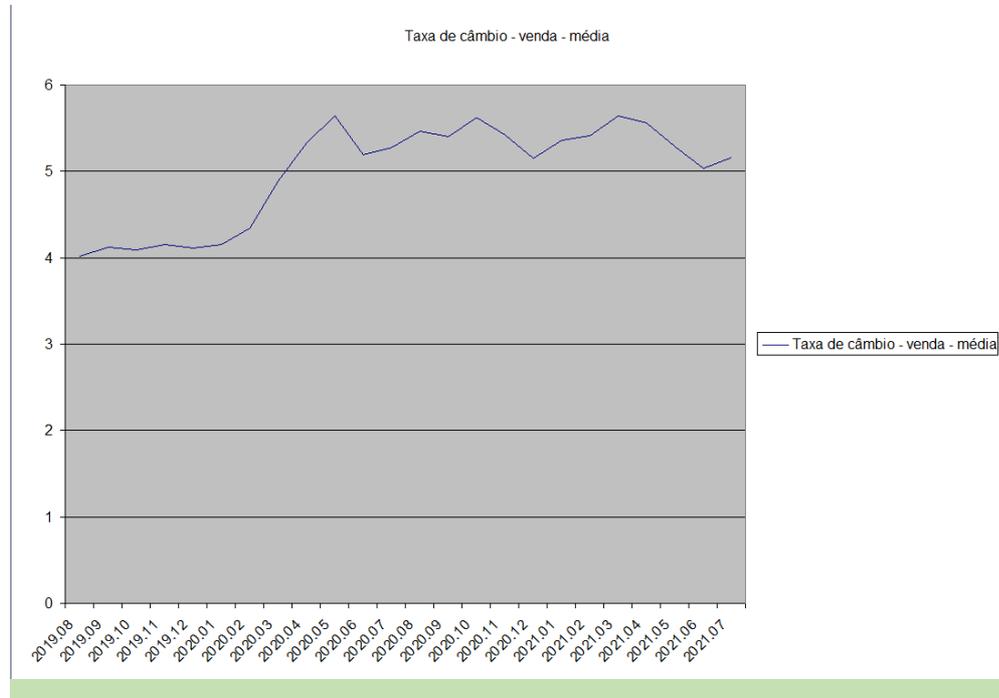
Por fim, diante da recente pandemia do Covid-19, cujas consequências econômicas atingiram o mundo todo, também pode ser visualizada nos dados relativos aos investimentos em carteira do Brasil e à taxa de câmbio. Como pode ser visto nos gráficos 10 e 11.

Gráfico 10 - Evolução do investimento em carteira (R\$ mi) – agosto de 2019 a julho de 2021



Fonte: elaboração própria, a partir dos dados do Banco Central do Brasil, retirados do Sistema Gerenciador de Séries Temporais

Gráfico 11 – Evolução da taxa de câmbio (venda-média-mensal) – agosto de 2019 a julho de 2021



Fonte: elaboração própria, a partir dos dados do IPEADATA

Nos gráficos, vê-se o impacto claro da crise do Covid-19 na entrada de capitais no Brasil e nas flutuações da taxa de câmbio. Não é intenção deste trabalho explicar as causas pelas quais isso ocorreu ou os motivos da rápida retomada, como em 2009, mas apenas demonstrar o quanto os fatores macroeconômicos estão refletidos nos fluxos de capitais brasileiros, muito mais do que estão os fatores internos, o que pode ser percebido nos índices acima apresentados.

Conclui-se que a entrada de capitais no Brasil tem sido a responsável por fomentar um portfólio que privilegia o capital financeiro em detrimento do capital produtivo, com exceção das commodities, o que tem prejudicado seriamente a indústria e os setores responsáveis pela inovação, contribuindo para tornar o país ainda mais dependente desses recursos, que favorecem investidores, mas aprofundam a sujeição para além das nossas fronteiras nacionais. Além disso, restringe a ação governamental, que se vê limitada de fomentar o desenvolvimento, por estar atrelada a políticas financeiras e cambiais internacionais. Assim, apesar da gigantesca área territorial, das imensuráveis riquezas naturais e de um potencial

econômico surpreendente, o Brasil peca ao escolher o caminho da sujeição ao capital internacional, que não está interessado no crescimento do país, mas na simples oportunidade de rentabilidade. E, quando a fonte secar, tem-se a certeza de que o fluxo de capital migrará para lugares mais lucrativos, pois tal é a dinâmica dos sistema capitalista. Por isso, é importante analisar, mesmo que seja de forma concisa, como ocorrem as aberturas financeiras em países pares ao Brasil, pois ainda estamos no início e há possibilidade de melhorias.

