



Humberto Antônio Barbosa Lima

# O PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR COMO NORMA TRIBUTÁRIA INDUTORA CONCRETIZADORA DA REDUÇÃO DAS DESIGUALDADES SOCIAIS.

Tese de Doutoramento em Direito, ramo de Ciências Jurídico-Econômicas, orientada pelo Prof. Doutor José Manuel Gonçalves Santos Quelhas e apresentada na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra

Agosto de 2017



UNIVERSIDADE DE COIMBRA



HUMBERTO ANTÔNIO BARBOSA LIMA

***O princípio do especulador-pagador como norma tributária indutora concretizadora da redução das desigualdades sociais***

Tese de Doutoramento em *Direito*, ramo de *Ciências Jurídico-Econômicas*,  
apresentada na *Faculdade de Direito* da Universidade de Coimbra

Orientador: *Prof. Doutor José Manuel Gonçalves Santos Quelhas*



UNIVERSIDADE DE COIMBRA

AGOSTO/2017



***The principle of the speculator-payer as a tax-inducing norm that concretizes the reduction of social inequalities.***

# **ABSTRACT**

The present work further investigates abusive speculative conduct by investigating its characterizing and structural elements through an initial critical appraisal of the main doctrinal positions and legislation dealing with odious speculation in the eighteenth and nineteenth centuries and the first half of the twentieth century, always taking into account the social context and crises faced in each of these periods.

In continuation, with a strong study of doctrine and related legislation, the structural strengthening of abusive speculation in recent years is examined, mainly discussing the rise of financial liberalism, the use of the floating exchange system and the modifications faced by major risk rating agencies.

Then, based on theoretical studies and analysis of concrete cases on speculative attacks, the abusive speculative conduct to be discouraged by the law is objectively delineated.

After this, we analyze the causal relationship between such an abusive speculative attitude and the immensely damaging consequences to society, which have effects contrary to those objectives of the modern constitutions. Using the contemporary interpretive methods of the current axiological-teleological system, the limitations to the subjective right of the individual speculator are observed, understanding the validity of limiting abuse of the right to invest to come from the effect of fundamental rights and the theory of the social function of property.

Thus, based on the current context of the constitutional state and its regulatory facet, a possible imposition of its active action in the fight against abusive speculation is evaluated through an ample study of means to solve the

conflict between constitutional norms with the least relativization of colliding principles, as an attempt to protect constitutionally protected rights and to realize the constitutional objective of reducing social inequalities. Therefore, in order to ensure a consistent unity in the formation, direction, interpretation and application of the norms designed to achieve this objective, adoption of a guiding principle is proposed in order to guarantee the realization of the constitutional objective of reducing social inequalities: the principle of the speculator-payer.

Then, we examine the concrete manifestations of the principle of the speculator-payer over the centuries - in particular, the current attempts at materialization - as well as analyzing the limits of the inductive or dirigiste tax standard, with a broad study of the fiscal and extra-fiscal functions of such standards and the relationship of the principle of contributory capacity to the principle of material equality.

Finally, in tribute to the spirit of the modern constitutions that seek to reduce social inequalities, the institution of dirigiste tax rules is proposed that would be applied to the profit acquired (by the abusive speculator) through the negotiation of individual assets considered within a period determined from its previous transaction and - in order to give a greater concretization - the application of progressive rates and, if possible, in two distinct and cumulated forms: inversely to the time the speculator remained with the asset - that is, the smaller the time with the asset, the higher the rate - and directly to the leverage level of the speculator's assets - the higher the leverage of the equity, the higher the rate.

With the use of the method proposed above, it is understood that the speculator-payer principle would be more concretised, since there would be less interference in the conflicting principles with great satisfaction of the constitutional objective of reducing social inequalities.

***O princípio do especulador-pagador como norma tributária indutora  
concretizadora da redução das desigualdades sociais.***

## **RESUMO**

O presente trabalho aprofunda o estudo sobre a conduta especulativa abusiva, investigando os seus elementos caracterizadores e estruturais através, inicialmente, da apreciação crítica dos principais posicionamentos doutrinários e das legislações que tratavam da especulação odiosa nos séculos XVIII, XIX e na primeira metade do século XX, sempre levando em consideração o contexto social e as crises enfrentadas em cada um desses períodos.

Em continuação, com forte estudo da doutrina e da legislação relacionada, examina-se o fortalecimento estrutural da especulação abusiva nos últimos anos, discorrendo, principalmente, sobre a ascensão do Liberalismo Financeiro, sobre o emprego do Sistema de Câmbio Flutuante e sobre as modificações enfrentadas pelas principais agências de cotação de risco.

Então, com base em estudos teóricos e em análise de casos concretos sobre os ataques especulativos, delimita-se, de forma objetiva, a conduta especulativa abusiva a ser desincentivada pelo Direito.

Após isso, analisa-se a relação de causalidade entre tal atitude especulativa abusiva e as consequências imensamente danosas à sociedade, que ocasionam efeitos contrários àqueles objetivos das Constituições modernas. Utilizando-se, igualmente, dos contemporâneos métodos interpretativos do atual sistema axiológico-teleológico, observam-se as limitações ao direito subjetivo do indivíduo especulador, entendendo pela validade da limitação ao abuso do direito de investir com o uso do efeito irradiante dos direitos fundamentais e da teoria da função social da propriedade.

Assim, com base no atual contexto do Estado constitucional e na sua faceta regulatória, avalia-se uma possível imposição de sua atuação ativa no combate à especulação abusiva como tentativa de proteger os direitos constitucionalmente tutelados e de concretizar o objetivo constitucional de redução das desigualdades sociais, através de um amplo estudo de meios de solucionar o conflito entre as normas constitucionais com a mínima relativização dos princípios colidentes. Então, com a finalidade de conferir uma unidade consistente na formação, no direcionamento, na interpretação e na aplicação das normas destinadas a atingir tal objetivo, propôs-se a adoção de um princípio norteador a fim de garantir a concretização do objetivo constitucional de redução das desigualdades sociais: o princípio do especulador-pagador.

Em seguida, parte-se para o exame das manifestações concretas do princípio do especulador-pagador durante os séculos – em especial, as atuais tentativas de materialização –, bem como para a análise dos limites da norma tributária indutora ou dirigista, com largo estudo das funções fiscal e extrafiscal de tais normas e da relação do princípio da capacidade contributiva com o princípio da igualdade material.

Finalmente, em homenagem ao espírito das modernas constituições que buscam a redução das desigualdades sociais, propõe-se a instituição de normas tributárias dirigistas que incidiriam sobre o lucro adquirido (pelo especulador abusivo) com a negociação dos ativos individualmente considerados dentro de um período determinado a partir de sua transação anterior e com – a fim de conferir uma maior concretização – aplicação de alíquotas progressivas e, se possível, sob duas formas distintas e cumuladas: inversamente ao tempo que o especulador permanecesse com o ativo – ou seja, quanto menor o tempo com o ativo, maior seria a alíquota – e diretamente ao nível de alavancagem do patrimônio do especulador – quanto maior a alavancagem do patrimônio, maior seria a alíquota.

Com a utilização do método acima proposto, entende-se que ocorreria uma maior concretização do princípio do especulador-pagador, pois sucederia



uma menor interferência nos princípios conflitantes com grande satisfação do objetivo constitucional tutelado: a redução das desigualdades sociais.



# SUMÁRIO

<b>ABSTRACT</b>	<b>5</b>
<b>RESUMO</b>	<b>7</b>
<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>15</b>
<b>ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO</b>	<b>18</b>
<b>PRESSUPOSTOS</b>	<b>19</b>
<b>A) ESPECULAÇÃO FINANCEIRA: O SUCESSO E A RUÍNA NAS DUAS FACES DA MOEDA CHAMADA CAPITALISMO.</b>	<b>19</b>
<b>B) A CIRCULARIDADE DAS CRISES ESPECULATIVAS</b>	<b>21</b>
<b>C) DO ESTADO LIBERAL AO ESTADO REGULADOR</b>	<b>26</b>
<b>PARTE A</b>	<b>33</b>
<b><u>O PÉ INVISÍVEL DA ESPECULAÇÃO – O ANTIGO CONSENSO SOBRE A MATÉRIA</u></b>	<b>35</b>
<b>1. AS INTERPRETAÇÕES DOS INSTITUTOS COMO RETRATOS DO SEU TEMPO.</b>	<b>35</b>
<b>2. OS EFEITOS DA ESPECULAÇÃO DURANTE O ESBOÇO DE CAPITALISMO ROMANO.</b>	<b>37</b>
<b>3. OS EFEITOS DA ESPECULAÇÃO DURANTE O PERÍODO ILUMINISTA (SÉCULO XVIII).</b>	<b>39</b>
<b>A) CONCLUSÃO PARCIAL</b>	<b>52</b>
<b>4. OS EFEITOS DA ESPECULAÇÃO DURANTE O SÉCULO XIX.</b>	<b>53</b>
<b>A) OS DOIS TIPOS DE ESPECULAÇÃO</b>	<b>64</b>
<b>B) OS PORQUÊS DA ESPECULAÇÃO</b>	<b>68</b>
<b>C) AS CONSEQUÊNCIAS DA ESPECULAÇÃO ODIOSA: TRANSFERÊNCIA DE RIQUEZAS E AUMENTO DAS DESIGUALDADES.</b>	<b>76</b>
<b>D) CONCLUSÃO PARCIAL</b>	<b>80</b>
<b>5. OS EFEITOS DA ESPECULAÇÃO DURANTE A PRIMEIRA METADE DO SÉCULO XX.</b>	<b>83</b>
<b>A) O QUE FAZER PARA EVITAR A ESPECULAÇÃO (ODIOSA)</b>	<b>99</b>
<b>B) CONCLUSÃO PARCIAL</b>	<b>102</b>
<b>6. COMPARATIVO DAS CONCLUSÕES DO DESENVOLVIMENTO HISTÓRICO E TEÓRICO DA ESPECULAÇÃO FINANCEIRA NO IMPÉRIO ROMANO, NO SÉCULO XVIII, NO SÉCULO XIX E NA PRIMEIRA METADE DO SÉCULO XX.</b>	<b>105</b>
<b>PARTE B</b>	<b>115</b>

---

**DOS ELEMENTOS ESTRUTURAIS DA ESPECULAÇÃO ODIOSA** 117

---

1. O AUMENTO DO TAMANHO DO MERCADO E DAS POSSIBILIDADES DE INVESTIMENTOS EM GRANDE ESCALA.	119
A) A FASE DA RÍGIDA REGULAMENTAÇÃO DO SETOR FINANCEIRO.	119
B) O RESSURGIMENTO DO LIBERALISMO FINANCEIRO.	124
C) LIBERALISMO FINANCEIRO.	131
D) (DES)REGULAMENTAÇÃO DOMÉSTICA E MOVIMENTO DE CAPITAIS.	139
2. O AUMENTO DA INCERTEZA.	149
A) CÂMBIO FLUTUANTE: INSTABILIDADE X ESTABILIDADE	149
B) CAPITAL PRODUTIVO X CAPITAL FINANCEIRO	163
3. O COMBUSTÍVEL DA ESPECULAÇÃO: O ÊXITO DA ALQUIMIA.	179
A) AS AGÊNCIAS DE COTAÇÃO DE RISCO (AGÊNCIAS DE <i>RATING</i> ):	184
I. As agências de notação de riscos (agências de <i>rating</i> ) e os problemas que giram em seu entorno	184
II. Contexto Atual	190
III. Indução do mercado pelas agências de <i>rating</i> . Modificação jurisprudencial do consagrado entendimento de que a atuação das agências seria “mera opinião”.	198
4. SÍNTESE DA PARTE B	207

---

**PARTE C** 211

---

**DOS ELEMENTOS INTERNOS DA ESPECULAÇÃO ODIOSA** 213

---

1. DOS ELEMENTOS RELACIONADOS AO INDIVÍDUO NA ESPECULAÇÃO ODIOSA OU ABUSIVA: DA NECESSIDADE DE OBJETIVAÇÃO DA CONDUTA	213
A) <u>ATAQUES ESPECULATIVOS</u>	223
I. Ataques especulativos de 1ª geração.	226
II. Ataques especulativos de 2ª geração.	228
III. Ataques especulativos de 3ª geração e assimetria de informações.	234
B) <u>CONDUTAS DO ESPECULADOR E SEUS DIFERENTES NÍVEIS DE INTENSIDADE.</u>	249
C) <u>SÍNTESE DOS ELEMENTOS INTERNOS</u>	257

---

**PARTE D** 261

---

**DA NECESSIDADE DA UTILIZAÇÃO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR: RELAÇÃO DE CAUSALIDADE ENTRE A ESPECULAÇÃO ABUSIVA E AS DESIGUALDADES SOCIAIS** 263

---

1. DAS CONSEQUÊNCIAS DANOSAS DA ESPECULAÇÃO ODIOSA	263
A) CONSEQUÊNCIAS-MEIO: LIBERAÇÃO EXCESSIVA DE CRÉDITO; PERDA DA CONFIANÇA E RESTRIÇÃO DO ACESSO AO CRÉDITO.	264

B) CONSEQUÊNCIAS-EXPLOSIVAS: CRISES	268
I. Aumento da taxa de desemprego	273
II. Baixa acentuada nos preços reais das ações	274
III. Baixa acentuada nos preços reais das habitações	276
IV. Redução do Produto Interno Bruto dos países atingidos	278
V. Forte déficit do saldo orçamental.	279
VI. Forte aumento da dívida pública	280
C) CONSEQUÊNCIA-SILENCIOSA: AUMENTO DAS DESIGUALDADES SOCIAIS	284
2. DO ABUSO AO DIREITO DE ESPECULAR: ESTARIA TAL DIREITO GARANTIDO POR UMA PROTEÇÃO ABSOLUTA QUE IMPEDIRIA LIMITAÇÕES?	305
A) <i>DO FIM DO DIREITO SUBJETIVO ABSOLUTO</i>	306
B) DA FUNÇÃO SOCIAL DA PROPRIEDADE	308
C) DA MUDANÇA DE CONCEPÇÃO E DO RETORNO DA JURIDICIDADE DAS NORMAS CONSTITUCIONAIS.	310
D) DO PROBLEMA AINDA EXISTENTE: DA FALTA DE EFETIVIDADE DA FUNÇÃO SOCIAL DA PROPRIEDADE E DA IMPOSIÇÃO DA ATUAÇÃO ESTATAL.	318
E) DA INVALIDADE DAS NORMAS QUE NÃO CUMPREM AS FINALIDADES CONSTITUCIONAIS.	322
3. DO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR.	325

---

**PARTE E** **337**

**LIMITES E MATERIALIZAÇÃO DO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR** **339**

1. FUNÇÃO EXTRAFISCAL.	341
A) NORMAS INDUTORAS (OU DIRIGISTAS) DE COMPORTAMENTO	349
2. ATUAIS TENTATIVAS DE CONCRETIZAÇÕES DO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR	353
A) TAXA ZERO, BUBBLE ACT E REVENUE ACT DE 1914: PERÍODO ANTERIOR À CRISE DE 1929.	353
B) TAXA KEYNES	359
C) TAXA TOBIN	363
D) CRISES ATUAIS	366
E) AS ATUAIS MOVIMENTAÇÕES POLÍTICAS PARA A CONCRETIZAÇÃO DO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR: ITF E FTT.	371
F) A POSSÍVEL INEFICÁCIA DAS “TAXAS TOBIN” NA ELIMINAÇÃO DA ESPECULAÇÃO ODIOSA.	383
3. LIMITES JURÍDICOS DO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR	391
A) CONSAGRAÇÃO DO PRINCÍPIO DA CAPACIDADE CONTRIBUTIVA	393
B) LIMITES FISCAIS DO PRINCÍPIO DA CAPACIDADE CONTRIBUTIVA	396
C) LIMITES EXTRAFISCAIS DO PRINCÍPIO DA CAPACIDADE CONTRIBUTIVA E DO PRINCÍPIO DA IGUALDADE MATERIAL	399
D) APLICAÇÃO DOS LIMITES EXTRAFISCAIS E FISCAIS ÀS NORMAS CONCRETIZADORAS DO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR	412
4. LIMITES POLÍTICOS DO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR	415

<b>5. PROPOSTA DE CONCRETIZAÇÃO DO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR</b>	<b>421</b>
<b>A) UMA PROGRESSIVIDADE DIFERENTE: FUNÇÃO CRESCENTE AO NÍVEL DE ABUSIVIDADE DA CONDUTA</b>	<b>424</b>
<b>CONCLUSÃO</b>	<b>429</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	<b>455</b>

# INTRODUÇÃO

Os registros das marcas deixadas pela especulação abusiva na sociedade percorrem séculos. *Desemprego, falência, miséria, fome, revolta, desabrigo, migração, racismo, brutalidade, comunismo, fascismo, pânico, suicídio, etc.* são algumas das palavras reiteradas nos noticiários e em outras expressões culturais representativas dos períodos pós-crisis decorrentes da especulação odiosa.

A estreita relação da conduta especulativa com a natureza humana fez com que se bastasse um esboço de sistema capitalista para que a especulação abusiva se fizesse presente e produzisse as suas vítimas. E, desde tal período, doutrinadores e legisladores vêm discutindo meios para impedi-la ou para reduzir os seus efeitos ou, ao menos, para simular isso à população.

Passados séculos de *suposto* combate e de pouco êxito, a nossa sociedade, categoricamente, curvou-se aos interesses daqueles que realmente apoiam a especulação (ou melhor, lucram com ela) e passou a sustentá-la em todos os seus termos. Assim, desde então, vê-se o fortalecimento dos pressupostos e dos elementos da especulação odiosa (ou abusiva), principalmente, com a desarticulação de toda a estrutura protetora da estabilidade econômica desenvolvidas após sucessivas e graves crises; atribuindo um estado de incerteza e de insegurança ao mercado; e conferindo um grau de confiança excessiva a formas específicas de informações – que passaram a ter poder de ocasionar efeitos quase tão catastróficos quanto o lançamento de bombas nucleares. E tudo isso incrementado pela extrema relação e interligação econômica existente entre as economias dos países.

Como consequência, por meio do trabalho de poucas dúzias de especialistas, espalhados nos principais países detentores do capital financeiro, bilhões e bilhões de dólares, euros, libras, reais, ienes, etc. viajam, em segundos, de um ponto a outro do globo, demonstrando quão frágil é a *segurança econômica* dos países, deixando patente a constante ameaça de

crises que conduziriam à condição de miseráveis, pela retirada de empregos, do bem-estar da população, dentre outras coisas.

Entretanto, as crises são apenas uma parte do problema. Os rastros da especulação odiosa ultrapassam e se desenvolvem, especialmente, de forma silenciosa, ocasionando o agravamento da desigualdade social. Então, a análise da existência de uma relação entre o fortalecimento da especulação financeira e o crescimento da desigualdade social é obrigatória.

Além disso, pautando-se o estudo no fato de que, como comumente ocorre, bem como ocorreu nas mais recentes crises, restou constatado um grande paradoxo na relação contribuintes, Estado e grandes especuladores – e nos consequentes lucros destes últimos –. Por isso, é imperioso o exame de uma correta adequação constitucional de uma tributação indutora sobre os especuladores abusivos, a fim de impedir que, em decorrência de atitudes de parte dos próprios especuladores para angariar lucros estrondosos, os contribuintes venham tendo que pagar reiteradamente – por meio do Estado – valores ainda maiores para recuperar o ambiente especulativo.<sup>1</sup>

Portanto, impõe-se procurar meios para impedir a repetida transformação da dívida privada em pública, com claro objetivo de possibilitar o retorno do lucro ao seu robusto desempenho e, conseqüentemente, gerando mais riquezas àqueles que já são por demais ricos em detrimento da maior parte da sociedade.