### **3.2.2 Breve comparação entre a influência do fluxo de capitais no desenvolvimento do portfólio brasileiro e no de outros países emergentes**

A entrada de capitais em um país emergente geralmente vem acompanhada da promessa de fortalecimento e maior dinamização dos mercados financeiros, mas nem sempre é o que acontece, podendo gerar, ao contrário, maior dependência financeira mesmo quando houver bons indicadores econômicos. A diferença pode estar na maneira como o país receptor regulariza a apropriação e suas condições de operação.

O Brasil adotou, como vimos anteriormente, após a sua abertura financeira, uma política de investimentos sem restrições ou análises prévias em seu mercado de capitais. Mesmo possuindo uma conta de depósitos em moeda nacional, os investidores residentes possuem permissão para investir no exterior com a compra e venda, inclusive, de moedas estrangeiras. Além disso, não há restrições para o envio de recursos para o exterior e os exportadores podem manter seus dividendos no cenário internacional por prazo indeterminado. Esta política econômica tem o condão de atrair investidores, mas se caracteriza por um baixo dinamismo da economia, por uma balança comercial que tende ao negativo e por elevadas taxas de juros (DAMASCENO, 2013).

Um caso que merece atenção é o da China, que vivenciou - a partir da década de 70 - uma gradual transição para a economia de mercado. A primeira abertura para o capital estrangeiro se destinava a financiar projetos produtivos e tecnológicos com o intuito de produzir crescimento econômico. Foram criadas zonas especiais de desenvolvimento com menos restrições e o governo abriu mão do monopólio do Estado no comércio exterior. Na década de 1990, foram criadas as

bolsas de valores, mas com várias restrições para os investidores. A forte presença do Estado na regulação das áreas fiscal e monetária criou um sistema restrito para os investidores, mas que ajudou muito o país a crescer (SOUZA, 2021).

A Índia, por sua vez, estabeleceu reformas liberalizantes à entrada de capital estrangeiro que foram favoráveis aos investimentos e ao seu plano de desenvolvimento, gerando taxas de crescimento da economia à medida que foi se inserindo na economia internacional. Sua abertura comercial iniciou com a quebra de monopólios e redução de tarifas sobre o comércio internacional, por isso foram retiradas as exigências de associações a empresas nacionais e o setor de serviços foi aberto para o capital estrangeiro. No entanto, há percentuais definidos de investimento do capital estrangeiro e os fluxos de capitais têm sido incentivados pelo elevado retorno propiciado por sua dívida externa (SOUZA, 2021).

Na Rússia, o desmantelamento do sistema estatal se iniciou com a Perestroika, que passou a oferecer maior autonomia às empresas, além de permitir sua associação com o capital estrangeiro, criando o setor privado e uma economia de mercado, ainda que parcial. Além disso, ocorreu uma reforma bancária que reduziu as restrições a não-residentes e adotou o câmbio flexível. Contudo, sua liberalização tem sido cautelosa e a capacidade de mobilidade de capitais ainda é pequena, se comparado aos países mais avançados (SOUZA, 2021).

Na África do Sul, após o *apartheid*, mudanças políticas, monetárias e fiscais foram adotadas em conjunto com a liberalização dos fluxos de capitais e a independência do Banco Central, ao mesmo tempo em que se aceleraram as privatizações. Foram extintos os controles de capitais e de câmbio, permitindo, assim, o acesso direto dos investidores estrangeiros ao mercado de ações. O país aderiu a uma globalização capitaneada pelo Estado e pelos empresários nacionais, ou seja, de dentro para fora. Os investimentos passaram a ser mais intensos e as restrições foram diminuindo gradativamente (SOUZA, 2021).

Estudos realizados por Souza (2021) analisaram a entrada de capitais nestes cinco países: Brasil, China, Índia, Rússia e África do Sul, indicando políticas econômicas e regulatórias diferenciadas. Enquanto Brasil, África do Sul e Rússia adotaram estratégias mais abertas de desregulamentação financeira, Índia e China se preocuparam mais com a forma na qual os investimentos passariam pelos seus países, havendo maior controle sobre sua movimentação. Nos países onde houve

maior controle sobre as operações, maior foram os benefícios sobre a economia local.