Mas não é só. Como conseqüências das atitudes desmedidas (ou não) e abusivas dos especuladores, como vem ocorrendo em todas as épocas, várias empresas acabam falindo, o desemprego, o déficit do saldo orçamental e a dívida pública estatal aumentam; mas, principalmente, retira-se daquilo que seria *Estado Social* o que, aos poucos, vinha sendo desenvolvido de forma

---

<sup>1</sup> Segundo o Relatório de Economia Bancária e Crédito do Banco Central do Brasil, publicado em novembro de 2011, a parcela correspondente ao lucro bancário passou, em média, de 29,94%, em 2009, para 32,73%, em 2010, sendo que, nos bancos privados, essa parcela foi de 34,15%. Desde 2004, foi a segunda mais alta participação do lucro dos bancos no spread bancário. A maior ocorreu em 2008 (34,69%, na média geral). Em 2011, o lucro dos bancos foi de R\$ 55,2 bilhões. (Notícia de 03.11.2011. *Peso do lucro bancário no 'spread' sobe para 1/3 do total em 2010, diz BC*. G1 Economia. Mercados. Globo.com. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia/mercados/noticia/2011/11/peso-do-lucro-bancario-no-spread-sobe-para-13-do-total-em-2010-diz-bc.html>>. Último acesso em 09.08.2017).



importante: a redução das desigualdades. Em outros termos, o necessitado fica cada vez mais desamparado, enquanto os ricos reencontram o caminho para ficarem cada vez mais abastados, isso tudo com o beneplácito e – pior –, muitas vezes, apoio do Estado.

De fato, há uma incoerência entre as atuais atitudes estatais nos seus investimentos, uma vez que, por dados fornecidos pela ONU,

“os bancos e outras instituições financeiras ameaçadas pela crise global já receberam US\$ 18 trilhões [18 mil bilhões na escala longa] em ajuda pública em pouco mais de um ano. Esse é um valor quase dez vezes maior do que os US\$ 2 trilhões [2 mil bilhões na escala longa] em doações de países ricos, que os países em desenvolvimento receberam nos 49 anos de existência da Organização.”<sup>2-3</sup>

Então, no presente trabalho, após se determinar os elementos formadores da especulação abusiva pela análise das obras dos principais doutrinadores de cada período conjuntamente com a apreciação do contexto social vivenciado em cada momento, buscar-se-á encontrar os possíveis meios para se tentar reduzir os efeitos danosos de tal atividade, com a defesa de utilização de meios indutores para guiar o agente econômico sob o manto do princípio jurídico do especulador-pagador.

Dessa forma, além de se impedir que as atitudes abusivas dos especuladores sejam incentivadas pelo Estado – como vem acontecendo em várias nações –, cumprir-se-á a própria noção de justiça e do princípio da igualdade em matéria tributária, bem como o objetivo de vários estudiosos – principalmente em época de pós-crise – e políticos – principalmente em época de eleição – quando defendem a necessidade de se tributar as transações financeiras, tentando adequá-la a uma correta interpretação constitucional com um exame da ponderação entre os vários princípios que estão em conflito.

Finalmente, como se destacará, será que tal ideal de justiça e de igualdade em matéria tributária não seria um meio impositivo aos Estados para

---

<sup>2</sup> Carlos Roberto BISPO et al. (org.). *Crise Financeira Mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho*, Brasília: ANFIP, 2009, p. 11.

<sup>3</sup> Também segundo a ONU só “os países europeus comprometeram 4,5 trilhões (4,5 bilhões na escala longa) de euros, o equivalente a 37% da produção econômica da UE, no resgate de suas instituições financeiras”. Notícia de 05.10.2012, disponível no seguinte endereço: <<http://www.onu.org.br/especialistas-da-onu-pedem-reformas-economicas-na-uniao-europeia-condizentes-com-os-direitos-humanos>>. Último acesso em 09.08.2017.

instituir uma tributação que desincentivaria atividades danosas à economia – reduzindo, inclusive, os seus custos relacionados às atividades de risco desempenhadas pelos grandes especuladores –, bem como desempenhando um importante papel para a concretização da redução das desigualdades?

É o que se buscará responder.

## **ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO**

O presente trabalho está dividido em cinco partes principais (A, B, C, D e E).

Na primeira parte do trabalho, será realizado um estudo sobre os principais fatos, legislações e obras dos mais renomados doutrinadores que trataram sobre a especulação financeira durante os séculos XVIII, XIX, e a primeira metade do século XX,<sup>4</sup> a fim de se destacar os elementos necessários para a formação da especulação odiosa ou abusiva. Na oportunidade, enquadrar-se-á o posicionamento doutrinário no contexto social vivenciado por cada doutrinador e pelos fatos a que as sociedades – ao seu tempo – enfrentavam.

Na segunda parte, realizar-se-á uma análise sobre as modificações estruturais que ocorreram na segunda metade do século XX, que condicionaram o fortalecimento da estrutura para a especulação financeira, uma vez que desenvolveram e aperfeiçoaram as condicionantes para a existência da especulação odiosa.

Na terceira parte, com base em um estudo sobre os ataques especulativos e sobre o efeito contágio, buscar-se-á analisar a correção dos elementos internos da pessoa do especulador, em face da necessidade da objetivação da conduta com o desígnio de trazer meios efetivos de combate à especulação abusiva.

---

<sup>4</sup> A partir de tal período observamos a mudança de posicionamento prevalecente sobre o efeito danoso da especulação financeira.

Na quarta parte, demonstrar-se-á a relação de causalidade entre a especulação abusiva e as suas consequências danosas à sociedade; ordenando as principais consequências, bem como analisando a abusividade da conduta do especulador com base na função social do direito e na fatível invalidade das normas que não cumprem as finalidades constitucionais. Tudo isso levando à imposição da utilização do princípio do especulador-pagador.

Na quinta parte, trataremos especificamente dos meios de materialização do princípio do especulador-pagador com a análise teórica da orientação da conduta através de uma tributação indutora (ou dirigista), pautada na extrafiscalidade. Então, após a análise das tentativas de tributação realizada até o presente momento, tratar-se-á dos problemas para sua imposição; meios e tentativa de soluções.

## **PRESSUPOSTOS**

### **A) ESPECULAÇÃO FINANCEIRA: O SUCESSO E A RUÍNA NAS DUAS FACES DA MOEDA CHAMADA CAPITALISMO.**

Como se observará ao longo deste trabalho, a grande problemática que gira em torno da especulação é a delimitação de seus limites.

É inegável a importância da especulação – no sentido de incentivar a tentativa de novos investimentos, de novas ideias – para o desenvolvimento da sociedade capitalista. Sem ela, as inovações dificilmente teriam êxito, ou, ao menos, reduziriam de forma desmedida, o que acabaria por retirar a possibilidade de desenvolvimento da sociedade com uma possível redução daquilo que entendemos ser melhorias do nosso existir.

Mas, na verdade, todas essas inovações facilitam ainda mais a especulação. Tal constatação não é de hoje: em 1834, Gibart já afirmava com convicção que “[t]udo o que facilita o negócio facilita também a especulação, e,

em muitos casos, ambos se entrelaçam tão estreitamente que é difícil dizer onde termina o negócio e onde começa a especulação”.<sup>5</sup>

Da mesma forma, bem se sabe que a possibilidade de lucro é que o principal combustível para movimentar os investidores. E o fato de o investimento ser direcionado para onde existe uma maior possibilidade de êxito é louvável, uma vez que, em teoria, acabaria por se selecionar projetos mais viáveis e fugiria de projetos inviáveis. Contudo, como se verá mais adiante, isso ocorre em teoria. A história nos mostra que fatores distorcem aquilo que seria o entendimento racional dos investidores.

Além disso, a regra hoje no mundo, não é a busca pela fabricação de sonhos e produtos que gerariam benefícios à nossa sociedade. Busca-se, na verdade, tão somente lucrar com a simples variação de preços no menor período possível.

E a busca tão desesperada por lucros – através da especulação abusiva – acaba por formar castelos estonteantes, contudo sem uma mínima base sólida – são os chamados “castelos de ar” –, o que finda, sucessivamente e reiteradamente, em crises financeiras, ocasionando consequências de grande sofrimento à sociedade, principalmente, àqueles que detêm pouco.

Apesar disso, a mínima tentativa de intervenção do governo para evitar a formação de “castelos de ar” em série é considerada ofensiva à *liberdade* capitalista. Então, acaba por prevalecer o dilema proposto por Alexander Baring no século XIX:

O mal [especulação] certamente merecia ser refreado, embora ele dificilmente soubesse como o refreio poderia ser aplicado. O remédio seria pior do que a doença, se, em colocando fim a esse mal, pusessem fim ao espírito da empresa. Esse espírito era tão benefício para a comunidade que ele lamentaria

---

<sup>5</sup> Comentários de Engels em Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. v. III, tomo I. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, Capítulo XXV, p. 307.

ver alguma pessoa estabelecendo uma linha, discriminando entre livre empresa (justiça empresarial) e especulação imoderada (abusiva).<sup>6</sup>

Portanto, as problemáticas que surgem são a necessidade de se encontrar um delimitador entre o que se considera investimento/comércio válido daquilo que se chama especulação abusiva; e como limitar este, interferindo minimamente naquele.

Logo abaixo, buscaremos demonstrar a compreensão dos principais doutrinadores econômicos através do tempo sobre a especulação financeira e as suas consequências habituais, a fim de possibilitarmos encontrar juízos para traçarmos os limites daquilo que seria atividade especulativa abusiva, bem como meios para impedi-la, de forma que interfira minimamente nas consideradas atividades capitalistas legítimas.

## **B) A CIRCULARIDADE DAS CRISES ESPECULATIVAS**

Se analisarmos qualquer imagem de uma cidade grande do início do século XX, veremos quão grandes foram as modificações por elas enfrentadas. Os avanços tecnológicos foram gigantes, o que modificou bastante a forma de viver da população como um todo. Em um período de cem anos, como se constata, as grandes cidades se tornaram outras completamente distintas. Entretanto, quando o assunto é especulação financeira, apesar da utilização de nomenclaturas distintas, a história se assemelha bastante, mesmo se retornássemos quatro séculos no tempo.

Se ainda vivo fosse Hegel, quem considerava deplorável o fato de a humanidade conseguir incidir sempre nos mesmos erros, certamente, se

---

<sup>6</sup> Tradução livre para o seguinte trecho: "The evil was certainly one which deserved to be checked; though he hardly knew how the check could be applied. The remedy would be worse than the disease, if, in putting a stop to this evil, they put stop to the spirit of enterprise. That spirit was productive of so much benefit to the community, that he should be sorry to see any person drawing a line, discriminating between fair enterprise and extravagant speculation". (Thomas Curson HANSARD. "House of Commons, Wednesday, March 16 (1825)". *The Parliamentary Debates: from the Year 1803 to the Present Time*. New Series, Vol. XII. London: C. C. Vanguard at the Water-noster Now Press, 1825, p. 1063).

voltasse seus olhos para a especulação financeira – nem necessitaria um olhar muito profundo, apenas um passar de olhos rápido já seria suficiente –, certamente, questionar-nos-ia sobre o futuro da economia mundial.<sup>7</sup> Isso se deveria ao fato de ser bastante comum o destaque realizado, em textos sobre comportamentos realizados pelos especuladores nas crises financeiras decorrentes de manias especulativas, ao padrão cíclico comum do comportamento humano, apesar de os detalhes que recheiam cada momento diferirem de um para outra.<sup>8</sup>

Basicamente, o processo se inicia com a fase da inovação ou do “deslocamento”. Uma novidade ou uma lucratividade crescente diferenciada de um investimento já consolidado acarreta o aumento do preço do ativo, induzindo investidores a ingressar nesse mercado.<sup>9</sup>

---

<sup>7</sup> A Hegel foi atribuída a máxima: “Quem não conhece a história está condenado a *repetir os erros do passado*”.

<sup>8</sup> Hyman MINSKY. “The Financial Instability Hypothesis: Capitalistic Processes and the Behavior of the Economy”. In: Charlie P. KINDLEBERGER; J. P. LAFFARGUE (coord.). *Financial Crises: Theory, History and Policy*. Cambridge: Cambridge University Press, 1982, pp. 13-29; Charlie P. KINDLEBERGER; Robert Z. ALIBER. *Manias, Pânicos e Crises: A história das catástrofes econômicas mundiais*. 6a Edição. São Paulo: Ed. Saraiva, 2013, pp.. 27 e ss.; Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder. Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, pp.. 72-76; S. J. LLOYD, “Reflections suggested by a perusal of Mr. J. Horsley Palmer’s Pamphlet on the causes and consequences of the pressure on the money market” [1837], in *Tracts and other publications on metallic and paper currency*. Londres: 1858, p. 30; John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. v. II. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990, pp. 101-102 e pp. 232-233, dentre vários outros.

<sup>9</sup> Nesse sentido: “O choque varia de um boom especulativo para outro: nos Estados Unidos, na década de 1920, foi a rápida expansão da produção de automóveis e o desenvolvimento das rodovias em conjunto com a ampliação da rede elétrica para boa parte do país e o grande aumento do número de telefones nas residências. Os choques no Japão na década de 1980 foram rápidos crescimentos nos suprimentos de dinheiro e crédito e a liberalização financeira que permitiu aos bancos aumentar rapidamente seus empréstimos imobiliários. O choque nos países nórdicos nos anos 1980 foi a liberalização financeira, que autorizou bancos domésticos a tomar empréstimos no mercado externo. Um dos choques que precedeu a crise financeira asiática foi a descoberta de “ações em mercados emergentes como nova classe de ativos”, o que levou a grandes aumentos nas compras desses valores por fundos mútuos e de pensão localizados nos Estados Unidos, Grã-Bretanha e outros países industriais. O choque nos Estados Unidos na década de 1990 foi a revolução na tecnologia da informação e os grandes declínios nos custos das comunicações. O no mercado imobiliário dos Estados Unidos em 2002 resultou da securitização de reunir hipotecas com características similares em pacotes que proporcionaram uma base para a emissão de títulos colateralizados de hipoteca (Colletarized Mortgage Obligations – CMO) e de dívida (Colletarized Debt Obligations – CDO). A quantidade de dinheiro disponível para a compra de imóveis aumentou rapidamente. Já o na Islândia, depois de 2000, remete à privatização dos bancos. Às vezes, o choque vem do começo ou fim de uma guerra, de uma colheita superabundante ou fracassada

Euforia! A esperança de tempos dourados (re)nasce. Cria-se um otimismo desproporcional.<sup>10</sup>

O crédito se tornar fácil e barato (seja por uma inovação creditícia, seja por ausência ou ineficácia da regulamentação, seja pelo aumento da concorrência dos financiadores).

Então, ocorre o que se chama de mania especulativa: A euforia conduz à redução da capacidade racional da massa de especuladores que tenta investir aquilo que possui e o que não possui para aproveitar aquele momento ímpar.

Extravagância! Forma-se a bolha: as dívidas da massa de especuladores infla desmedidamente. De forma geral, a dívida ou o preço das ações superam – e muito – os possíveis retornos (não se encontra justificativa na receita nem nos fundamentos).

A irracionalidade contamina não apenas aquele ativo, mas vários outros ativos, fazendo surgir uma onda positiva que provoca a formação de novas empresas buscando aproveitar o momento.

Ilusão ou desinformação. A ganância, a sagacidade ou a cretinice de uns, aliada à irracionalidade, a ingenuidade ou a inexperiência de outros,

---

ou da ampla adoção de uma invenção com efeitos amplos – canais, ferrovias, ou de mudanças imprevistas na política monetária, como a que ocorreu na primavera de 1979. (Charlie P KINDLEBERGER; Robert Z. ALIBER. *Manias, Pânicos e Crises: A história das catástrofes econômicas mundiais*. 6a Edição. São Paulo: Ed. Saraiva, 2013, pp.. 40-41).

<sup>10</sup> Nesse sentido, Adam Smith destaca a propensão das pessoas a acharem que possuem mais sorte do que realmente tem, bem como menosprezam o risco: “O altíssimo conceito que a maior parte das pessoas tem de suas próprias habilidades constitui um mal antigo, salientado pelos filósofos e moralistas de todas as épocas. Tem-se dado pouca atenção à absurda presunção que elas têm quanto à própria sorte. E, no entanto, quando possível, ela é ainda mais ilimitada. Não existe ninguém que, com razoável saúde e disposição, esteja totalmente isento desse defeito. A possibilidade de lucro é mais ou menos supervalorizada por todos, ao passo que a perda é subvalorizada pela maioria, sendo pouquíssimos os que, com razoável saúde e boa disposição, são mais valorizados do que merecem.”

“Que a possibilidade de lucro é naturalmente supervalorizada, conclui-se do sucesso universal das loterias”. (Adam SMITH. *Os economistas. A riqueza das nações: Investigação sobre sua natureza e suas causas*. Volume I. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo – SP: Editora Nova Cultural Ltda. 1996, Círculo do Livro Ltda. p. 154)

gerando a crença no “agora ou nunca mais” ou ainda no “não será agora” ou, pior, “sempre há um menos esperto”, participam na formação de uma bolha.

Pânico. O primeiro mínimo sinal de fraqueza desse falso ambiente positivo é a causa para sua ruptura total. Aqueles que já haviam percebido a loucura em que o mercado se encontra vendem todos os seus ativos rapidamente e isso gera um efeito demanda.<sup>11</sup>

Nesse momento, o crédito some ou já sumiu e aquele que se encontra é caro. Então, o preço dos ativos se reduz mais (ou tão) rapidamente do que (quanto) subiu.

A guilhotina corta cabeças: primeiro, as dos devedores; logo em seguida, as dos financiadores; finalmente, estes levam as do restante da nação. Em termos, o resultado é a destruição não somente da riqueza daqueles entorpecidos, daqueles retardatários ou daqueles financiadores do jogo, mas também das economias de nações.<sup>12</sup>

Parecem acertadas as palavras expressadas por Paul M. Warburg, em 09 de março de 1929, nos escritos da *Commercial and Financial Chronicle*, quando afirmou que a “história, que tem o doloroso costume de se repetir, ensinou à humanidade que o excesso de expansão especulativa invariavelmente termina em excesso de contração e dificuldades. [...] Se for

---

<sup>11</sup> “Os males da negociação imprudente são sempre aptos a se espalhar além das pessoas imediatamente relacionadas.... quando rumores se ligam ao crédito de um banco, causam um tumulto selvagem de pessoas para trocar qualquer dos títulos que possam possuir; sua confiança foi ignorante, sua desconfiança será ignorante e feroz. Tal corrida várias vezes levou à falência um banco que poderia lhes pagar gradualmente. A falência de um causa a desconfiança para se espalhar entre outros e para por abaixo bancos que estavam realmente sólidos; como um incêndio se espalha a partir de uma casa de madeira para outra até que mesmo os prédios à prova de fogo sucumbam ao incêndio de uma grande conflagração”. Tradução livre do seguinte texto: “The evils of reckless trading are always apt to spread beyond the persons immediately concerned.... When rumours attach to a bank’s credit, they make a wild stampede to exchange any of its notes that they may hold; their trust has been ignorant, their distrust is ignorant and fierce. Such a rush often caused a bank to fail that might have paid them gradually. The failure of one caused distrust to rage around others and to bring down banks that were really solid; as a fire spreads from one wooden house to another until even fireproof buildings succumb to the blaze of a great conflagration”. (Alfred MARSHALL. *Money credit and commerce*, London: Macmillan, 1923, p. 307).

<sup>12</sup> Joseph E. STIGLITZ. *O preço da desigualdade*. Lisboa: Bertrand Editora, 2013, p. 27.



permitido que as orgias especulativas se disseminem demais, porém, o colapso final certamente não apenas afetará os especuladores, mas também acarretará uma depressão geral envolvendo todo o país”.<sup>13</sup>

Desse modo, devemos concordar com a maior proximidade das crises especulativas com a natureza e psicologia humanas, anuindo com James Grant, no sentido de que, diferentemente de outros campos do conhecimento, onde o progresso é cumulativo, nas finanças, ele é cíclico.<sup>14</sup>

Segundo KINDLEBERGER e ALIBER, tal sistemática pode ser observada nas dez maiores bolhas financeiras:

1. A bolha das tulipas holandesas (1636).
2. A bolha dos mares do sul (1720).
3. A bolha do Mississippi (1720).
4. A bolha dos preços das ações do final dos anos 1920 (1927-29).
5. O surto nos empréstimos bancários para o México e outros países em desenvolvimento nos anos 1970.
6. A bolha nos imóveis e ações no Japão (1985-89).
7. A bolha de 1985-89 nos imóveis e ações na Finlândia, Noruega e Suécia.
8. A bolha nos imóveis e ações na Tailândia, Malásia, Indonésia e em diversos outros países asiáticos (1992-97), e o surto nos investimentos estrangeiros no México (1990-99).
9. A bolha nas ações de balcão nos Estados Unidos (1995-2000).
10. A bolha imobiliária nos Estados Unidos, Grã-Bretanha, Espanha, Irlanda e Islândia entre 2002 e 2007 e a dívida do governo da Grécia.<sup>15</sup>

---

<sup>13</sup> Edward CHANCELLOR, *Salve-se quem puder. Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, p. 250.

<sup>14</sup> "Progress is cumulative in science and engineering, but cyclical in finance". Tradução Livre: "O progresso é cumulativo na ciência e na engenharia, mas é cíclico na finança". (James GRANT. *Minding Mr. Market: Ten Years on Wall Street with Grant's Interest Rate Observer*. Nova York: Farrar Straus and Giroux, 1993, p. 7).

<sup>15</sup> Charlie P. KINDLEBERGER; Robert Z. ALIBER, *Manias, Pênicos e Crises: A história das catástrofes econômicas mundiais*. 6a Edição. São Paulo: Ed. Saraiva, 2013, pp.. 26-28.

Contudo, tal consequência (crise), apesar de causarem desastres em grande escala, na nossa concepção, não é a mais danosa provocada pela especulação odiosa, mas sim a consequência silenciosa que ataca sem alarde e acaba aguçando as desigualdades já existentes.

### **C) DO ESTADO LIBERAL AO ESTADO REGULADOR**

Após a crise de 1929, passou-se a prevalecer o chamado Estado intervencionista, que procurava, através de atitudes positivas, direcionar e desenvolver a economia como meio de dar continuidade ao capitalismo.

Esse direcionamento da economia pelo Estado se dava através tanto de uma atuação direta como indireta. A doutrina, com a finalidade de desenvolver o assunto, formulou os mais diversos conceitos para diferenciar e denominar estas duas formas de intervenção.<sup>16</sup>

Na primeira forma de intervenção (atuação direta do Estado), o Estado atua como empresário, seja na forma concorrencial (intervenção por participação), seja na forma monopolística (intervenção por absorção). Ao passo que, na segunda forma de intervenção (atuação indireta do Estado), o Estado não atua como empresário, mantém-se fora do ciclo de negócios diretos, estando apenas oferecendo estímulos ou limitando a atividade econômica dos particulares.<sup>17</sup>

Em termos, a atuação estatal na intervenção é bastante complexa, uma vez que a sua orientação deveria ser direcionada ao cumprimento das

---

<sup>16</sup> Diante a falta de importância para o fim aqui buscado a distinção dos conceitos atribuídos pelos diferentes doutrinadores, adotamos neste trabalho o conceito mais difundido que é o de Eros Roberto Grau, o qual distingue da seguinte forma: a) intervenção no domínio econômico representando a intervenção direta do Estado na economia, esta se subdividindo em: i) intervenção por absorção ou ii) por participação. b) intervenção sobre o domínio econômico que representa a intervenção indireta, esta se subdividindo em: I) intervenção por indução e II) por direção (Eros Roberto GRAU. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 11ª edição. São Paulo: Malheiros. 2006, p. 148-151).

<sup>17</sup> João Bosco Leopoldino da FONSECA. *Direito Econômico*, 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 245.

finalidades políticas e sociais. E isso faz com que a intervenção estatal não tenha grande eficiência lucrativa, que seria a principal análise da orientação do particular.<sup>18</sup>

Entretanto, em meados dos anos 70, com a depressão econômica e os déficits financeiros que assolavam todos os modelos do pós-guerra, iniciou-se o desenvolvimento de uma nova política econômica, o novo modelo do Estado “desenvolvido”, o chamado Estado Neoliberal.

Em função dos orçamentos anticíclicos do período Intervencionista e a substituição do papel dinamizador da vida privada por meio dos investimentos públicos, a crença das forças ilimitadas do Estado Social se exauriu junto ao crescimento do endividamento e aos orçamentos deficitários, o que trouxe de volta a busca pela austeridade financeira.<sup>19</sup>

Tal novo modelo de Estado “desenvolvido”, no entanto, só chegou de forma impositiva aos países latino-americanos nos anos 90. Tais países saíam de crises políticas ditatoriais, e apregoavam um novo Estado com novas constituições, baseadas em trechos de constituições constituídas antes da derrocada do Estado Social.<sup>20</sup>

Para melhor entendermos os ideais neoliberais, devemos observar a política neoliberal inglesa, que, por contextos sociais e econômicos, foi a mais fiel à política aqui discutida. Os gestores ingleses se utilizam de modificações em toda a estrutura governamental, baixaram os impostos de forma significativa, aumentaram a estabilidade monetária, contraindo a emissão de moedas, assim valorizando ainda mais a moeda, aboliram uma série de

---

<sup>18</sup> Luís S. de Cabral Moncada defende que, para que os “desperdícios” sejam reduzidos, necessária é a utilização de meios técnicos indispensáveis, a fim de conferir racionalidade à decisão pública. (Luís S. de Cabral MONCADA. *Direito Económico*. Coimbra: Coimbra Editora, 2012, pp. 306-307).

<sup>19</sup> Eduardo MENDONÇA. “Alguns pressupostos para um orçamento público e conforme a Constituição”. *Revista de Direito do Estado*. Ano 2. nº 7 julho/setembro, 2007: 289-312, p. 300.

<sup>20</sup> No caso da constituição brasileira, Conforme podíamos observar, pelos termos do art. 170 da Carta Magna, ao menos no contexto jurídico, inexistia, aparentemente, possibilidade de adequação do modelo Neoliberal ao nosso ordenamento jurídico. Não obstante, a partir da Emenda Constitucional nº. 5, iniciaram-se as chamadas *reformas de governabilidade*, com intuito de impor uma conjuntura neoliberal – tanto na ordem econômico-tributária, como na ordem social. Ocorria, assim, a paulatina modificação do Estado Social Democrata brasileiro para o novo modelo do Estado Neoliberal.

controles sobre fluxos financeiros, criaram uma legislação antissindical e cortaram gastos sociais. E, por fim, iniciaram um programa de privatização das empresas públicas.

Como já afirmamos acima, a Inglaterra possuía uma conjuntura diferenciada, nem mesmo os Estados Unidos ousaram tentar implantar tal política de forma tão ampla. Na América Latina, a partir dos anos 90, por imposição dos investidores estrangeiros, iniciou-se o desenvolvimento dessa política de forma conjunta à globalização, o chamado neoliberalismo globalizador. A doutrina mais crítica bem destaca que tal receita foi seguida à risca por tais países levando à concretização de um dos seus papéis fundamentais, qual seja, a “perda total da identidade nacional e a redução do país ao *status* de colônia, numa marcha sem retorno”.<sup>21</sup>

Além do acima expresso, palpável também é a contradição da política neoliberal de tais países, haja vista que o que se prega em tal política é a volta do chamado “Estado Mínimo”, no entanto, percebemos a voraz luta do Estado, tão atuante como nunca. Os meios utilizados para o Estado conseguir seguir a risca a exigência da cartilha do “capital internacional”, o superávit primário, demanda um esforço sobrenatural, numa verdadeira luta do Estado exigido para que não entre em colapso social.

Tal estado neoliberal visa a uma implementação de políticas onde o Tesouro Nacional gaste cada vez mais com juros da dívida externa, deixando de lado o social como um todo.

Assim, através desta influência ideológica e, principalmente, através da exaustão financeira, ocorreu uma gritante redução da participação do poder público como empresário e até mesmo na concretização da atividade pública, pois o particular passou a realizar condutas que eram tipicamente estatais no

---

<sup>21</sup> Paulo BONAVIDES. *Do País Constitucional ao País Neocolonial*. São Paulo: Ed. Malheiros, 2005, p. 23. E o doutrinador complementa que entre seus objetivos estão a supressão da identidade dos povos, globalizando a resignação dos fracos, “fluindo de medidas provisórias, privatizações, variações de política cambial, arrocho de salários, opressão tributária, favorecimento escandaloso da casta de banqueiros, desemprego, domínio da mídia, desmoralização social da classe média, mimada desde as bases, submissão passiva a organismos internacionais, desmantelamento de sindicatos, perseguição de servidores públicos, recessão”. Paulo BONAVIDES. *Do País Constitucional ao País Neocolonial*, 23.

Estado intervencionista. Deixando de lado o Poder Público o papel de protagonista, que antes exercera, para figurar como agente regulador e planejador, com o fim de alcançar o almejado equilíbrio ente receita e orçamento.<sup>22</sup>

Sobre este aspecto, interessa-nos demonstrar que a doutrina vem afirmando que o fruto de todas as sucessões dos fatos acima narrados é a substituição do antigo Estado Social pelo atual Estado Regulador, que emana normas que visam à ordenação do processo econômico.<sup>23</sup>

Nesse sentido, o Estado vem adotando uma nova postura em relação à liberdade dos agentes econômicos no mercado, falando-se, como visto, num novo modelo de Estado, qual seja, o do Estado Regulador, aquele que garante a liberdade através da sua própria regulação. É, pois, um meio-termo: nem só liberdade; nem só regulação, porquanto o mercado não é um estado de conflito entre todos contra todos.<sup>24</sup>

Portanto, na busca de se reduzir a máquina estatal, como já visto, há uma imposição da prevalência da faceta regulatória do Estado. Ou seja, quem atua diretamente na economia não é mais o Estado, apesar de ser ele ainda o responsável pela garantia dos resultados. Em outros termos, o Estado não atua mais intervindo diretamente através de suas empresas, abrindo espaço, desta forma, para que os particulares atuem. Contudo, o Estado continua com a obrigação de regular tais atividades privadas, impondo limites e fiscalizando o fiel cumprimento dos limites impostos. Ao Estado impõe-se a obrigação de garantir a prestação dos serviços de qualidade e de forma ininterrupta e com amplo acesso à população e com preços controlados,<sup>25</sup> bem como expedir

---

<sup>22</sup> Nesse sentido: Eduardo MENDONÇA, “Alguns pressupostos para um orçamento público e conforme a Constituição”. In: *Revista de Direito do Estado*. Ano 2. nº 7 julho/setembro, 2007: 289-312, p. 300.

<sup>23</sup> Nesse sentido: “O modelo de Estado Regulador, então, assume o perfil da atualidade, em que há uma limitação dos orçamentos públicos aliada aos efeitos da concorrência internacional, marcada pela mobilidade dos fatores econômicos”. (André ELALI. *Incentivos Fiscais Internacionais: concorrência fiscal, mobilidade financeira e crise do Estado*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 76).

<sup>24</sup> André ELALI. *Incentivos Fiscais Internacionais: concorrência fiscal, mobilidade financeira e crise do Estado*, 96

<sup>25</sup> De fato, em teoria, é uma excelente medida, uma vez que haveria uma redução das despesas públicas e da gigante estrutura montada pelo Estado para o desenvolvimento das

normas para induzir os agentes privados no seu âmbito de liberdade a realizar atitudes consideradas política e socialmente corretas pelo Estado.

A intervenção seria, portanto, um meio de política econômica ao passo que a regulação seria um meio de correção do mercado.<sup>26</sup>

Sistematizando o tema, podemos dividir em três distintas linhas o agir estatal, tendo como ponto de partida o exame das funções básicas do Estado, frente à atividade econômica e à alteração das prevalências ou prioridades, quais sejam: 1. o Estado como sujeito da atividade econômica, criando empresas sob seu controle, como as sociedades de economia mista e empresas públicas e respectivas subsidiárias; 2. o Estado como ente regulador, basicamente com o exercício da histórica atividade de polícia sobre as atividades econômicas, hoje ampliada para o campo da regulação normativa e

---

atividades. Além disso, a abertura aos particulares possibilitaria uma ampla concorrência a fim de melhorar a prestação dos serviços e a redução dos preços cobrados. Assim, tal medida geraria ganhos à população em ambas as vertentes: tanto reduziria os tributos cobrados pelo Estado já que houve a redução dos gastos estatais, bem como ocorreria uma melhoria na prestação dos serviços à população com preços mais baixos.

Como em quase todas as teorias, o problema é a prática. O que vem ocorrendo na realidade é que, mesmo com a retirada do Estado do campo de atuação, não vem se observando a redução da sua estrutura e dos gastos públicos. Entretanto, percebe-se a redução da prestação dos serviços pelo Estado, mas não dos gastos estatais, o principal objetivo da teoria. Além disso, em regra, a empresa privada que passa atuar no local do Estado, é uma empresa com grande influência política e atua como se estivesse em monopólio, de forma similar à atuação estatal, contudo agora voltada totalmente ao lucro, ocasionando uma prestação de serviços ainda pior que aquela realizada pelo Estado. Em função da força política da empresa, a regulação é favorável aos interesses da empresa e a fiscalização do Estado é inservível para a melhoria da prestação da atividade. E, no fim, quando ocorrem os problemas da má prestação do serviço e má administração da coisa pública, o responsável continua a ser o Estado.

A reiterada responsabilização do Estado pelos equívocos na implementação desse modelo, em grande parte, pelas falhas apresentadas acima, ocasionou um forte pleito pelo próximo passo: a autorregulação privada, que representaria, no nosso sentir, a completa dissociação dos resquícios do Estado-Providência.

O passo em direção a autorregulação privada através de uma entidade independente em relação ao governo proporcionaria a chamada intervenção não pública na economia. Moncada complementa a ideia no seguinte sentido: “Uma coisa é certa; as várias formas de privatização de empresas e liberalização dos mercados colocam o Estado, actuando directa ou indirectamente, na situação de mais um fornecedor de bens e serviços ao lado de outros e em concorrência com estes. Isso veio modificar a problemática da imparcialidade das entidades responsáveis pela disciplina dos mercados. Se o Estado é agora um concorrente, não um monopolista, aquela disciplina não pode ser por ele garantida, porque é parte interessada, mas apenas por entidades independentes ou privadas, muito embora devidamente enquadradas por um regime legal de origem estatal”. Luís S. de Cabral MONCADA. *Direito Económico*. Coimbra: Coimbra Editora, 2012, p. 54-55.

<sup>26</sup> Luís S. de Cabral MONCADA. *Direito Económico*. 55.

da regulação administrativa (tendo também, atividades de planejamento de caráter não-vinculante para o setor privado); 3. o Estado exercendo atividades indutoras, através, por exemplo, de políticas fiscal e creditícia, no sentido de motivar atividades consideradas relevantes para o desenvolvimento econômico e social.<sup>27</sup>

No presente trabalho, como se detalhará logo adiante, dar-se-á prevalência à faceta do Estado Regulador através da indução de condutas por meio da extrafiscalidade da tributação, observando a possibilidade da indução das atitudes dos particulares a fim de se adequar ao objetivo estatal de evitar a especulação financeira nociva à Economia.

---

<sup>27</sup> Nesse sentido: Francisco de Queiroz de Bezerra CAVALCANTI. “Considerações sobre incentivos fiscais e globalização”. In Ives Gandra da Silva MARTINS; André ELALI; Marcelo Magalhães PEIXOTO (Coordenadores). *Incentivos Fiscais: questões pontuais nas esferas federal, estadual e municipal*. – São Paulo: MP Ed., 2007, p. 170-171.





# PARTE A



# O PÉ INVISÍVEL DA ESPECULAÇÃO – O ANTIGO CONSENSO SOBRE A MATÉRIA

## 1. AS INTERPRETAÇÕES DOS INSTITUTOS COMO RETRATOS DO SEU TEMPO.

A anatomia cíclica das crises especulativas deixa claro que a época e o contexto social em que nos encontramos influenciam de forma determinante a visão que possuímos sobre o mundo, alterando a nossa concepção sobre as consequências de determinados atos, embaçando a nossa percepção e, até mesmo, alterando o seu próprio conteúdo.

Isso se deve ao fato de que toda relação de conhecimento tem por pressuposto uma reciprocidade; pois, somos timbrados pelas nossas *opiniões prévias*, e isso distorce as consequências do conhecimento. Existe ainda uma distorção na própria captura do conhecimento, pois o objeto sobre o qual se busca conhecer nunca se apresenta como realmente é. Portanto, as coisas diretamente captadas passam por um processo de interpretação.

Em verdade, os fatores históricos condicionam não apenas o sujeito, mas também o objeto, pois este tem a sua própria história e condiciona também aquele. Por isso, ocorre a chamada fusão de horizontes com a combinação do horizonte do intérprete com o dos fatos (as sucessivas interpretações sobre os fatos) <sup>28</sup>. E, através disso, faz-se a compreensão dos

---

<sup>28</sup> Tal posicionamento é uma adaptação ao pensamento trazido por Gadamer referente ao campo hermenêutico. (Hans-Georg GADAMER. *Verdade e Método*. Petrópolis, Vozes, 1997, p. 439. Também nesse sentido: Paul RICOEUR. *Interpretação e Ideologias*, organização, tradução e apresentação de Hilton Japiassu, 4.<sup>a</sup> ed., Rio de Janeiro: Editora Francisco Alves, 1983, p. 114). Vejamos trecho da obra que resume a ideia de que estamos submetidos ao tempo em que vivemos: "De um modo geral podemos dizer que se trata da consciência de estar exposto à história e à sua ação, de tal forma que não podemos objetivar essa ação sobre nós, pois essa eficácia faz parte de seu sentido enquanto fenômeno histórico".

fatos, porém condicionada por *pré-noções* (opiniões prévias) e *pré-juízos* (relação entre duas opiniões). Dessa fusão de horizontes<sup>29</sup> colhemos a compreensão dialogal, na qual se passa a ideia que o intérprete leva perguntas aos fatos e estes também lhe promovem perguntas, gerando o diálogo. E essas perguntas modificam-se com o tempo, gerando o chamado círculo em forma de espiral (como destacado no campo hermenêutico por HEIDEGGER), cada vez se aprofundando mais. As perguntas, como consequência, tornam-se inesgotáveis, pois toda obra cultural é uma projeção do espírito humano que é livre, permitindo uma infinidade de projeções e uma inesgotabilidade de sentidos.