Os resultados deste estudo indicam que a China e a Índia procuraram, através do mecanismo regulatório local, inibir o componente patrimonial e especulativo do investimento direto externo recebido. Esses países montaram previamente seus ambientes micro/macro para receber o investimento estrangeiro através da construção de uma estrutura legal e institucional sintonizada com os objetivos de promoção do crescimento e redução da vulnerabilidade externa de suas economias. A criação dessas estruturas foi fundamental, por outro lado, para a internalização dos "benefícios" derivados da entrada de investimentos diretos (SOUZA, 2021, p. 63).

A conclusão a que chegou Souza (2021) é que a regulação maior da entrada de capitais gerou maiores investimentos no setor produtivo, ao contrário da desregulamentação que gerou maior entrada de capitais no setor financeiro, o que efetivamente prejudicou mais o país receptor de capitais, pois apenas serviu como território especulativo e não produtivo. Como foi visto nos capítulos anteriores, a especulação sem base produtiva tende a se apresentar como nociva para a economia, gerando, assim, crises econômicas.

Este é o ponto central de resposta desta pesquisa: como este fluxo de capitais afeta o portfólio de investimentos no Brasil, lembrando sempre que um portfólio de investimentos consiste em um conjunto de aplicações de um investidor, que pode ser uma pessoa física ou jurídica, tanto em renda fixa ou variável.

## CONCLUSÃO

Este trabalho teve como objetivo identificar como os fluxos de capitais modificam ou influenciam o portfólio brasileiro. Analisando a história do sistema capitalista e sua incrível capacidade de adaptação, verificou-se que houve uma maior movimentação de capitais a partir da abertura econômica, principalmente em países emergentes.

Algumas características do capitalismo são importantes para entender o seu funcionamento. A primeira delas é a disruptura do sistema da produção e - agora, também - do fluxo de investimentos. Assim, é importante enfatizar que os produtores e os investidores irão direcionar os seus recursos para locais onde as possibilidades de retornos sejam maiores, independentemente do lugar do globo.

Nesse sentido, não é a necessidade de bens o fator que impulsiona a economia, mas a possibilidade de obter lucro com o empreendimento. Por isso, mesmo quando um produto está valorizado, a sua alta produção inviabiliza a manutenção dos preços, havendo, assim, tendência de queda.

O segundo ponto é que a lógica da produção está centrada na propriedade privada dos meios de produção, cujo proprietário ou grupo de acionistas decide em quais investimentos irá centrar suas ações, optando - logicamente - por aqueles mais rentáveis. Assim, a propriedade privada dos meios de produção e a economia de mercado são os pilares do sistema capitalista.

Somado a esses dois fatores, tem-se uma economia de capital que se organiza a parte e acima do fator produtivo, gerando um mercado financeiro que tem vida própria, em âmbito global, embora esteja vinculado à dinâmica real da economia.

Esses termos, os quais são derivados da economia clássica, foram aperfeiçoados na economia contemporânea sob a influência de economistas pós-keynesianos, que questionaram a antiga tese de que a poupança é o motor do investimento. Atualmente, os ciclos de liquidez é que determinam os fluxos de capitais, que são atraídos com maior força para os países emergentes quando as condições nos países desenvolvidos não são propícias ao lucro. Porém, assim que se demonstra algum tipo de instabilidade, há uma fuga de capitais tornando os mesmos muito voláteis.

Assim, países em desenvolvimento que abriram seus capitais, a partir da década de 1990, tem no fluxo de capitais a sua tábua de salvação, mas que, paradoxalmente, pode ser a sua ruína. Isso acontece porque os investidores exigem soluções adequadas para aportar no país, o que geralmente leva a mudanças na taxa de câmbio, alterações nas políticas macroeconômicas e adaptação das legislações e restrições internas para facilitar a sua entrada.

A opção de flexibilizar a economia dentro dos países emergentes gera uma dependência ainda maior do capital estrangeiro que condiciona os rumos da economia às suas necessidades. Porém, assim que a situação se torna desfavorável, há uma migração que deixa o país emergente ainda pior do que estava antes de aceitar a vinda do capital estrangeiro. O efeito nocivo afeta diretamente o sistema produtivo, principalmente o setor industrial, pois os investimentos que até então entravam eram responsáveis pelo desenvolvimento de inovações. Sem eles, boa parte do que se produz no país deixa de ser competitivo, resta, então, adotar um padrão de exportação de *commodities* e importação de manufaturados, regidos pelos valores das moedas fortes como o Dólar.