Isso ocorre tanto na leitura de um texto, como na leitura de todos os atos e fatos, ou seja, ocorre a todo o momento no nosso existir, pois estamos constantemente interpretando tudo aquilo que gira ao nosso redor, com base naquilo que possuímos como base de conhecimento.<sup>30</sup> Dessa forma, o processo interpretativo modifica no tempo, como se percebe, devido às alterações político-sociais, por consequência, jurídicas, o conceito de inúmeros institutos, não diferindo o conceito de especulação.

Abaixo trataremos uma análise do conceito de especulação vista pelos principais pensadores econômicos em seus respectivos contextos socioeconômicos. No entanto, importa destacar que a mesma não possui a pretensão de ser completa, mas sim a de passar uma visão que auxilie no desenvolvimento do raciocínio jurídico, principalmente, analisando a relação direta entre o contexto político e a luta social vivenciada em cada período, a fim de que possamos observar suas imposições na relação atual da sociedade e numa pretensa relação jurídico tributária.

---

<sup>29</sup> Hans-Georg GADAMER. *Verdade e Método*, 451.

<sup>30</sup> Texto que demonstra isso com clareza: PLATÃO. "A Alegoria da Caverna". In: *A República*. Trad. de Enrico Corvisieri. São Paulo: Nova Cultural, 1997, p. 225-8.

## 2. OS EFEITOS DA ESPECULAÇÃO DURANTE O ESBOÇO DE CAPITALISMO ROMANO.

Quando, na tentativa de retornar aos tempos áureos do decadente Império Romano, em 301 D.C., os tetrarcas buscaram, através do Édito Máximo (EDICTVM DIOCLETIANI ET COLLEGARVM DE PRETIIS RERVM VENALIVM), fixar o limite dos preços para os produtos de consumo, na busca de corrigir efeitos danosos a sua sociedade. E uma dessas causas, consoante o seu preâmbulo, era a já então famosa especulação financeira.<sup>31</sup>

Já naquele período antigo, segundo os historiadores, a especulação foi um dos grandes fatores que influenciou o agravamento e o surgimento das novas disparidades sociais, bem como influenciou a escassez de suprimentos mínimos para a necessidade vital aos cidadãos de algumas comunidades, os quais foram alguns dos motivos para a crise do Império Romano.<sup>32</sup>

Apesar de, inicialmente, o Império Romano apresentar muitas das características do comércio realizado na Grécia, onde não se costumava realizar negócios sem a entrega imediata de um produto determinado,<sup>33</sup> com o

---

<sup>31</sup> Sobre o império Romano: Pedro Paulo Abreu FUNARI; Glaydson José da SILVA; Luís Adilton MARTINS (orgs.). *História antiga: contribuições brasileiras*. São Paulo: Annablume, 2008, p. 41 e ss. Gilvan Ventura da SILVA; Norma Musco MENDES (orgs.). *Repensando o Império Romano: perspectiva socioeconômica, política e cultural*. Rio de Janeiro: Mauad Editora, 2006, p. 213.

<sup>32</sup> Nesse sentido: “O afluxo de dinheiro, os escravos, os bens de diferentes tipos e gado das províncias estimulou a vida econômica da Itália. O capital que agora estava concentrada nas mãos de cidadãos romanos e dos residentes nas cidades italianas permaneceu parcialmente nas províncias, vindo, principalmente, para a Itália. A maioria dos novos ricos adquiriram suas fortunas através da especulação. Naturalmente, depois de ganhar a riqueza, que queria encontrar o mais seguro investimento possível, que lhes garantiria uma vida tranquila e agradável num ambiente familiar.” Tradução livre do seguinte texto: “The influx of money, slaves, goods of different kinds and cattle from the provinces stimulated the economic life of Italy. The capital which was now concentrated in the hand of Roman citizens and of residents in Italian cities remained partly in the provinces, but mostly came to Italy. The majority of the new rich acquired their fortunes through speculation. Naturally, after gaining wealth, they wanted to find for it the safest possible investment, which would guarantee them a quiet and pleasant life in familiar surroundings”. (Mikhail ROSTOVITZEFF. *The Social and Economic History of Roman Empire*, Vol. 1, 2a Ed., Oxford: Oxford University Press, 1998, ISBN 0-19-814231-5, p. 17)

<sup>33</sup> Nesse sentido: “Greek sale implies transfer of ownership. Unascertained goods cannot be transferred and therefore cannot be sold and bought. Their transfer is possible in the future only after they have been specified. Liabilities for future performance are not compatible with

passar dos tempos, tal posicionamento foi se alterando e os registros mais antigos apontam que a especulação – instituto tipicamente capitalista – já ocorria na República romana do século II A.C. Isso se deveu, principalmente, ao fato de que o sistema financeiro daquela época já se assemelhava em vários aspectos às características do capitalismo moderno: ocorriam transferências de propriedade, empréstimos de dinheiro com a cobrança de juros, pagamentos por meio de ordem de pagamento entre as cidades romanas; além disso, já existiam formas primitivas de seguros para os navios e outras propriedades e o prazer pela acumulação de riqueza, pelo consumo extravagante e pela ostentação. Entretanto, historiadores apontam que o aspecto que mais influenciou para proliferação da especulação na República Romana antiga foi o forte comércio realizado no Fórum, onde se comprovam e vendiam ações e obrigações de firmas de arrendamento e diversos outros bens negociáveis.<sup>34</sup>

Com as invasões bárbaras (redução dos mercados) e com o fortalecimento do cristianismo (condenação da usura), os registros históricos de especulação ficaram bastante reduzidos, retornando apenas mais de um milênio depois.

---

the Greek conception of sale”. Tradução livre: A venda dos gregos implica transferência de propriedade. Bens não determinados não podem ser transferidos e, portanto, não podem ser vendidos e comprados. A sua transferência somente é possível no futuro depois de ter sido especificado. Obrigações futuras não são compatíveis com a concepção grega de venda. (Fritz PRINGSHEIM. *The Greek Law of Sale*. Weimar: Hermann Böhlau Nachfolger, 1950, p. 47).

<sup>34</sup> Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder*. Uma História da especulação financeira. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, p. 17. No mesmo sentido: Mikhail ROSTOVTZEFF. *The Social and Economic History of Roman Empire*. Vol. 1, 2a Ed., Oxford: Oxford university press, 1998, isbn 0-19-814231-5, p. 31.

### **3. OS EFEITOS DA ESPECULAÇÃO DURANTE O PERÍODO ILUMINISTA (SÉCULO XVIII).**

Em que pese a mencionada existência de um capitalismo primitivo na Roma antiga, foi apenas com o desenvolvimento do mercantilismo e com a superação, aos poucos, da doutrina cristã de condenação da usura, que dominou a Idade Média, a especulação financeira se fortaleceu.

Logo após o período feudal, quando o comércio encontrava-se restrito e os senhores feudais detinham mais força do que os próprios monarcas centrais, chegaram os aparelhos de navegação à Europa vindos do oriente (entre eles, bússola, astrolábio e novidades como pólvora, etc.), fato este que possibilitou que os europeus enfrentassem os piratas e corsários, em busca de riquezas no oceano.

Nesse período, aproveitando as condições favoráveis que se somavam às maravilhas pregadas pelas lendas sobre as terras existentes do outro lado do oceano e suas riquezas infindáveis, as fortunas existentes no continente europeu foram sendo direcionada a essa nova oportunidade chamada “Grandes Navegações”, que serviu como uma espécie de embrião para o capitalismo moderno, e pôs fim ao feudalismo.

A Igreja, porém, não apoiava o mercantilismo, por considerá-lo mais uma expressão da usura, representando a exploração de um irmão por outro irmão. Então, a classe nobre, a fim de não entrar em conflito com as ideias eclesiásticas, não negociava diretamente para que não entrasse em choque com as normas da Igreja, mas investiam em empresas, incentivando-as, investindo sua fortuna estagnada.

Não demorando muito, existia uma nova classe de afortunados, em descompasso com a classe nobre, que vivia de um prestígio ultrapassado. Essa nova classe almejava não só o poder econômico, mas também o poder político, a fim de acabar com tudo que lembrasse o passado de desprestígio que passaram.

O desenvolvimento de toda essa modificação no contexto econômico fez brotar uma revolução de ideias da qual surgiu o liberalismo, uma filosofia que serviu de base para a nova classe rica contra a filosofia autoritária que protegiam a nobreza e o seu poder. Essa nova filosofia liberal dava margem ao capitalismo nascido das grandes navegações, possuindo, dentre outras características, individualismo, absenteísmo estatal, princípio da liberdade de iniciativa econômica, princípio da liberdade de contratar, a preocupação com a segurança jurídica dos negócios (prestígio do processo de execução), princípio da legalidade (com base em leis que evitem o autoritarismo e com a finalidade de cumprir obrigações) e a preocupação do direito do homem nos bojos das Constituições dos Estados.

Não bastando, essa nova classe se utilizava também de outra forma de aspiração de poder, agora intelectual, qual seja, o completo detrimento da Idade Média, que tinha um alto nível de crença e superstição e um indigno nível de razão, por isso foi chamada, por eles, de Idade das Trevas, enquanto a nova era que surgia, segundo os mesmos, encontrava-se impregnada de racionalidade, completa desenvoltura da razão (Racionalismo).

Como consequência dessas modificações intelectuais, houve modificação na própria forma de interpretar as especulações filosóficas e as ciências culturais.

Como um dos expoentes do desenvolvimento Iluminista do período, representando bem o desenvolvimento histórico a que o capitalismo estava submetido, Adam Smith trouxe fundamentos teóricos sobre o que viria a ser a ciência econômica moderna.<sup>35</sup>

Como era de se esperar, Smith recebeu forte influência do seu contexto social. Residindo em Glasgow, onde passou grande parte de sua vida,

---

<sup>35</sup> A primeira menção do termo especulação em italiano, afirma-se que foi de Beccaria, datada de 1794, advindo de termos franceses que remontam a 1740. Nesse sentido: "La prima attestazione del termine italiano risale a Beccaria ed è datata 1794; speculativo, speculatore, speculazione ricalcano i termini francesi spéculatif (1740), spéculateur (1745) e spéculation (1776); per l'attestazione del termine inglese speculation, si può risalire ad Adam Smith (1776)". Disponível em: <[http://www.treccani.it/enciclopedia/speculazione\\_\(Enciclopedia-delle-scienze-sociali\)/>](http://www.treccani.it/enciclopedia/speculazione_(Enciclopedia-delle-scienze-sociali)/>) Último acesso em 06.02.2017.



observou a abertura do mercado colonial inglês às mercadorias escocesas, fato que gerou um grande desenvolvimento na sua cidade. Por isso, em seus escritos, pode-se observar sua indignação com restrição do mercado, normalmente ocasionada através de privilégios e de corrupção. Vejamos um trecho característico disso:

As taxas para admissão na Companhia da Turquia eram anteriormente de 25 libras para todas as pessoas de menos de 26 anos de idade, e de 50 libras para todas as acima dessa idade. Só se permitia a entrada de comerciantes no sentido rigoroso da palavra, restrição que excluía todos os lojistas e varejistas. Em virtude de uma lei secundária, ou de regimento interno, não poderia ser exportado para a Turquia nenhum produto manufaturado, a não ser em navios da Companhia; e já que esses navios zarpavam sempre do porto de Londres, essa restrição limitava o comércio a esse dispendioso porto e, quanto aos comerciantes, apenas aos que viviam em Londres e proximidades.

Por outro regimento interno, não se podia admitir como membro nenhuma pessoa que, embora morando num raio de 20 milhas de Londres, não fosse cidadão londrino — outra restrição que, associada à anterior, excluía todos os que não fossem cidadãos londrinos. Já que o tempo de carga e navegação desses navios dependia inteiramente dos diretores, eles podiam facilmente carregar suas próprias mercadorias e as de seus amigos particulares, excluindo outros, sob o pretexto de que haviam entregue suas propostas muito tarde. Em tais circunstâncias, portanto, essa companhia constituía, sob todos os aspectos, um monopólio rigoroso e opressivo.<sup>36</sup>

Então, baseado nessa ideia de monopólio opressor, forjou sua conhecida teoria da não interferência à lei natural nas relações econômicas.<sup>37</sup>

Entretanto, assim como todos aqueles que vivenciaram o período de fortalecimento do capitalismo na Inglaterra, Adam Smith também foi influenciado por conhecidos momentos históricos que acabaram por direcionar o seu posicionamento sobre especulação financeira: as sucessivas crises especulativas ocasionadas pela Exchange Alley, dentre elas, a famosa crise da South Sea Company.

---

<sup>36</sup> Adam SMITH. Os economistas. *A riqueza das nações: Investigação sobre sua natureza e suas causas*. Volume II. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo – SP: Editora Nova Cultural Ltda. 1996, Círculo do Livro Ltda. p. 208-209.

<sup>37</sup> Adam SMITH. Os economistas. *A riqueza das nações: Investigação sobre sua natureza e suas causas*, 435 e ss.

Após a Revolução Gloriosa, com o holandês Guilherme de Orange no trono inglês, a Revolução Financeira que havia sido iniciada na Holanda, foi levada também à Inglaterra. E, em pouco tempo, o mercado regular para negociações de ações se formou na Exchange Alley, deixando de lado a venda de ações em leilões.

Juntamente com tal mercado, logo surgiram histórias parcialmente verídicas e promessas sem fundamento de ganhos exorbitantes.<sup>38</sup> Tais histórias eram corroboradas com o glamour apresentado pelos novos ricos, que exibiam, sem o mínimo de constrangimento, as suas novas riquezas à população. A partir de então, deslumbrados pelo imediatismo, a “única” chance de modificação da vida de muitos trabalhadores, moças e viúvas passou a ser a aposta em uma das várias novas empresas que iam buscar fortuna oceano a fora.

Após sucessivos fracassos de incontáveis dessas empresas, como era de se esperar, a onda especulativa passou a atingir a própria economia inglesa como um todo.

Importante mencionar que, em dados momentos, as crises repercutiam não apenas na Inglaterra, mas também em países vizinhos. Como por exemplo, temos a crise de 1697 que atingiu, além da Inglaterra, a Irlanda e o estado da Escócia, terra de Smith.

Isso se deveu ao fato de a população escocesa estar afetada pelas histórias de sucesso de enriquecimento rápido na Inglaterra e pelo espírito nacionalista para formação de um império que competiria com o seu vizinho saxão. Então, a população da Escócia também entrou na onda especulativa

---

<sup>38</sup> Sendo a história do Capitão Phipps a mais exemplar: “William Phipps, um capitão de navio mercante de New England, retornou à Inglaterra com 32 toneladas de prata e uma quantia de joias retiradas de um navio espanhol afundado próximo à ilha de Hispaniola. Depois de as porções do rei do Capitão Phipps e de seus marinheiros terem sido entregues, sobraram ainda quase 190 mil libras para serem distribuídas aos sócios que haviam financiado a expedição, na forma de dividendos de 10.000%”. (Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder. Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, p. 52).

através da Darien Company, que prometia colonizar um entreposto mundial (Panamá), o que gerou uma grande corrida para comprar as ações da empresa.<sup>39</sup>

Contudo, com a redução do crédito em função da desvalorização monetária decorrente pelos excessivos gastos da Guerra entre a França e a Inglaterra, o pânico tomou conta do mercado. “A maioria as novas empresas, incluindo todas as de caça aos tesouros submersos e detentoras de patentes, simplesmente desapareceu. Das 140 empresas inglesas e escocesas em operação em 1693, apenas quarenta sobreviveram à crise de 1697 – um índice de quebra de 70%”.<sup>40</sup>

De igual maneira, a próxima grande crise, aquela gerada pela South Sea Company em 1720 também afetou os países vizinhos da Inglaterra, em especial, a Irlanda e a Escócia.<sup>41</sup>

Mal se passavam duas décadas após a grande crise inglesa de 1697 – a qual foi ineficazmente combatida através de legislação onde se buscava limitar o número de negociadores licenciados no intuito de reduzir as fraudes no mercado acionário –, veio uma nova onda especulativa.

Naquele momento, em função da rivalidade existente com a França, a Inglaterra necessitava de uma empresa local com poder econômico para representar a força da nação. Então, como meio de disputar com a empresa francesa de John Law, bem como meio de conferir recursos para o Estado, que

---

<sup>39</sup> “[...] Moças usaram suas pequenas fortunas para comprar as ações [da Darien Company], viúvas venderam seus quinhões para levantar dinheiro para a mesma finalidade”. (Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder. Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, pp. 69-70).

<sup>40</sup> Nesse sentido: Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder. Uma História da especulação financeira*, 71.

<sup>41</sup> “Åkerman [Johan ÅKERMAN. *Structure et cycles économiques*. Paris: Presses universitaires de France, 1955-1957, vol. 2, p. 292] definiu a crise de 1720 como a primeira crise internacional, porque a especulação de 1717 a 1720 na França e na Grã-Bretanha afetaram as cidades da Holanda e do norte da Itália, além de Hamburgo”. (Charlie P. KINDLEBERGER; Robert Z. ALIBER. *Manias, Pênicos e Crises: A história das catástrofes econômicas mundiais*. 6a Edição. São Paulo: Ed. Saraiva, 2013, pp.. 162)

estava quase falido em função dos excessivos gastos em guerras, um lorde do Tesouro entendeu que cumpriria a finalidade buscada com a constituição de uma empresa que recebesse direito de exclusividade para explorar o comércio escravista da América do Sul espanhola.<sup>42</sup> Então, o governo possibilitou aos seus credores a troca de suas dívidas por ações, com garantias do recebimento de juros mínimos.

A South Sea Company foi fundada em 1711, cumprindo o seu objeto social (comércio de escravos na América do Sul espanhola), obteve um lucro relativamente baixo. Seu futuro aparentava ser tenebroso quando se romperam mais uma vez os laços entre os Impérios espanhol e britânico.<sup>43</sup> Entretanto, pelas informações que se passavam para a população, tudo era festa: a empresa possuiria um futuro brilhante e próspero.<sup>44</sup>

O sistema de pirâmides financeiras hoje bastante conhecido estava sendo utilizado muito bem: vendiam-se as ações a preços cada vez mais altos e com estes valores se pagavam os acionistas.

---

<sup>42</sup> O fundamento legal se deu com o chamado contrato de Asiento, garantido pelo Tratado de Utrecht, que concedeu o direito por 30 anos para fornecer às colônias espanholas 4.800 escravos por ano, recebendo autorização para abrir pontos de apoio em Buenos Aires, Caracas, Cartagena, Havana, Panamá, Portobello e Vera Cruz para organizar o comércio de escravos. (John CARSWELL. *The South Sea Bubble*. London: Cresset Press, 1960, pp. 64-66; Adam SMITH. *Os economistas. A riqueza das nações: Investigação sobre sua natureza e suas causas*. Volume II. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo – SP: Editora Nova Cultural Ltda. 1996, Círculo do Livro Ltda. pp. 216-7 e nota de rodapé 17)

<sup>43</sup> “In 1718 war broke out with Spain once again. The company's assets in South America were seized, which the company claimed cost it £300,000. Any prospect of profit from trade, for which the company had purchased ships and had been planning its next ventures, disappeared”. Tradução livre: “Em 1718 estourou a guerra com a Espanha mais uma vez. os ativos da empresa na América do Sul foram apreendidos, o que a empresa alegou que o custo de £ 300.000. Qualquer perspectiva de lucro do comércio, para os quais a empresa tinha comprado navios e estava planejando seus próximos empreendimentos, desapareceu”. (John CARSWELL. *The South Sea Bubble*. London: Cresset Press, 1960, pp. 75-76)

<sup>44</sup> O governo britânico para incentivar ainda mais a loucura ainda resolveu trocar o restante da sua dívida pelas as benditas ações. Vários historiadores afirmam que a Lei formulada em 1720 que restringia a criação de novas empresas, a chamada *Bubble Act*, foi também uma manobra para fazer subir o preço das ações, em vez de buscar evitar a formação de novas bolhas. A restrição seria uma forma de canalizar todos os recursos para South Sea Company. Se de fato esse foi o objetivo, deu certo.

A população foi à loucura buscando comprar ações da South Sea Company.

Uma série de outras sociedades por ações com objetivos tão somente especulativos entraram no evento. E com êxito!<sup>45</sup>

Para atingir uma maior quantidade de “procuradores”, a venda era inclusive facilitada.

Mas uma hora a festa acaba...

Os preços subiram insanamente.

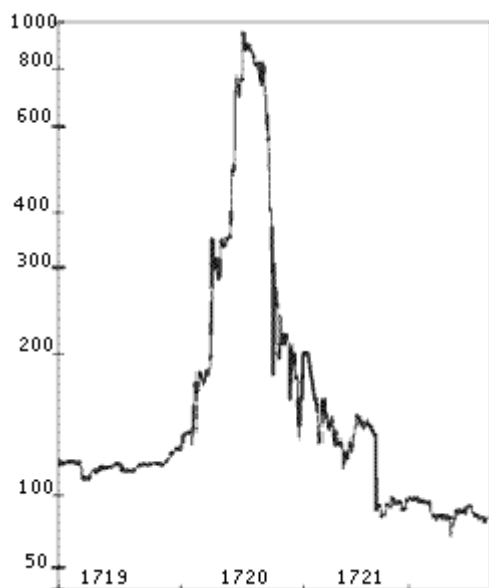
Os espertos lucraram e saíram rapidamente.

E os preços despencaram subitamente.<sup>46</sup>

---

<sup>45</sup> Até a aprovação da *Bubble Act* em junho de 1720, após uma investigação do comitê entender que várias das empresas recém-formadas buscavam apenas com finalidades especulativas. Assim, para que uma empresa funcionasse legalmente eram obrigadas a pagar trezentos mil libras. Além disso, a *Bubble Act* exigia uma prévia autorização legislativa do parlamento ou da *Royal charter*. (John CARSWELL. *The South Sea Bubble*. 138-140).

<sup>46</sup> Veja o gráfico dos valores das ações da South Sea Company:



Disponível em: <<https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/e/ef/South-sea-bubble-chart.png>>. Último acesso em 16.out.2016.

Então, com o colapso da bolsa de Londres e a abrupta queda no valor das ações da South Sea Company em outubro 1720, ocorreu o efeito cascata e o efeito contágio, ocasionando corridas aos bancos tanto Dublin como em Edimburgo. Os danos gerados tanto na Inglaterra como na Escócia e na Irlanda foram muito grandes, o que ocasionou, novamente, incontáveis falências e suicídios daqueles que perderam seu dinheiro e sua esperança.<sup>47</sup>

Apesar dos baixos lucros, a Companhia se manteve viva até a década de 30 do século posterior. Adam Smith, apesar de não adentrar diretamente no assunto da especulação financeira realizada com o nome da companhia, deixou bem claro seu posicionamento contrário aquele tipo de conduta. Vejamos:

A Companhia dos Mares do Sul nunca teve fortificações nem guarnições para manter, estando portanto inteiramente isenta de uma grande despesa à qual estão sujeitas outras companhias por ações para o comércio exterior. Ela possuía, porém, um imenso capital dividido entre um número igualmente imenso de proprietários. Era, pois, natural esperar que toda a administração de seus negócios fosse dominada pela insensatez, pela negligência e pelo esbanjamento nos gastos. A velhacaria e a extravagância de seus projetos de especulação na bolsa são suficientemente conhecidas, não cabendo neste contexto explicá-las.<sup>48</sup>

Como era de se esperar, a especulação virou aparente inimiga do Estado. Leis foram sendo produzidas e reiteradas com expresso objetivo de impedir a “desprezível prática especulativa”, mas todas sem grande eficácia.<sup>49</sup>

Além da já citada lei de 1697, que restringiu o número de total de negociadores licenciados, a legislação de combate à especulação foi renovada em 1708 com nova fórmula de limitação: limitação dos negociadores judeus,

---

<sup>47</sup> Patrick WALSH, “The Bubble on the Periphery: Scotland and the South Sea Bubble”, in *Scottish Historical Review*, 91, 2012. ISSN 0036-9241.

<sup>48</sup> Adam SMITH. Os economistas. *A riqueza das nações: Investigação sobre sua natureza e suas causas*. Volume II. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo – SP: Editora Nova Cultural Ltda. 1996, Círculo do Livro Ltda. p. 216.

<sup>49</sup> Principalmente, em função do estímulo dado pelo governo britânico para que pudesse captar recursos.

juntamente com a proibição de se realizar operações no mercado acionário por conta própria ou de cobrar uma comissão superior a um oitavo de um por cento. Estas legislações necessitaram ser novamente renovada em 1710 com expressa manifestação de uma lei para prevenir o jogo excessivo e enganador (“An Act for the better preventing of excessive and deceitful gaming”).<sup>50</sup>

Houve ainda a já citada Bubble Act, de 1720, que restringiu e limitou a formação de novas empresas e ainda obrigou ao pagamento de uma taxa para sua existência. Da mesma forma, a citada legislação foi reforçada em 1749, reduzindo de fato a quantidade de golpes especulativos, mas também afetando a constituição de empresas legítimas.

A principal legislação, entretanto, foi o Sir John Barnard’s Act de 1734, que afirmava expressamente que a especulação era uma atividade nociva à sociedade. Tal lei tentou impedir o comércio do mercado de opções e de futuros. Vejamos parte do seu texto:

"Que todos os contratos após 1 de junho de 1734, em que qualquer prêmio ou contraprestação na natureza de um prêmio deverá ser dado ou pago pela liberdade de putt ou para entregar, receber, aceitar ou recusar qualquer público ou ações conjuntas, ou outros Valores mobiliários públicos, qualquer participação ou participação neles, e também todas as apostas e contratos sob a forma de apostas e todos os contratos sob a forma de putts e recusas, relativos ao preço então presente ou futuro de tais títulos, conforme acima mencionado, serão nulos e sem efeitos para todos os efeitos."<sup>51</sup>

Na verdade, apenas parte das propostas originais trazidas por Sir John Barnard, que foram aprovadas, a parte não acatada buscava adotar maiores

---

<sup>50</sup> Paul HARRISON. "The Economic Effects of Innovation, Regulation, and Reputation on Derivatives Trading: Some Historical Analysis of Early 18th Century Stock Markets". Não publicado. *Federal Reserve Board*. Washington, DC, 2003, pp. 9-12, Disponível em <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.580.6697&rep=rep1&type=pdf>>. Último acesso em 21 de outubro de 2016. Ainda no mesmo sentido: Charlie P. KINDLEBERGER. *Manias, Panics and crashes*, 2ª ed. Nova York, 1989, p. 24.

<sup>51</sup> Tradução livre do seguinte texto: “That all contracts after June 1, 1734, upon which any premium or consideration in the nature of a premium shall be given or paid for liberty to putt upon, or to deliver, receive, accept or refuse any publick or joint stock, or other publick securities whatsoever, or any part share or interest therein, and also all wagers and contracts in the nature of wagers, and all contracts in the nature of putts and refusals, relating to the then present or future price of any such securities, as aforesaid, shall be null and void to all intents and purposes whatsoever.” (*Sir John Barnard’s Act*, 1734)

restrições sobre todas as operações com ações. Inclusive, no período, muitos críticos defendiam a extinção do comércio de ações. Contudo, tais ideias não foram aceitas, principalmente, em função da importância do mercado de ações para captação de recursos para o governo britânico. Esta foi, na verdade, a principal causa para a ineficácia das citadas legislações.

A ineficácia da legislação era tão escancarada que aparentemente maculava a honra do Parlamento, uma vez que as tentativas de evitar a especulação foram incontáveis pelo Poder Legislativo. Além das leis já citadas, o Sir John Barnard's Act de 1734 foi praticamente repetido em 1746, 1756 e 1771, sempre reavivando a legislação na sua busca por faltante eficácia. As duas primeiras legislações, inclusive, continham em seu título “um projeto mais efetivo para evitar a infame prática da especulação”.<sup>52</sup>

Na verdade, mesmo quando ausente uma estrutura legal que possibilitasse a negociação de valores mobiliários, mesmo quando existentes previsões legais de pesadas sanções com expresso fim de impedir parte das negociações, as mesmas continuaram a existir, como se independentes da regulamentação.

Adam Smith também destacou a ineficácia da legislação contrária à especulação comparando-a com a legislação contra jogos, vejamos:

"Esta prática de comprar ações pelo tempo é proibida pelo governo e, portanto, se não entregarem (os fraudadores) os ações para os quais eles se envolveram, a lei não dá reparação. Não há nenhuma razão natural para 1000 libras em ações não serem entregues ou a entrega ser forçada, bem como 1000 libras de mercadorias. Mas, depois do esquema do South Sea, isso foi pensado como um expediente para evitar tais práticas, mas isso se revelou ineficaz. Da mesma forma, todas as leis contra o jogo nunca o impedem, e embora não haja reparação por uma soma acima de 5 libras, todas as grandes somas perdidas são pontualmente pagas. Pessoas que jogam devem manter seu crédito, senão ninguém vai lidar com eles. É exatamente o mesmo na especulação. Aqueles que não mantêm seu crédito logo serão revelados, e na linguagem do Alley Change será chamado de pato

---

<sup>52</sup> Tradução livre do seguinte texto: “A bill more effectually to prevent the infamous practice of stock-jobbing”. Nesse sentido: Paul HARRISON. “The Economic Effects of Innovation, Regulation, and Reputation on Derivatives Trading: Some Historical Analysis of Early 18th Century Stock Markets”. Não publicado. *Federal Reserve Board*. Washington, DC, 2003, pp. 10-12, Disponível em <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.580.6697&rep=rep1&type=pdf>. Último acesso em 21 de outubro de 2016.



coxo. Não é necessário aqui dar qualquer relato de fundos particulares, pois todos eles são da mesma natureza e de iguais seguranças. Se o juro de qualquer soma de dinheiro não for pago pelos fundos alocados para esse fim, é pago do sinking fund, que é o excedente de todo o resto. Talvez haja alguma pequena diferença na facilidade de pagamento, mas isso não é de modo algum considerável e não merece nossa atenção."<sup>53</sup>

Esse contexto contrário à especulação influenciou o doutrinador escocês como se pode observar pelas manifestações – apesar de contidas – em sua obra principal. Ele, quando afirmava pela importância da regulamentação bancárias, destacou que a especulação provavelmente seria a grande causa da falência daqueles que se sucumbirem ao “canto sedutor” dos lucros especulativos.<sup>54</sup>

Da mesma forma, enfatizou a correta decisão dos bancos em fixar o percentual do ágio, pois isso, no seu entender, aproximaria o preço de mercado do bilhete de banco e da moeda corrente aos seus valores intrínsecos, sendo,

---

<sup>53</sup> Tradução livre do seguinte trecho: “This practice of buying stocks by time is prohibited by the government, and accordingly, tho’ they should not deliver up the stocks they have engaged for, the law gives no redress. There is no natural reason why 1000 pound in the stocks should not be delivered or the delivery of it enforced, as well as 1000 pound worth of goods. But after the South Sea scheme this was thought upon as an expedient to prevent such practices, tho’ it proved ineffectual. In the same manner all laws against gaming never hinder it, and tho’ there is no redress for a sum above 5 pound, yet all the great sums that are lost are punctually paid. Persons who game must keep their credit, else nobody will deal with them. It is quite the same in stockjobbing. They who do not keep their credit will soon be turned out, and in the language of Change Alley be called lame duck. It is unnecessary here to give any account of particular funds, as they are all of the same nature and the security equal. If the interest of any sum of money be not paid by the funds allotted for that purpose, it is paid out of the sinking fund, which is the surplus of all the rest. There is perhaps some little difference in the facility of payment, but this is by no means considerable and merits not our attention” (Adam SMITH, “The Glasgow Edition of the Works and Correspondence of Adam Smith”, Vol. 5: *Lectures on Jurisprudence*, Report Dated 1766. Indianapolis: Liberty Fund, 1982, p. 530-1).

<sup>54</sup> Nesse sentido: “Ainda que os princípios do comércio bancário possam parecer algo abstrusos, sua prática é passível de ser reduzida a regras estritas. Desviar-se, em certas ocasiões, dessas normas, iludindo-se com especulações de algum lucro extraordinário, é quase sempre extremamente perigoso e muitas vezes fatal para a sociedade bancária que tenta fazê-lo. Mas a estrutura de companhias por ações torna-as geralmente mais tenazes em fixar regras do que qualquer associação privada. Por isso, tais companhias parecem extremamente ajustáveis a esse tipo de atividade. Conseqüentemente, as principais sociedades bancárias da Europa são companhias por ações, muitas das quais administram seus negócios com muito sucesso, sem qualquer privilégio de exclusividade”. (Adam SMITH. *Os economistas. A riqueza das nações: Investigação sobre sua natureza e suas causas*. Volume II. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo – SP: Editora Nova Cultural Ltda. 1996, Círculo do Livro Ltda. p. 226).

portanto, uma alternativa válida para evitar que as manobras especulativas aumentassem ou baixassem o valor das vendas e recompras dos bilhetes bancários.<sup>55</sup> Portanto, era indiscutível que o doutrinador escocês seguia o entendimento dominante na época de que a especulação deveria ser controlada.

Podemos aprofundar um pouco mais sobre aquilo que Adam Smith entendia por especulador, quando ele teceu palavras sobre a desigualdade dos salários e do lucro nos diversos empregos de mão-de-obra e de capital. Na oportunidade, após destacar as principais circunstâncias que geram ganho pecuniário em alguns empregos,<sup>56</sup> mencionou a dificuldade de se formar grandes riquezas com o comércio, seja em cidades grandes, seja em cidades

---

<sup>55</sup> Nesse sentido: “Mesmo em tempos normais e tranqüilos, os portadores de certificados têm interesse em fazer baixar o ágio, seja para comprar muito mais barato bilhete de banco (conseqüentemente, o metal em barras, que seus certificados os habilitariam então a retirar do banco), seja para vendê-lo mais caro àqueles que possuem bilhete de banco e que desejam retirar metal em barras tão mais caro; isto porque o preço de um certificado costuma ser igual à diferença entre o preço de mercado do bilhete de banco e o do da moeda ou das barras pelo qual se concedeu certificado.”

“Ao contrário, os proprietários de bilhete de banco têm interesse em fazer subir o ágio, seja para vender seu bilhete tanto mais caro, seja para comprar um certificado tanto mais barato.

“Para evitar os truques de especulação na bolsa que esses interesses opostos poderiam às vezes gerar, o banco adotou, nos últimos anos, a decisão de vender sempre bilhete de banco por moeda corrente, a 5% de ágio, e recomprá-lo novamente a 4% de ágio.”

“Em decorrência dessa resolução, o ágio nunca pode subir além de 5% nem descer abaixo de 4% e que a proporção entre o preço de mercado do bilhete de banco e da moeda corrente sempre é mantida muito próxima da proporção entre seus valores intrínsecos. Antes que se tomasse esta resolução, o preço de mercado do bilhete de banco às vezes chegava a subir até 9% de ágio, e às vezes a descer tão baixo quanto ao par, conforme a influência eventualmente exercida sobre o mercado pelos interesses opostos”. (Adam SMITH. *Os economistas. A riqueza das nações: Investigação sobre sua natureza e suas causas*. Volume II, 464-5).

<sup>56</sup> Nesse sentido: “são cinco as principais circunstâncias que, segundo tenho podido observar, respondem por um pequeno ganho pecuniário em alguns empregos e contrabalançam um ganho grande em outros: primeiro, o caráter agradável ou desagradável dos próprios empregos; segundo, a facilidade e o pouco dispêndio, ou a dificuldade e o alto dispêndio exigidos para a aprendizagem dos empregos; terceiro, a constância ou inconstância desses empregos; quarto, o grau pequeno ou grande de confiança, colocado naqueles que os ocupam; quinto, a probabilidade ou improbabilidade de ter sucesso neles”. (Adam SMITH. *Os Economistas. A Riqueza das Nações: Investigação sobre sua natureza e suas causas*. Volume I. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo: Editora Nova Cultural Ltda. 1996, p. 147).

pequenas. Então, adotando como pressupostos mínimos – “cidade grande”, “setor de comércio regular, estabelecido e bem conhecido” – arrematou aquilo que entendia como de grande importância para o sucesso financeiro: “uma longa vida industriosa, de economia e atenção”. Contudo, deixou claro que a fortuna repentina é possível em determinados lugares mediante “o que se chama comércio de especulação.”<sup>57</sup>

A partir de então destacou, no seu entender, os traços principais característicos do especulador:

Com efeito, o especulador não explora nenhuma atividade ou profissão regular, estabelecida ou bem conhecida. Nesse ano ele comercia com trigo, no próximo trabalha com vinho, e no ano seguinte opera com açúcar, tabaco ou chá. Entra em qualquer negócio ao prever que há probabilidade de auferir um lucro acima do normal, e o abandona no momento em que prevê que os lucros desse negócio voltarão ao nível dos outros. Seus lucros e perdas, portanto, não podem manter nenhuma proporção regular em relação àqueles de quem quer que tenha estabelecido um ramo de negócio bem conhecido.

Adam Smith afirmava ainda que considerava possível que um especulador audacioso adquirisse uma grande riqueza com apenas duas ou três especulações bem sucedida. Entretanto, também destaca o risco desta atividade, pois tal fortuna pode ser totalmente desfeita caso sua especulação fosse mal sucedida.<sup>58</sup>

Então, expressa que o comércio especulativo apenas poderia ser realizada com sucesso em grandes cidades, pois “somente em localidades de

---

<sup>57</sup> Adam SMITH. Os Economistas. *A Riqueza das Nações: Investigação sobre sua natureza e suas causas*. Volume I, 159-160.