Respondendo, então, à pergunta inicial deste trabalho: de que forma os fluxos de capital influenciam no portfólio brasileiro, tem-se a seguinte resposta: os fluxos de capital tendem a fortalecer o setor financeiro em detrimento do setor produtivo, tornando o mercado de ações o verdadeiro gerenciador da economia. Os investidores direcionam seus fluxos de capitais para aqueles rendimentos de maior liquidez e rentabilidade, cuja retirada pode ser imediata, por isso possuem força para impactar o mercado doméstico de modo rápido e oneroso.

Uma segunda pergunta se faz necessária: o que pode fazer um país emergente, como o Brasil, não deixar que isso aconteça nas próximas décadas? Possivelmente fazer como a China e/ou a Índia fizeram, que condicionaram a entrada de capitais ao fortalecimento do setor produtivo. O país continuaria aberto para investimentos, pois necessita deles, mas não aceitaria que os investidores escolhessem onde investir sem desenvolver o meio produtivo nacional. Dessa forma, o fluxo de capitais continuaria tendo lucro, mas geraria vantagens para a economia local.

Da maneira como os investidores agem e do modo como o país os recebe, a tendência é o enfraquecimento geral da economia e o aumento da

desigualdade, pois há fluxo de capitais quando as condições são favoráveis e retirada quando as condições são ruins.

## REFERÊNCIAS

ALTO COMISSARIADO DAS NAÇÕES UNIDAS PARA OS REFUGIADOS (Acnur). **5 dados sobre refugiados que você precisa conhecer**. 2019. Disponível em: <https://www.acnur.org/portugues/2019/04/09/5-dados-sobre-refugiados-que-voce-precisa-conhecer>. Acesso em: 01 jul. 2021.

ARCE, P. A. B. **Aplicação da teoria do Portfólio para otimização de carteiras de contratos de energia elétrica e gestão de risco**. Dissertação (Mestrado em Ciências). Universidade Federal de São Carlos, São Carlos, 2014.

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Posição Internacional de Investimento: Padrão especial de disseminação de dados**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htmls/infecon/seriehistdlspedd.asp?frame=1>. Acesso em: 15 out. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Balanco de pagamentos**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticassetorexterno>. Acesso em: 15. out. 2021.

BAUMAN, Z. **Globalização: as consequências humanas**. Rio de Janeiro: Zahar, 1999.

BRASIL. Secretaria de Justiça, Trabalho e Direitos Humanos. **Migrantes, refugiados e apátridas**. (2021). Disponível em: <http://www.dedihc.pr.gov.br/modules/conteudo/conteudo.php?conteudo=100>. Acesso em: 28 jun. 2021.

BELLUZO, L. G. M. **O capital e suas metamorfoses**. São Paulo: UNESP, 2013.

BIANCARELLI, A.; ROSA, R.; VERGNHANINI, R. **Ciclos de liquidez e crédito doméstico: canais de transmissão e a experiência brasileira recente**. Disponível em: [https://www.anpec.org.br/encontro/2017/submissao/files\\_/i4-eba1e3263c3813b9165ea04ce57dbc6a.pdf](https://www.anpec.org.br/encontro/2017/submissao/files_/i4-eba1e3263c3813b9165ea04ce57dbc6a.pdf). Acesso em: 24 out. 2021.

BIANCARELLI, A. M. A abertura financeira no Brasil: um balanço crítico. In: CARNEIRO, R.; MARCOLINO, L. C (org.). **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil: do Plano Real à crise financeira**. 1ªed. São Paulo: Publisher Brasil e Editora Gráfica Atitude Ltda., 2010.

BRITO, A. A. F. B. A quarta revolução industrial e as perspectivas para o Brasil. **Revista Científica Multidisciplinar Núcleo do Conhecimento**, ed. 07, ano 02, v. 02, p. 91-96, out. 2017.

CAVALCANTE, Z. V.; SILVA, M. L. S. da. A importância da Revolução Industrial no mundo da Tecnologia. **Encontro Internacional de Produção Científica**, Maringá, 2011.

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

DAMASCENO, A. O. Fluxos de capitais e crescimento econômico em países de desenvolvimento. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 43, n. 4, p. 773-811, out./dez. 2013.

DAMASCENO, A. O. **Fluxos de capitais e crescimento econômico em países em desenvolvimento**: análise teórica e evidência econométrica. Disponível em: <https://www.anpec.org.br/encontro/2011/inscricao/arquivos/000-e7adc8a31f45461a22bb304fa0332d60.pdf>. Acesso em: 21 set. 2021.

DANA, Samy. **Entenda a teoria do portfólio utilizada até hoje por gestores de fundos de investimento**. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/blog/samy-dana/post/entenda-teoria-de-portfolio-usada-ate-hoje-por-gestores-de-fundos-de-investimento.html>. Acesso em: 21 out. 2021.

DE CONTI, B. M.; PRATES, D. M.; PHILON, D. A hierarquia monetária e suas implicações para as taxas de câmbio e de juros e a política econômica dos países periféricos. **Economia e Sociedade**, v. 23, n. 2, p. 341-372, mai./ago. 2014.

DREIFUSS, René Armand. **A época das perplexidades**: Mundialização, Globalização e Planetarização: novos desafios. Petrópolis: Vozes, 1996.

FACHIN, Z.; SILVA, D. M. Mundialização do capital e as desigualdades sociais no século XXI: reflexões a partir de “A tempestade” de William Shakespeare. **Constituição, Economia e Desenvolvimento. Revista da Academia Brasileira de Direito Constitucional**. Curitiba, v. 12, n. 22, p. 296-317, jan./jul.2020.

FMI. **Balance of payments and international investment position manual (BPM6)**. 2013. Disponível em: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>. Acesso em: 21 out. 2021.

FORTUNA, E. **Mercado financeiro**: produtos e serviços. 22. ed. Rio de Janeiro: QualityMark, 2020.

FREIRE, P. Globalização, ética e solidariedade. In: Dowbor, L. et al. (Org.). **Desafios da globalização**. Petrópolis, RJ: Vozes, 1997.

FREITAS, L. M.; BARBOSA, E. R. N. A contra-reforma neoliberal no Brasil, o terceiro setor e suas relações com as políticas públicas e sociais. **Serviço Social e Realidade**, Franca, v. 23, n. 2, p. 59-74, 2014.

FRANZEN, A.; MEURER, R.; GONÇALVES, C. E. S. Determinantes do fluxo de investimentos de portfólio para o mercado acionário brasileiro. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 39, n. 2, p. 301-328, abr./jun. 2009.

GIACOMELLI, G. S. A teoria tradicional do bem-estar: da origem às críticas. **Revista de Desenvolvimento Econômico (RDE)**, Salvador, v. 3, n. 38, p. 6-27, dez. 2017.

HARVEY, D. **O novo imperialismo**. São Paulo: Edições Loyola, 2004.

HILFERDING, R. **O capital financeiro**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

HOBBSAWN, E. J. A era das revoluções: **Europa 1789-1848**. 12. ed. Trad. Maria Tereza Lopes Teixeira e Marcos Penchel. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 2000.

IANNI, O. **Teorias da globalização**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1995.

KEYNES, J. M. **Teoria alternativas da taxa de Juros**. 3. ed. Brasília: IPEA, 2010. (coleção Clássicos de literatura econômica: textos selecionados de macroeconomia).

KREGEL, Riscos e implicações da globalização sobre a autonomia das políticas nacionais, **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 7, p. 29-49, 1996.

LENIN, V. I. **O Imperialismo: etapa superior do capitalismo**. Campinas: FE/Unicamp, 2011.

LOPEZ, J.; CARDIM, C. Uma estratégia de desenvolvimento na tradição keynesiana-estruturalista. In: SICSÚ, J.; CASTELAR, A. **Sociedade e economia: estratégias de crescimento e desenvolvimento**. Brasília: IPEA, 2009. p. 51-57.

LOURENÇO, A. Luis C. O pensamento de Hyman P. Minsky: alterações de percurso e atualidade. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 15, n. 3 (28), p. 445-474, 2006.

MENDES, M. H.; SOUZA, R. C.; SANFINS, M. A. Otimização de portfólio: Métrica do risco com espaço objetivo aumentado. **Research, Society and Development**, v. 10, n. 5, e47210515189, 2021.