<sup>58</sup> “Um especulador audaz pode às vezes adquirir uma fortuna considerável com duas ou três especulações sucessivas, porém tem probabilidade de perder sua fortuna em duas ou três especulações malsucedidas”. (Adam SMITH. Os Economistas. *A Riqueza das Nações: Investigação sobre sua natureza e suas causas*. Volume I. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo: Editora Nova Cultural Ltda. 1996, pp. 160).

grande comércio e correspondência é possível obter as informações necessárias”.<sup>59</sup>

### **a) Conclusão parcial**

Portanto, somente se encaixaria no conceito de especulador, segundo entendimento do período, aqueles que não possuem qualquer preocupação com o desenvolvimento de uma atividade econômica ou de uma profissão, ou seja, seriam aproveitadores, aventureiros ou oportunistas, que fugiriam do investimento quando ele saísse da curva de lucro acentuado e retornasse à normalidade. Destacou-se que o especulador, na realidade, busca o atalho para o lucro; pois, diferentemente de outras profissões, ele tem a possibilidade de obter altos lucros em um curto intervalo de tempo, entretanto, nessa mesma velocidade, pode ir à miséria. Os altos lucros, que incentivariam a especulação, apenas existiriam em grandes mercados, bem como somente seria possível quando se existisse a possibilidade de adquirir dados e informações sobre o futuro do mercado a ser especulado.

Como se viu, as medidas adotadas pela legislação para evitar a especulação no período foram, basicamente, a limitação do número de negociantes de ativos, a limitação da quantidade de empresas que entrariam no mercado, juntamente com a imposição de uma taxa para adentrar no mercado<sup>60</sup> e a vedação da possibilidade de negociação de derivativos do mercado de opções e do mercado de futuros.<sup>61</sup>

---

<sup>59</sup> Adam SMITH. *Os Economistas. A Riqueza das Nações: Investigação sobre sua natureza e suas causas*. Volume I, 160.

<sup>60</sup> Nesse sentido, Adam Smith defendeu que a imposição de uma taxa seria uma medida eficaz para se afastar os especuladores, ao mesmo tempo que não prejudicaria tanto um empresário que buscasse adentrar realmente no comércio e não apenas especular. Vejamos nas suas palavras:

O objetivo permanente de tais companhias é sempre aumentar ao máximo possível a taxa de seu próprio lucro e manter o mercado, tanto das mercadorias que exportam como das que importam, o mais subabastecido possível — o que só se consegue limitando a concorrência ou desestimulando novos aventureiros a entrarem no comércio. Além disso, as taxas, mesmo que não passem de 20 libras, conquanto talvez não sejam suficientes para desestimular ninguém a entrar no comércio com a Turquia, com a intenção de continuar nele, podem bastar para desencorajar um comerciante especulador de aventurar-se, ainda que só

#### 4. OS EFEITOS DA ESPECULAÇÃO DURANTE O SÉCULO XIX.

Apesar de uma primeira reação contrária à utilização do pensamento racionalista liberal de influência francesa pelo público inglês, as ideias de Adam Smith foram interpretadas e difundidas pouco tempo após sua publicação, tanto na Grã-Bretanha como em toda a Europa.

O Parlamento inglês passou a incorporar nas suas pautas legislativas a não intervenção estatal no comércio, bem como a livre circulação de capitais, uma vez que a Supremacia Britânica deveria ser responsável pela extensão desse direito civil a todos os cidadãos.

Portanto, não seria correto impedir os efeitos da “mão-invisível” da ordem econômica, não conferindo direito ao Parlamento de inibir transações privadas, mesmo que gerassem especulação com os danosos efeitos então já conhecidos.

Em função disso, a fiscalização sobre o cumprimento de legislações que buscavam impedir a especulação inexistiam.

---

uma vez, nesse comércio. Em todos os tipos de atividade, os comerciantes regularmente estabelecidos, mesmo que não façam parte de uma corporação, espontaneamente se associam para aumentar seus lucros, os quais não são suscetíveis de ser mantidos durante todo o tempo abaixo de seu próprio nível, como acontece no caso de concorrência ocasional de aventureiros especuladores. O comércio com a Turquia, embora até certo ponto esteja aberto a todos em virtude dessa lei do Parlamento, no entender de muitos continua bem longe de constituir um comércio totalmente livre. A Companhia da Turquia contribui para manter um embaixador e dois ou três cônsules, os quais, como outros ministros públicos devem ser inteiramente mantidos pelo Estado, e o comércio conservado aberto a todos os súditos de Sua Majestade. (Adam SMITH. Os economistas. *A riqueza das nações: Investigação sobre sua natureza e suas causas*. Volume II. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo – SP: Editora Nova Cultural Ltda. 1996, Círculo do Livro Ltda. pp. 209-210).

<sup>61</sup> Cumpre destacar a ineficácia das legislações do período, principalmente por desinteresse no cumprimento pela fiscalização. A especulação existia mesmo quando estava ausente a regulamentação e, ao contrário, existia legislação proibindo. Contudo, Paul Harrison destaca que não se tratava de autorregulação do mercado, mas sim do robusto mecanismo de auto execução de negociações de valores mobiliários, que decorre do efeito econômico de reputação padrão do comércio de ativos financeiros. (Paul HARRISON. "The Economic Effects of Innovation, Regulation, and Reputation on Derivatives Trading: Some Historical Analysis of Early 18th Century Stock Markets". Não publicado. *Federal Reserve Board*. Washington, DC, 2003, p. 18, Disponível em <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.580.6697&rep=rep1&type=pdf>>. Último acesso em 21 de outubro de 2016).

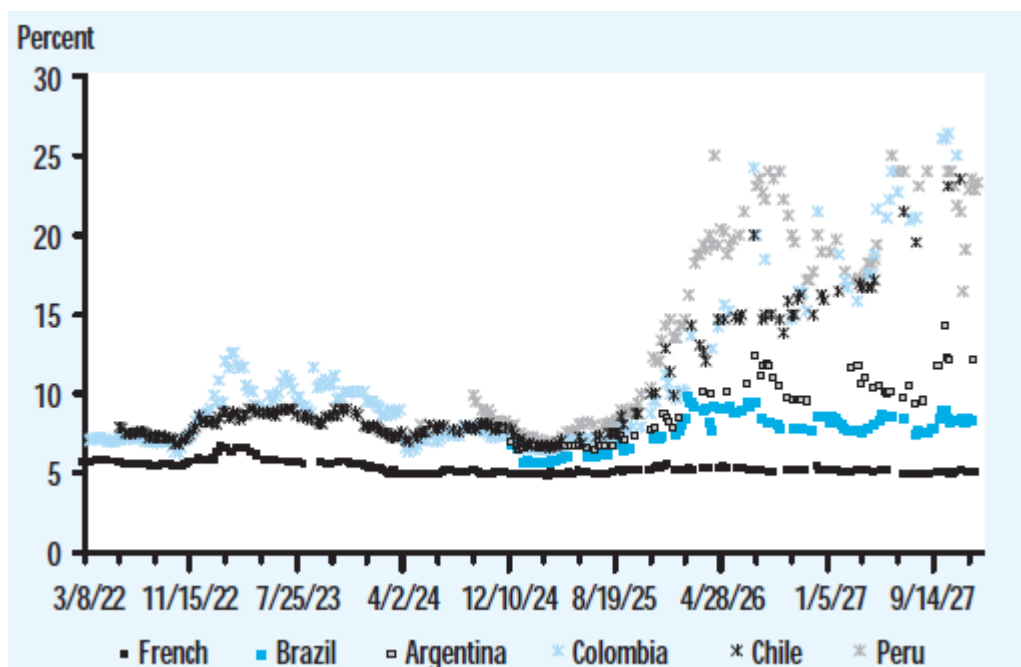
Em que pese o pensamento corrente no período fosse de repúdio à especulação, os novos princípios liberais impediam uma atuação eficaz do governo.

Como bem retrata Chancellor, “o governo não conseguiu encontrar um equilíbrio entre seus instintos economicamente liberais e sua repugnância moral pela especulação. A mania especulativa suscitou questões importantes que o governo não foi capaz de responder. Qual seria a diferença entre ‘especulação excessiva’ e ‘comércio legítimo’? Como a primeira poderia ser controlada sem restringir o segundo?”<sup>62</sup>

A especulação estava de volta às terras inglesas, dessa vez era a especulação na crença das riquezas advindas das dívidas e minas de ouro dos recém-libertos estados sul-americanos.<sup>63</sup> Mesmo com aquele entendimento – já

<sup>62</sup> Nesse sentido: Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder. Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, p. 135.

<sup>63</sup> Abaixo segue um gráfico com os rendimentos dos países sul-americanos no período especulativo:



Larry NEAL. "The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System", *Review, Federal Reserve Bank of St. Louis*, maio e junho 1998, p. 62.

expresso – de identidade entre a especulação e o infortúnio, a fase da especulação era a da euforia – aquela em que os especuladores e adjuntos ficam cegos pela ganância. Então, como existia dúvida entre o repúdio à especulação e o respeito aos princípios liberais, como a legislação já era, de fato, lei morta há mais de um século, então, resolveu-se revogá-la para evitar a necessidade de realização de manobras: em junho de 1825, o Bubble Act de 1720 foi revogado.<sup>64</sup>

“Coincidentemente”,<sup>65</sup> a quantidade de empresas cresceu assustadoramente, dentre elas, as empresas de ferrovias.<sup>66</sup> O tempo era de prosperidade e esperança. O crédito estava amplo e barato. Os bancos rurais – totalmente desregulamentados – emitiam papel-moeda sem lastro no ouro

---

Dentre os países em que se especulou, estava o país imaginário chamado Poyais. Um ex-soldado escocês percebendo o alto grau de ganância dos especuladores, chamou-os para investir na terra em que afirmava que governarva como "Cazique". Centenas investiram suas supostas poupanças em títulos do governo e certificados Poyaisian terra, enquanto 250 emigraram para país inventado. Quando lá chegaram, apenas encontraram uma selva intocada; a maior parte deles morreu e não conseguiu retornar à Inglaterra (David SINCLAIR. *The Land That Never Was: Sir Gregor MacGregor and the Most Audacious Fraud in History. Boston, Massachusetts: Da Capo Press, 2004, [2003], p. 322-3.. ISBN 978-0-306-81309-2.*

<sup>64</sup> Assim como o *Bubble Act* não era respeitado, o *Sir John Bernard's Act* foi contornado de várias maneiras que também o deixou sem aplicação prática (“marcava-se uma data distante para a liquidação de contas como alternativa para as transações futuras ilegais. A liquidação trimestral tornou-se regular na década de 1730, sendo substituída por períodos de seis semanas na década de 1780. Os operadores altistas podiam vender nos dias de liquidação (quando deviam pagar por suas ações) e recomprar quase simultaneamente para o novo período contábil – um processo conhecido como *backwardation* (deporte). Também comumente eram concedidos empréstimos a especuladores em obrigações do governo. Com frequência simplesmente se desconsiderava a lei. Na bolsa de Valores, as transações com opções prosseguiram inquebrantáveis. Embora os contratos de opções não possuíssem validade legal, a promessa do corretor – ‘minha palavra é minha garantia’ – era considerada suficiente. Em 1821, um corretor lamentou que as negociações de opções eram ‘agora tão frequentes que constituem a maior parte dos negócios feitos na Bolsa’, mas um comitê da bolsa de Valores desistiu de proibir a atividade depois que vários corretores ameaçaram estabelecer uma bolsa rival” (Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder: Uma História da especulação financeira.* São Paulo: Companhia das Letras, 2001, pp. 121-122).

<sup>65</sup> O *Bubble Act* era um impeditivo à livre criação de empresas.

<sup>66</sup> Contudo, a maioria das empresas era fraudulenta e se preocupavam apenas em especular e não em produzir nada. Lançava-se uma nova empresa, quando a subscrição dava retorno, os idealizadores da empresa vendiam as ações que haviam retido com grande ágio. Pouco tempo depois, dissolviam a empresa, devolviam o dinheiro daqueles que acreditaram nela (descontadas as despesas) e ficavam com o ágio. Portanto, sem nenhuma pretensão de construir nada, nem chegando nada próximo a isso, ficavam com os ganhos do valor excedente na venda aos compradores para si.

(padrão ouro que foi restabelecido poucos anos antes por orientação de Smith), o que ocasionava inflação nos seus ativos, mas o ideal de defesa do livre mercado não se importava.

E, como comumente ocorre em uma bolha especulativa, ao primeiro sinal de fraqueza, ela estourou.<sup>67</sup>

As lojas estavam cheias de produtos, os alimentos sobravam, mas a crise estava ali. Como isso foi possível?

A confiança foi embora. Então, o crédito sumiu.

Em dezembro, setenta bancos haviam ido à falência. Após os bancos, a crise atingiu o comércio (ou seja, a crise não se restringia aos especuladores), havia grande quantidade de desempregados, revolta entre os trabalhadores e fuga dos mais necessitados para tentar a vida no novo mundo (a América).<sup>68</sup>

Após anos complicados com ciclos especulativos menores,<sup>69</sup> na década de 40, refloresce uma onda especulativa das ferrovias. Novamente, discutia-se no Parlamento regulamentação para inibir empresas especulativas e não interferência do estado na propriedade privada. A Railway Act aprovada em 1844, além de dispor sobre serviços obrigatórios a um preço acessível para as pessoas mais pobres que lhes permitam viajar para encontrar trabalho, impôs um depósito maior (aumentou de cinco para dez por cento) para novos projetos, na tentativa de desincentivar projetos especulativos. Contudo, não desincentivou.

---

<sup>67</sup> No caso, a causa principal relacionado às mineradoras sul-americanas foi o relato de um navegador sobre a inexistência do ouro infinito nos Estados recém-libertos e suas deploráveis condições socioeconômicas. “Em suma, a mania sul-americana representava o triunfo de uma imaginação sublime sobre o cálculo financeiro racional”. (Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder: Uma História da especulação financeira*, 142-3).

<sup>68</sup> Nesse sentido: Larry NEAL, "The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System", *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis, maio e junho 1998, pp. 53-76.

<sup>69</sup> Como bem observado por John Stuart MILL os preços dos ativos após o seu declínio ficavam baixíssimos, que os tornavam superatrativos e isso já gerava o início de uma nova onda de alta dos ativos.



Em função de as especulações anteriores terem estado sempre associadas a uma explosão de crédito que propiciaram o aumento dos preços dos ativos, realizou-se o Peel's Act (Bank Charter Act), que estipulava um limite para emissão de moeda pelo Banco da Inglaterra e fundos de reserva garantidos por ouro e prata.<sup>70</sup> Assim, só poderia ser aumentada a oferta de dinheiro em circulação caso fossem aumentadas as reservas de ouro e prata.<sup>71</sup> O governo confiava que isso impediria a especulação.<sup>72</sup> Contudo, não impediu.

---

<sup>70</sup> "A teoria austríaca do ciclo de negócios explica que, em que pese a correção na limitação da emissão de cédulas pelo banco da Inglaterra, o motivo da crise foi a não realização de limites também para empréstimos e depósitos. Nesse sentido: "É interessante notar que em 19 de julho de 1844, sob os auspícios de Peel, a Inglaterra havia adotado a Lei de Carta Bancária, que representava o triunfo da Escola de Moeda de Ricardo e proibia a emissão de notas não apoiadas 100% pelo ouro. No entanto, esta disposição não foi estabelecida em relação a depósitos e empréstimos, cujo volume se multiplicou por cinco em apenas dois anos, o que explica a propagação da especulação e a gravidade da crise que entrou em erupção em 1846. O preço do material ferroviário despencou nas diferentes bolsas de valores. Em geral, os lucros diminuíram, particularmente nas indústrias com maior intensidade de capital. O desemprego cresceu, especialmente no setor de construção ferroviária. É neste contexto histórico que devemos encarar a revolução (claramente operária e socialista) que estourou na França em 1848". Tradução livre do seguinte trecho: "It is interesting to note that on July 19, 1844, under the auspices of Peel, England had adopted the Bank Charter Act, which represented the triumph of Ricardo's Currency School and prohibited the issuance of bills not backed 100 percent by gold. Nevertheless this provision was not established in relation to deposits and loans, the volume of which increased five-fold in only two years, which explains the spread of speculation and the severity of the crisis which erupted in 1846. The depression spread to France and the price of railroad stock plummeted in the different stock exchanges. In general profits decreased, particularly in the most capital-intensive industries. Unemployment grew, especially in the sector of railroad construction. It is in this historical context that we should view the (clearly working-class and socialist) revolution which broke out in France in 1848". (Jesús Herta de SOTO. *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute, 2006, [1998], p. 484).

<sup>71</sup> Nesse sentido: "A Lei de Banco de 1844 aprovada pelo governo de Peel estabeleceu a quantidade máxima de notas de banco em circulação garantida por fundos de reserva definidos de ouro e prata. A emissão adicional de notas bancárias só foi permitida se as reservas de metais preciosos fossem aumentadas proporcionalmente. A Lei foi violada várias vezes pelo próprio governo, em particular, durante as crises monetárias de 1847 e 1857. Além desse artigo, Marx deu uma análise do significado e significado da Lei de 1844 em uma série de artigos escritos em 1857-58 Para o New York Daily Tribune (ver edição atual, Vol. 15 e 16). Uma descrição detalhada da Lei é dada em *Capital de Marx*, Vol. III, Ch. XXIV. P. 296)". Tradução livre do seguinte trecho: "The Bank Act of 1844 passed by Peel's government established the maximum quantity of bank-notes in circulation guaranteed by definite reserve funds of gold and silver. The additional issue of bank-notes was allowed only if precious metal reserves were increased proportionally. The Act was violated several times by the government itself, in particular, during the monetary crises of 1847 and 1857. Besides this article, Marx gave an analysis of the meaning and significance of the 1844 Act in a series of articles written in 1857-58 for the New-York Daily Tribune (see present edition, Vols. 15 and 16). A detailed description of the Act is given in Marx's *Capital*, Vol. III, Ch. XXIV. p. 296)" (Nota n. 238 in *Collected Works of Karl Marx and Frederick Engels: Volume 12 – Marx and Engels 1853-54*, Lawrence & Wishart, Electric Book,

Choviam empresas para realizar estradas de ferro no mesmo trecho.<sup>73</sup> E, pior, todas eram disputadas a tapas pelos subscritores. A confiança na inexistência de uma crise, a euforia por uma fortuna rápida sem esforço cegavam a população e faziam com que pessoas subscrevessem valores muito além de suas detenções.

Em função da limitação promovida pelo Peel's Act na emissão de moeda sem o respectivo lastro em pedras preciosas, o dinheiro da população estava sendo realocado para a especulação. O dinheiro sumia do comércio.<sup>74</sup> Não se

---

2010, pp. 669-670). Como correção ao texto acima do autor, na verdade, trata-se do capítulo XXV em vez do capítulo XXIV da obra.

<sup>72</sup> "Peel declarou-se satisfeito porque o Bank Act havia impedido 'toda a especulação indevida'". (Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder: Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, p. 161).

<sup>73</sup> Sobre esse ponto: Não pode haver melhor modo de verificar a facilidade de acomodação bancária do que a taxa de juros do mercado e não há meios mais eficientes para determinar a quantidade de negócios realmente feita por um banco do que a devolução de contas com desconto. Vamos prosseguir nesta dupla escala de medição. Entre março e setembro de 1845, quando, com a mania da especulação, o capital fictício atingiu sua máxima altura e o país foi inundado com todas as empresas possíveis em escala imensa, sendo a taxa de juros de quase 2,5% Os títulos de banco permaneceram praticamente estacionários, enquanto que em um período posterior em 1847, a taxa de juros foi de 4,5%, o preço das ações tendo afundado para o mais baixo e desacreditar a propagação em todas as direções, a circulação de notas de banco atingiu seu máximo. Tradução livre do seguinte trecho: There can exist no better mode of verifying the facility of bank-accommodations than the market rate of interest, and no more efficient means for ascertaining the amount of business actually done by a bank than the return of bills under discount. Let us proceed on this two-fold scale of measurement. Between March and September, 1845, when with the speculation mania the fictitious capital reached its utmost height and the country was inundated with all possible enterprises on an immense scale, the rate of interest being nearly 2 1/2 per cent., the circulation of bank notes remained nearly stationary, while at a later period in 1847, the rate of interest being 4 1/2 Per cent., the price of shares having sunk to the lowest ebb, and discredit spreading in all directions, the circulation of bank notes reached its maximum. (Karl MARX. "The Vienna Note. - The United States and Europe.— Letters from Shumla— Peels Bank Act", *Collected Works of Karl Marx and Frederick Engels: Volume 12 – Marx and Engels 1853-54*, Lawrence & Wishart, Electric Book, 2010, p. 298).

<sup>74</sup> Nesse sentido: "Quando vieram os demais pagamentos- segundo a questão 1059, C. D. 1848/57, importava em 75 milhões de libras esterlinas o capital investido em ferrovias em 1846/47 -, tomou-se necessário recorrer ao crédito e, na maioria dos casos, também o verdadeiro negócio da firma teve de ser sangrado" (Notas de Friedrich Engels em (Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. Vol. III, tomo 1. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, p. 307) E Marx, citando o relatório secreto das causas da crise de 1847, destaca: "Na primavera de 1847 houve uma expansão indevida do crédito ...! porque homens de negócios transferiram seu capital do próprio negócio para as ferrovias e, ainda assim, quiseram continuar seu negócio na mesma extensão de antes. No início, cada um deles pensou provavelmente que pudesse vender as ações ferroviárias com lucro e assim repor o dinheiro no negócio.

encontravam sequer os comerciantes em seus estabelecimentos, toda a atenção estava sendo destinada apenas às ferrovias. Quando as primeiras chamadas para integralizar parte do capital acionário iniciaram, seguiram-se corridas por crédito e o Banco da Inglaterra teve constantemente que alterar a taxa de juros para se adequar aos termos do Peel's Act, até que chegou ao ponto que não se pode mais conceder adiantamento sobre títulos públicos em função da baixa quantidade de metais preciosos.<sup>75</sup> Pronto. Esse foi o estopim para o pânico.

Então, ocorreu a grande crise financeira de 1847.

Bancos faliram.

Comerciantes faliram.

Gente desempregada.

Suicídios.

A economia do país inteiro ficou em apuros.

---

Talvez tenha verificado que isso não era possível e assim tomou crédito em seu negócio onde antes pagara a vista. Daí surgiu uma expansão de crédito. (Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. III, tomo 1. 312).

<sup>75</sup> Nesse sentido: “Assim, o resultado da Lei Peel foi que o Banco da Inglaterra mudou sua taxa de juros treze vezes durante a crise de 1847, mudando-a apenas duas vezes durante a crise de 1825; Que criou em meio à crise real uma série de pânicos de dinheiro em abril e outubro de 1847; E que o Departamento Bancário teria sido obrigado a parar, mas para a paralisação do ato em si. Não pode, portanto, existir qualquer dúvida de que a Lei Peel irá agravar os incidentes ea gravidade da crise que se aproxima”. Tradução livre do seguinte trecho: Thus the result of the Peel Act has been that the Bank of England changed its rate of interest thirteen times during the crisis of 1847, having changed it only twice during the crisis of 1825; that it created amid the real crisis a series of money panics in April and October, 1847; and that the Banking Department would have been obliged to stop but for the stoppage of the act itself. There can, therefore, exist no doubt that the Peel Act will aggravate the incidents and severity of the approaching crisis. (Karl MARX. “The Vienna Note. - The United States and Europe.— Letters from Shumla— Peels Bank Act”, *Collected Works of Karl Marx and Frederick Engels: Volume 12 – Marx and Engels 1853-54*, Lawrence & Wishart, Electric Book, 2010, p. 300)

Foi preciso ser autorizada a suspensão do Peel's Act para que fosse evitado o colapso total da economia britânica.<sup>76</sup>

Como era de se esperar, tais momentos conturbados foram bastante influentes para os doutrinadores do período.

John Stuart Mill, quando trata da livre concorrência, destaca a opinião prevalecente no período de que o Estado deveria ter regido melhor as

---

<sup>76</sup> Nesse sentido, Friedrich Engels em adição de texto à obra de Marx: “O próprio Banco [da Inglaterra] esteve em perigo de falir em virtude das limitações que lhe foram impostas pela astuta lei bancária de 1844<sup>7</sup> - então o Governo cedeu à pressão geral e suspendeu, em 25 de outubro, a lei bancária, afastando assim as absurdas algemas legais impostas ao Banco. Agora este podia, sem restrições, pôr em circulação sua reserva de notas; uma vez que O crédito dessas notas era de fato garantido pelo crédito da nação, e portanto estava inabalado, sobreveio imediatamente O alívio decisivo da escassez de dinheiro; naturalmente, faliram ainda muitas firmas, grandes e pequenas, desesperadamente encalacradas, mas O ponto culminante da crise estava superado, O desconto bancário caiu de novo a 5%, e já no curso de 1848 se preparou aquela atividade renovada dos negócios, que quebrou O ímpeto dos movimentos revolucionários do continente em 1849 e acarretou, nos anos 50, uma prosperidade industrial até então nunca vista, mas também O colapso de 1857”. (Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. Vol. III, tomo 1. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, Capítulo XXV, p. 308)

construções das ferrovias.<sup>77</sup> Também quando trata do papel de alavancagem exercido pelo crédito discorre expressamente sobre as crises de 1825 e 1847.<sup>78</sup>

De igual maneira, Marx faz críticas ao Peel's Act já demonstradas anteriormente e utiliza o caso da crise de 1847 como exemplo da formação do chamado capital fictício.<sup>79</sup> Engels complementa as ideias de Marx sobre o desenvolvimento especulativo no período.<sup>80</sup>

Então, pautados por a mesma perspectiva tanto Marx como Mill possuem posicionamento, até certo ponto, análogo sobre aquilo que considera especulação, talvez pela influência comum de Thomas Tooke.<sup>81</sup>

---

<sup>77</sup> Contudo, é um erro supor que os preços sempre sejam mantidos baixos com a concorrência dessas empresas. Quando os concorrentes são poucos, sempre acabam por combinar em não competir entre si. Podem empreender uma corrida pelos preços baixos para levar à ruína um novo concorrente, mas tão logo este tiver firmado pé, eles se aliam a ele. Quando, portanto, um negócio de importância pública real só pode ser levado vantajosamente em escala tão grande a ponto de tornar mais ou menos ilusória a livre concorrência, equivale a uma utilização improfícua de os recursos públicos manterem vários conjuntos dispendiosos de instituições para prestar à comunidade esse único serviço. É muito melhor tratá-lo logo como uma função pública; e, se o serviço a prestar for de tipo tal que o próprio Governo não possa assumi-lo de forma rentável, ele deve ser totalmente entregue à empresa ou à associação que o preste nas condições que forem melhores para o público. No caso das ferrovias, por exemplo, ninguém pode desejar ver o enorme desperdício de capital e de terra (para não falar de prejuízos maiores) envolvido na construção de uma segunda ferrovia para ligar as mesmas localidades unidas por uma ferrovia já existente; durante algum tempo as duas não executariam o serviço melhor do que faria uma só, e depois de breve tempo provavelmente se uniriam. Só se deveria permitir uma dessas linhas, mas o Estado nunca deveria entregar o controle sobre ela, a não ser em forma de concessão temporária, como na França; e o direito adquirido que o Parlamento concedeu às empresas existentes, como todos os outros direitos de propriedade que contrariam a utilidade pública, é moralmente válido somente como um direito a compensação. (John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. I. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990, p. 192).

<sup>78</sup> John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990, pp. 102-103 e 104-105, respectivamente.

<sup>79</sup> “o período de prosperidade de 1844 a 1847 na Inglaterra esteve vinculado, conforme descrito acima, com a primeira grande fraude ferroviária” (Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. Vol. III, tomo 1. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, Capítulo XXV, p. 310)

<sup>80</sup> Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. III, tomo 1, Capítulo XXV, pp. 307-308 e pp. 309-310.

<sup>81</sup> Tooke tem um destaque especial nas obras de ambos os doutrinadores quando se trata de especulação.

John Stuart Mill, em que pese não ter cursado colégio ou universidade, teve um estudo bem intenso guiado pelo pai, James Mill, e teve como tutor na área econômica um amigo paterno, David Ricardo, ex-corretor da bolsa e especulador de sucesso. Então, em vários pontos de seu trabalho, a especulação é tratada.

Na verdade, segundo sua teoria, a especulação está presente todo o tempo apenas a sua intensidade é que se modifica.<sup>82</sup>

E tal mudança de intensidade se dá através de ciclos:

Então, quando se imagina que ocorrerá o aumento de preço de uma dada mercadoria (seja em razão de uma procura extra, de uma safra escassa, de obstruções à importação, ou de algum outro motivo), os distribuidores dessa mercadoria buscam aumentar o seu estoque. Segundo Mill, essa “simples propensão tende a produzir o efeito que se aguarda, uma subida do preço; e se o aumento de preço for considerável e progressivo, o negócio atrai outros especuladores, os quais, enquanto o preço não começar a cair, estão inclinados a crer que ele continuará a subir. Estes, comprando mais, produzem ulterior aumento do preço; assim, uma subida de preço para a qual havia inicialmente alguns motivos racionais, é muitas vezes agravada ainda mais por compras de caráter puramente especulativo, até o preço superar de muito o nível que os motivos iniciais justificavam. Passado algum tempo, começa-se a perceber isto: o preço cessa então de subir, e os que compraram as mercadorias, pensando ter chegado o momento de auferir seus ganhos, se preocupam em vendê-las. Então o preço começa a declinar: os que haviam comprado as mercadorias se precipitam ao mercado para evitar uma perda ainda maior, e, pelo fato de serem poucos os que gostam de comprar em um mercado declinante, o preço cai muito mais repentinamente do que subira. Aqueles que haviam comprado a um preço superior ao justificado por um cálculo razoável, e que foram surpreendidos pela reviravolta antes de auferirem

---

<sup>82</sup> Podemos observar esse posicionamento nas páginas 69-70 e página 73 do volume 2 de sua obra (John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990).

seus ganhos, perdem na proporção da intensidade da baixa de preço e da quantidade de mercadoria que têm em estoque ou que se obrigaram a pagar”.<sup>83</sup>

Portanto, para Mill, os mercados se encontram em duas possíveis situações principais: o estado de expectativa (calmaria) e o estado de especulação.

Na primeira situação, ocorrem apenas as costumeiras compras de estoque entre produtores e distribuidores. Na outra situação, há uma busca por ampliar as operações em função de uma sensação justificada ou injustificada (por um motivo qualquer) de que o consumo de um produto trará um lucro excepcional. Nesta situação, todos envolvidos estão tendentes a utilizar o seu crédito acima do normal e muitas vezes recorrem aos créditos bancários para isso.<sup>84</sup>

Então, Mill afirma que a utilização do crédito acima do normal acaba por gerar a chamada crise comercial, o que ocasiona notável aumento de notas bancárias.<sup>85-86</sup>

---

<sup>83</sup> John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II, p. 101-102.

<sup>84</sup> John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990, p. 232-233.

<sup>85</sup> Destacando especificamente o aumento das notas bancárias, Mill afirma que “durante o período ascendente da especulação, e enquanto a especulação estiver limitada a transações entre distribuidores, é raro aumentar substancialmente as emissões de notas bancárias, e em nada contribuem para o aumento especulativo dos preços. Parece-me, porém, que isto não mais se pode afirmar quando a especulação avançou até o ponto de atingir os produtores. As encomendas especulativas, feitas pelos comerciantes aos fabricantes, induzem estes últimos a ampliar suas operações, e a solicitar dos bancos empréstimos maiores, os quais, se feitos em notas, não são pagos às pessoas que os redepõem, mas em parte são utilizadas para pagar salários, e transitam pelos vários canais do comércio varejista, onde passam a produzir diretamente ulterior aumento dos preços” (John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II, 232-233).

<sup>86</sup> Mill destaca ainda que o período em que o especulador se endivida é aquele principalmente entre o período ascendente especulativo e o período de “reviravolta” (crise comercial), em função da luta para manutenção dos preços, quando os especuladores resistem em vender os produtos especulativos, mas não possuem capital para cumprir com os seus compromissos corriqueiros. Intervalo de tempo “este que se estende por semanas, e às vezes

Marx também observou a forma cíclica como se move o capital. Em vários trechos dos volumes de sua obra “o Capital”, ele destaca que os ciclos de rotação do capital se iniciam a partir do estado de repouso, passando por uma animação crescente, depois uma prosperidade – estágio este que na maioria dos casos coincide com os juros baixos –, que acaba ocasionando ou uma superprodução ou uma superespeculação – a perda da confiança e a conseqüente subida dos juros são a linha divisória entre a prosperidade e o início da crise –, que leva ao colapso e estagnação. A partir de então, retornar-se ao estado de repouso.<sup>87</sup>

Especificamente sobre a especulação, Marx adota a posição de que, na fase inicial, inexistiria a especulação. Ela apenas apareceria a partir de um segundo momento, quando o dinheiro ainda está bem abundante. Então, após uma loucura especulativa, a especulação começaria a diminuir e, quando o dinheiro se tornasse escasso, viria a crise.<sup>88</sup>

### **a) Os dois tipos de especulação**

Stuart Mill destacou o posicionamento em vários pontos no mesmo sentido da doutrina prevalecente em sua época – contrários à especulação –, mas também firmou forte posicionamento em defesa da especulação. Isso se

---

por meses. Uma vez que a maré dá sinais de inverter-se, os especuladores que seguram as mercadorias resistem a vender em um mercado declinante, e nesse meio tempo precisam de fundos para poderem cumprir até mesmo seus compromissos normais. É esse estágio que costuma ser marcado por um aumento considerável do montante de notas bancárias em circulação. Que tal aumento ocorra normalmente ninguém nega. E penso dever-se admitir que esse aumento de notas bancárias em circulação tende a prolongar a duração das especulações e possibilita manter os preços especulativos por algum tempo além daquele em que, de outra forma, teriam caído”. (John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II, 234).

<sup>87</sup> Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. Vol. III, tomo 1. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, p. 270-1 e nota de rodapé n. 63. Em sentido similar, tratando sobre a circulação de notas bancárias: Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. III, tomo 1., 58-59.

<sup>88</sup> Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. III, tomo 1., 271, nota de rodapé n. 63.



deu porque, para Mill, existiriam duas espécies distintas de especuladores: aqueles que auxiliam na estabilização do preço e das taxas de juros e aqueles que, ao contrário, desestabilizam.

A grande diferenciação entre esses dois grupos – pela visão de Mill – é a racionalidade. No grupo estabilizador, a especulação é realizada com prudência, ao passo que a no grupo desestabilizador, a irracionalidade é a marca característica da especulação, por isso foram denominados como especuladores irracionais.<sup>89</sup>

Na concepção de Mill, o aumento da segurança e o reduzido custo das comunicações influenciaram para tornar os preços mais estáveis e isso se deve, em grande parte, pela atuação dos comerciantes especulativos, que compram mercadorias para revendê-las com lucro posteriormente. Ou seja, quando os distribuidores estocam produtos que estão a um preço mais baixo para vendê-los na oportunidade em que o preço estiver mais alto, acaba por aumentar o preço quando ele se encontrar baixo e, da mesma forma, por abaixar o preço quando ele estiver alto.

E Mill complementa no seguinte sentido:

Eis por que os especuladores desempenham função altamente útil na economia da sociedade; e (contrariamente à opinião comum) a parcela mais útil dessa categoria de pessoas é constituída por aqueles que especulam com mercadorias afetadas pelas vicissitudes das estações. Se não houvesse distribuidores de trigo, não somente o preço do trigo estaria sujeito a variações muito mais extremas do que atualmente, mas, em uma estação de escassez, os suprimentos necessários não poderiam sequer aparecer. Se não houvesse quem especulasse com trigo, ou seja, se faltassem os distribuidores, os arrendatários começariam a especular, e o preço em uma estação de abundância cairia sem nenhum limite ou obstáculo, a não ser o consumo de desperdício inútil que se lhe seguiria invariavelmente. Se alguma parte do excedente de um ano sobra para suprir a deficiência de outro ano, isso se deve ou aos arrendatários que seguraram o trigo e não o

---

<sup>89</sup> Nas palavras de Stuart Mill: “Como todas as pessoas que compram e vendem para especular, sua função é de equalizar o valor dessa mercadoria, e não fazê-lo subir ou baixar. Quando especulam com prudência, abrandam as flutuações de preço; quando o fazem com imprudência, muitas vezes as agravam”. (John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990, nota de rodapé n. 49, p. 218).

comercializaram, ou aos distribuidores, que o comprem quando os preços são os mais baixos e o estocam.<sup>90</sup>

Mesmo afirmando em que a interferência de um investidor auxilia proporcionalmente ao seu investimento a subida de preço de uma mercadoria,<sup>91</sup> Stuart Mill considera que o aumento do preço dos produtos não se deve à atuação dos especuladores em si, mas sim por causas que independem deles. Assim, a especulação acaba, na verdade, por cumprir as expectativas da população, que é a equalização dos preços.

Entretanto, quando ocorre a atuação de forma superestimada, “a especulação, em vez de moderar a flutuação, causou uma flutuação do preço que de outra forma não teria ocorrido, ou agravou uma que teria acontecido”.<sup>92</sup> Nesse caso, segundo Mill, acaba gerando perdas para os especuladores vistos de forma geral – mesmo que alguns tenham obtido lucros.

Então, com base nisso, conclui Mill, de forma aparentemente ingênua, que “as operações dos distribuidores especulativos são úteis para o público, toda vez que forem rentáveis para eles mesmos; e conquanto às vezes sejam prejudiciais para o público, por aumentarem as flutuações que mais comumente teriam a função de aliviar, não obstante isso, toda vez que o fato acontece, os que mais perdem são os próprios especuladores. Em suma, o interesse dos especuladores, como um todo, coincide com o interesse do público; e já que eles podem deixar de servir ao interesse público quando

---

<sup>90</sup> John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II, 286.

<sup>91</sup> Suponhamos que, na esperança de que alguma mercadoria subirá de preço, a pessoa resolva investir nela não somente todo o seu dinheiro vivo, mas resolva também comprar a crédito, dos produtores ou importadores, toda a quantidade de mercadoria que, na opinião destes, ela terá recursos para pagar. Vê-se que, agindo assim, esse comprador produz sobre o preço efeito maior do que se restringissem suas compras ao dinheiro que tem efetivamente em mãos. Ele cria uma procura pelo artigo, equivalente ao montante total de seu dinheiro e seu crédito somados, fazendo o preço da mercadoria subir proporcionalmente a essa soma (John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990, p. 101).

<sup>92</sup> John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II, p. 287-8.

deixam de atender a seu próprio, o melhor meio para promover o interesse público é deixá-los buscar seu interesse próprio com toda liberdade”.<sup>93</sup>

Marx, apesar de não realizar tal diferenciação expressamente como Stuart Mill e de certamente não concordar com a conclusão de a atuação dos especuladores ser benéfica à sociedade como um todo, deixa a entender que o seu posicionamento é parecido quando adere a opinião de que a especulação não existe no estágio inicial dos ciclos de rotação do capital. Ou seja, o investimento inicial não se trataria de especulação, mas tão somente quando esse investimento inicial começa a dar lucros acima do esperado.<sup>94</sup> Portanto, aparentemente, a especulação em Marx seria apenas aquela irracional e danosa de Mill.