MINSKY, H. P. **Stabilizing an unstable economy**. (T. C. Report, Ed.) New Haven: Yale University Press, 1986

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. **Banco Mundial: quase metade da população global vive abaixo da linha da pobreza**. 2018. Disponível em: <https://nacoesunidas.org/banco-mundial-quase-metade-da-populacao-global-viveabaixo-da-linha-da-pobreza/>. Acesso em: 27 jun. 2021.

OLIVEIRA, A. U. A mundialização do capital e a crise do neoliberalismo: o lugar mundial da agricultura brasileira. **Geusp – Espaço e Tempo** (Online), v. 19, n. 2, p. 229-245, ago. 2015.

OLIVEIRA, F. A. S. **Desempenho da otimização robusta de carteiras no mercado acionário brasileiro**. Dissertação (Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração da Faculdade de Ciências Econômicas). Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2013.

PEREIRA, Vanessa P. **A vulnerabilidade externa da Economia Brasileira advinda dos fluxos financeiros: uma análise do período 2000-2014**. Tese (Doutorado em Economia) Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2015.

PESSOTI, F. C. S. L.; PESSOTI, G. C. Os elementos constituintes do método de análise das escolas Clássica, Neoclássica e Novo-Clássica. **Caderno de Ciências Sociais Aplicadas**, Vitória da Conquista/BA, v. 14, n. 24, p. 230-246, jul./dez. 2017.

POSSAS, M. L. Uma interpretação de pontos controversos da Teoria Geral de Keynes. **Brazilian Keynesian Review**, v. 1, n. 1, p. 71-95, 2015.

PRADO, L. C. D. **Globalização**: notas sobre um conceito controverso. Disponível em: Globalizacao-LuisCarlosDelormePrado.pdf - e-Disciplinas. Acesso em: 14 set. 2021.

SÁ, E. V. H. C. Sociedade de consumo, globalização e precarização das relações laborais na terceirização. **Revista do Direito do Trabalho e Meio Ambiente do Trabalho**, Curitiba, v. 2, n. 2, p. 195-208, jul./dez. 2016.

SANTOS, M. **Por uma outra globalização**. 30 ed. Rio de Janeiro: Record, 2000.  
SANTOS, M. Globalização, cidadania e meio técnico-científico-informacional. In: SOUZA, A. J. et al. (Org.). **Milton Santos**: cidadania e globalização. Bauru, SP: AGB/Saraiva, 2000.

SCHERMA, R. A. **Capitalismo financeiro e uso corporativo do espaço da nação**: o território como recurso. Tese (Doutorado em Geociências e Ciências Exatas). Universidade Estadual Paulista, Rio Claro, 2012.

SILVA, M. C. A. da.; GASPARIN, J. L. **A segunda revolução industrial e suas influências sobre a educação escolar brasileira**. 2015. Disponível em: [http://www.histedbr.fe.unicamp.br/acer\\_histedbr/seminario/seminario7/TRABALHOS/M/Marcia%20CA%20Silva%20e%20%20Joao%20L%20Gasparin2.pdf](http://www.histedbr.fe.unicamp.br/acer_histedbr/seminario/seminario7/TRABALHOS/M/Marcia%20CA%20Silva%20e%20%20Joao%20L%20Gasparin2.pdf). Acesso em: 28 jun. 2021.

SMITH, A. **A riqueza das nações**: uma investigação sobre a natureza e as causas da riqueza da nação. Trad. Norberto de Paula Lima. 3. ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2017.

SILVA, A. F.; OLIVEIRA, R. S.; RIBEIRO, K. C. S. Otimização de carteiras de investimento: aplicações no IBRX50. **Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade**, v. 7, n. 27, p.73-88, 2019.

SOUZA, H. F. **Fluxos de capitais e vulnerabilidade externa**: o estudo da dinâmica financeira dos investimentos diretos nos países do BRICS (2000-2019). Tese (Doutorado em Economia). Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2021.

WEISS, M. A.; PRATES, D. M. Análise teórica e empírica dos fluxos de capitais financeiros para os países em desenvolvimento no contexto da globalização financeira. **Nova Economia**, v. 27, n. 2, p. 85-117, 2017.

WIEST, R. **Instituições e fluxos internacionais de capitais**: teorias e evidências. Tese (Doutorado em Economia). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2018.