Marx destaca bem uma característica também observada por Smith: movimento súbito do capital. A busca pelo maior lucro faz com que o capital se mova de maneira súbita, em um instante está se investindo em uma esfera de produção e noutro instante já se moveu para outro.<sup>95</sup>

E, analisando em um sentido macro, Marx afirma, apesar de considerar estúpida a ideia, que o movimento do capital na busca de melhores taxas de lucro, acabaria por se compensarem e por se reduzir as taxas de lucro, levando-as ao mesmo nível comum e geral. Em outros termos equalizariam os lucros.<sup>96</sup>

Vemos que, em que pese com raciocínios semelhantes, os fundamentos e consequências são bem distintos nas ideias de equalização de lucros de

---

<sup>93</sup> John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II, 287-8.

<sup>94</sup> Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. Vol. III, tomo 1. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, p. 271, nota de rodapé n. 63.

<sup>95</sup> Esse movimento dos capitais é causado em primeira linha pela situação dos preços de mercado, que aqui fazem subir os lucros acima do nível geral da média e ali os fazem cair abaixo dele. Abstrairmos, por enquanto, o capital comercial, com o qual ainda não temos nada a ver aqui e que, como revelam os repentinos paroxismos da especulação com certos artigos favoritos, pode retirar, com extraordinária rapidez, massas de capital de um ramo de negócio para lançá-las de maneira igualmente súbita noutro. (Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. III, tomo 1, 159-160).

<sup>96</sup> Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. III, tomo 1, 159-160.

Marx e de preços de Mill. Aquela se deve ao fato de os lucros de alguns poucos serem compensados com as perdas de muitos, levando a uma concentração de renda, como se verá mais adiante. Ao passo que a equalização de preços de Mill, como já dito, seria um pagamento a maior no preço de certas mercadorias em um primeiro instante como uma forma de garantir à sociedade que, quando aquelas mercadorias escassearem, possam obtê-las a um preço mais barato.

### **b) Os porquês da especulação**

Os motivos que impulsionavam os especuladores também ganharam destaque nas principais obras dos renomados doutrinadores do período.

Stuart Mill entendeu que o baixo nível de lucro das atividades servia como um incentivo à especulação. Assim, quando uma atividade não gerava aquele lucro esperado pelo detentor do capital, ele passaria a buscar tal lucro em atividades mais arriscadas. Mill relacionou a pesada tributação como uma das causas da fuga de capital para o exterior, encorajando o detentor do capital a desbravar caminhos que não buscaria se sua atividade fosse mais lucrativa. Vejamos:

O simples fato de os lucros terem que carregar a sua parte de uma tributação pesada generalizada tende, da mesma forma que um imposto especial, a fazer o capital emigrar para o exterior, a estimular especulações imprudentes, reduzindo ganhos seguros, a desencorajar a ulterior acumulação de capital, e a acelerar o alcance da condição estacionária. Pensa-se ter sido essa a causa principal do declínio da Holanda, ou melhor, da cessação do seu progresso.<sup>97</sup>

---

<sup>97</sup> John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990, p. 398. E repete tal fundamento várias outras vezes em sua obra: *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II, 417 e 458) Em outra passagem destaca: Depois de passarem alguns anos sem crise, acumulou-se tanto capital adicional, que já não é possível investi-lo com o lucro habitual; todos os títulos públicos adquirem preço alto, a taxa de juros, com a melhor garantia comercial, cai muito, e é geral entre as pessoas de negócios a queixa de que não se consegue mais ganhar dinheiro. Por acaso isso não demonstra com que rapidez o lucro atingiria o mínimo, e se atingiria a condição estacionária do capital, se essas acumulações continuassem sem nenhum princípio neutralizador? Mas o valor menor que se dá a todos os ganhos seguros inclina pessoas a dar ouvido pronto a quaisquer projetos que apresentem, embora com o risco de perda, a expectativa de uma taxa de lucro mais alta; e vêm as especulações, as quais, com reviravoltas subseqüentes, destroem, ou transferem a

Então, as crises especulativas seriam, na verdade, uma indicação de que o taxa de lucro atingiu o mínimo vital, coisa que estava acontecendo na Inglaterra naquele período e que já vinha acontecendo na Holanda há muito tempo, por isso o forte investimento holandês nas sociedades anônimas de países estrangeiros.<sup>98</sup>

Marx considerava essa mudança realizada pelo capitalista em busca de maiores lucros uma estupidez.<sup>99</sup> Ele entendia que a transferência contínua de capital de uma esfera de produção para outra no momento em que o lucro está acima da média faz gerar “movimentos ascendentes e descendentes da taxa de lucros que mais ou menos se compensam mutuamente e, por isso, tendem a reduzir, por toda parte a taxa de lucro ao mesmo nível comum e geral”.<sup>100</sup>

Entretanto, era evidente que, antes que ocasionasse uma crise, a especulação aumentava o preço dos produtos e dos ativos sem nem mesmo existisse qualquer fundamento econômico para tanto. Nesse sentido, trouxe as palavras de um capitalista discorrendo sobre os lucros adquiridos pelos especuladores em função do aumento de preço dos produtos produzidos pela atividade especulativa:

---

estrangeiros, uma soma considerável de capital, produzem subida temporária dos juros e do lucro, dão lugar a novas acumulações, recomeçando o mesmo rodízio. (John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II, 313-4).

<sup>98</sup> Nesse sentido: A Holanda, por exemplo, parece ter há muito tempo atingido o mínimo virtual de lucro; já no século passado seus capitalistas ricos tinham grande parte de suas fortunas investidas nos empréstimos e nas especulações de companhias de sociedade anônima de outros países; essa baixa taxa de lucro é atribuída à tributação pesada, que de certo modo foi imposta ao país pelas circunstâncias de sua posição e de sua história. (John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990, p. 458).

<sup>99</sup> Certamente não estava afirmando que tal mudança de direção não gerava grandes lucros para o especulador. Acreditamos que seu posicionamento estava na verdade se referindo ao sistema capitalista de forma ampla, pois os lucros permaneceriam equivalentes caso o capital se mantivesse estacionado nas suas esferas originais. Entretanto, acrescento, os lucros iriam para pessoas distintas.

<sup>100</sup> Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. Vol. III, tomo 1. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, p. 159-160.

"Esses especuladores que poupam tanto o trabalho dos trabalhadores que teriam de pagar." <sup>101</sup>

Portanto, era evidente que a especulação causava uma riqueza imediata, a qual era vista como o sonho dos especuladores. Marx entendia que ostentação de riqueza e o esbanjamento era ainda uma forma de obtenção de crédito, uma necessidade do negócio.<sup>102</sup> E isso aguçava ainda mais o imaginário popular na busca de obtenção de riquezas similares. A riqueza imediata e a ostentação eram fontes de inspiração para a irracionalidade da especulação.

Com a propagação das ideias já trazidas em Smith, passou-se a existir na consciência da população que, apenas através da especulação, era que se conseguiria a obter lucros e progressos rápidos. Marx trouxe declarações de um grande especulador imobiliário londrino, Edward Capps, perante a Comissão Bancária de 1857, onde ele afirmava que “[c]reio que um homem que queira progredir neste mundo dificilmente pode esperar progredir atendo-se a negócios sólidos (Jair trade) (...) necessariamente ele precisa, além disso, construir com base na especulação, e isso em larga escala”.<sup>103</sup>

Associando-se a essa ideia de que grandes lucros somente viriam de forma rápida com a especulação, a riqueza que estava desocupada passava a ser direcionada à especulação. E, quando as condições econômicas levavam a uma grande riqueza desocupada, em consequência vinha um novo período de febre especulativa.

---

<sup>101</sup> Nota de rodapé n. 593, citando BIDAUT, J. N. Du Monopole qui s'Établit dans les Arts Industriels et le Commerce. Paris, 1828. p. 13., in KARL MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. I, tomo 1. São Paulo: Nova Cultural, [1867] 1996, p. 436.

<sup>102</sup> Nesse sentido: “Em certo nível de desenvolvimento, um grau convencional de esbanjamento, que é ao mesmo tempo ostentação de riqueza e, portanto, meio de obter crédito, torna-se até uma necessidade do negócio para o “infeliz” capitalista. O luxo entra nos custos de representação do capital. Além do mais, o capitalista não se enriquece, como o entesourador, em proporção a seu trabalho pessoal e seu não-consumo pessoal, mas na medida em que ele extrai força de trabalho alheia e impõe ao trabalhador a renúncia a todos os prazeres da vida. (KARL MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. I, tomo 2. São Paulo: Nova Cultural, [1867] 1996, p. 226).

<sup>103</sup> KARL MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. Vol. III, tomo 2. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, p.238.

Tratando do período que antecedeu a crise de 1847, se observou que, em 1845, o contexto econômico propiciava a febre especulativa:

"Dentro de um período muito curto, os preços, a partir do ponto mais baixo da depressão, saltaram para cima (...) a dívida pública a 3% está quase ao par (...) o ouro nos porões do Banco da Inglaterra excede qualquer montante antes lá armazenado. Ações de todas as espécies estão a preços que, em quase cada caso, não têm precedentes e a taxa de juros caiu tanto que é quase só nominal. (...) Tudo isso é prova de que existe agora novamente forte acumulação de riqueza desocupada na Inglaterra, que estamos diante de um novo período de febre especulativa. (Ib., p. 36.)<sup>104</sup>

Não bastava especular, era necessário especular em larga escala. Na mente popular aquela era a chance da vida, a maior chance que talvez nunca mais retornasse. Então, essa riqueza desocupada era alavancada pelo capital barato. E os bancos exerciam bem sua função de facilitador de crédito durante a fase de grande lucratividade:

A finalidade dos bancos é facilitar os negócios. Tudo o que facilita os negócios facilita também a especulação. Em muitos casos, negócio e especulação se entrelaçam tão estreitamente que é difícil dizer onde termina o negócio e começa a especulação. (...)

Onde quer que haja bancos, o capital é obtido mais facilmente e mais barato. A barateza do capital favorece a especulação, assim como a barateza da carne e da cerveja favorece a voracidade e a embriaguez.<sup>105</sup>

Assim, pode-se perceber que o sistema de crédito tanto possibilita a formação de uma grande especulação, como possui papel influente para a grande queda.

Marx já destacava que o poder de compra daqueles que possuem conhecimento prático de mercados especulativos ultrapassa em muito aquilo que se pode entrar na imaginação dos que não possuem tal conhecimento. O capital próprio do especulador serviria apenas de base sobre a qual se constrói

---

<sup>104</sup> Citação do *The Currency Theory Reviewed*. Londres, 1845. p. 32-34 in Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. III, tomo 2, 315.

<sup>105</sup> Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. v. III, tomo 1. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, p. 306, citando J. W. Gilbart, *The History and Principles of Banking*, Londres, 1834, p. 137-138.

o crédito e não o limite das transações.<sup>106</sup> Assim, traz como exemplo a comparação realizada entre o patrimônio próprio e o montante das dívidas da lista de falidos com a crise de 1857.<sup>107</sup>

Portanto, para a doutrina marxista, o sistema de crédito, além de ser a mola propulsora da produção capitalista, também funciona como sistema de alavancagem da superespeculação, uma vez que o força até seu limite extremo, fazendo com que o especulador aja de forma imprudente, destacando o caráter antiético do capital investido. Assim, “o crédito acelera as erupções violentas dessa contradição, as crises e, com isso, os elementos da dissolução do antigo modo de produção”.<sup>108</sup>

Entretanto, a sua simples limitação não acabaria com as crises especulativas, como se pode observar pelos comentários realizados ao Peer’s Act anteriormente.<sup>109</sup>

Com outra perspectiva, Tooke não acreditava que a facilidade na obtenção de crédito conduziria necessariamente à superespeculação.<sup>110</sup> Ele,

---

<sup>106</sup> Em sentido análogo, Stuart MILL: “Pouquíssimas são as pessoas que têm conhecimento de quanto as transações especulativas podem ser efetuadas com base em simples créditos contábeis sem acarretar o menor acréscimo ao que se usa chamar de moeda”. (John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990, p. 109)

<sup>107</sup> Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. v. III, tomo 1, 333, nota 87.

<sup>108</sup> E Marx complementa: “As características dúplices imanentes ao sistema de créditos: por um lado, desenvolver a mola propulsora da produção capitalista, o enriquecimento pela exploração do trabalho alheio, num sistema mais puro e colossal de jogo e fraude, e limitar cada vez mais o número dos poucos que exploram a riqueza social; por outro lado, porém, constituir a forma de passagem para um novo modo de produção” (Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. v. III, tomo 1. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, p. 335).

<sup>109</sup> Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. III, tomo 1, Capítulo XXV, pp. 307-312.

<sup>110</sup> Esse não era o entendimento prevalecente no período como bem destacou Stuart Mill: “Sabe-se perfeitamente que, nestes últimos anos, muitos economistas políticos, e grande parte do público, têm considerado uma limitação artificial da emissão de células bancárias como expediente altamente eficaz para impedir a febre da especulação, e quando isso não é possível, para moderá-la. Esse ponto de vista recebeu o reconhecimento e a sanção do Parlamento com a Lei da Moeda de 1844”. (John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990, p. 108).



inclusive, questionava a existência de um único caso em que a mera facilidade de empréstimo (na segurança suficiente) tenha sido a causa de início de qualquer especulação considerável em mercadorias.<sup>111</sup> Na verdade, Tooke acreditava que apenas a facilidade de empréstimos não significaria que o credor não fosse receber o que lhe era devido, não existiria relação no sentido de que o dinheiro obtido por meio de empréstimo seria utilizado de forma imprudente pelo mutuário. Tooke destacou, em sua obra, que “tais mutuários não são estimulados a comprar mercadorias especulativamente, simplesmente porque eles podem contrair empréstimos em condições de baixos juros; eles são, entretanto, muito feliz se eles poderem contrair empréstimos para tudo. Mas supor que pessoas que têm direito ao crédito são susceptíveis de serem induzidas e estimuladas é causada principalmente pela mera circunstância de uma baixa taxa de juros para entrar em especulações em mercadorias (usando o termo especulação no seu sentido detestável), significa uma falta de conhecimento dos motivos que levam a tais especulações”.<sup>112</sup>

---

<sup>111</sup> Nesse sentido: “A opinião comumente aceita é que uma baixa taxa de juros é calculada para aumentar os preços, e uma taxa alta para reduzi-los. Sr. Gilbart, em um artigo na *Westminster Review* em janeiro de 1841, explica, assim, que os efeitos que ele atribui à abundância ou escassez de dinheiro no mercado de bolsa de valores e no mercado de dinheiro, ou seja, de capital: “Os especuladores e comerciantes têm sempre alguma razão peculiar para negociar uma mercadoria em vez de outra, mas a facilidade na obtenção de dinheiro (ou seja, na utilização do capital) é o motivo principal da especulação, e o preço de cada mercadoria vai avançar de acordo com a quantidade de dinheiro empregada sobre esse mercado específico”. Até agora o fato de ser verdade que a facilidade de obtenção de dinheiro (sempre entendida em títulos suficientes) é a causa principal da especulação em mercadorias, o Sr. Gilbart poderia encontrar dificuldade em apontar um único caso em que a mera facilidade de empréstimos na segurança suficiente tem sido a causa de qualquer especulação considerável em mercadorias”. Tradução livre do seguinte trecho: *The commonly received opinion is, that a low rate of interest is calculated to raise prices, and a high rate to depress them. Mr. Gilbart in an article in the Westminster Review for January, 1841, thus explains the effects which he ascribes to the abundance or scarcity of money in the stock exchange and money market, use of the term, meaning capital: “Speculators and merchants have always some peculiar reason for dealing in one commodity rather than another; but the facility of obtaining the money (i.e., the use of capital) is the moving cause of the speculation, and the price of each commodity will advance according to the quantity of money brought to bear on that particular market.” So far from its being true that the facility of obtaining money (always understood on sufficient securities) is the moving cause of speculation in commodities, Mr. Gilbart would find it difficult to point out a single instance where the mere facility of borrowing on sufficient security has been the moving cause of any considerable speculation in commodities. (Thomas TOOKE. *An Inquiry Into the Currency Principle: The Connection of the Currency with Prices, and the Expediency of a Separation of Issue from Banking*. London: Longman, Brown, Green, and Longmans, 1844, p. 77).*

<sup>112</sup> Tradução livre do seguinte trecho: *If by facility of borrowing he meant a laxity of regard to security for repayment on the part of the lender, there is every probability that money so*

Stuart Mill também trata dessa teoria monetária que era vigente no período para reduzir a especulação e concorda a opinião de Tooke no sentido de que restou empiricamente constatado em sua longa pesquisa em *Price of Money* que sempre que ocorreu aumento ou queda dos preços, esse aumento foi anterior ao aumento da circulação de notas bancárias. Portanto, não poderia o aumento dos preços ser efeito de algo posterior. Assim, concluiu MILL que, “pelo fato de seu montante [montante de moedas em circulação] só poder aumentar se houver um aumento de demanda, não têm possibilidade de gerar aumento de preços, não têm condições de estimular a especulação nem de gerar uma crise comercial; e, portanto, a tentativa de precaver-se contra esse mal, regulamentando artificialmente a emissão de notas bancárias, não surte efeito algum para a finalidade visada, podendo produzir outras consequências extremamente calamitosas”.<sup>113</sup>

Percebemos que Tooke era contrário à limitação do crédito como forma de evitar a especulação, uma vez que isso poderia fazer com que se deixe de produzir negócios realmente úteis à população. Para ele, a especulação era algo bem distinto. Quando observamos os estudos realizados por MILL percebemos que o excesso de crédito já seria uma consequência da especulação e não sua causa, uma vez que “as compras especulativas, na grande maioria dos casos, não são feitas com notas bancárias ou com letras,

---

borrowed will be hazardously, if not recklessly employed; and whether in the purchase of shares, or of foreign securities, or of merchandize, or in any other mode of adventure or enterprise, or in mere personal expenditure, is a matter of chance, depending on the disposition and views of the borrower; such borrowers are not stimulated to purchase commodities speculatively, merely because they can borrow on low terms; they are but too happy if they can borrow at all. But to suppose that persons entitled to credit are likely to be induced stimulated is the favourite term by the mere circumstance of a low rate of interest to enter into speculations in commodities (using the term speculation in its obnoxious sense), argues a want of knowledge of the motives which lead to such speculations. (Thomas TOOKE. *An Inquiry Into the Currency Principle: The Connection of the Currency with Prices, and the Expediency of a Separation of Issue from Banking*, 81-82).

<sup>113</sup> John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990, p. 230-231.

mas quase exclusivamente com base em créditos contábeis”.<sup>114</sup> A multiplicação de notas bancárias e letras apenas aconteceria quando se iniciava a crise.<sup>115</sup>

Mill destacava que, diferentemente de Malthus, Chalmers e Sismondi, que associavam a crise à superprodução, na verdade o que a causava era o excesso de compras feitas para especular, que aumentava de forma artificial o preço dos produtos e ocasionava a perda da confiança pelo distanciamento entre o preço real e o artificial.<sup>116</sup>

Ainda como fundamento para a realização da especulação, em *o Capital*, Marx já destacava a incerteza como elemento de grande relevância. Quando expõe que a Lei da especulação é investir na matéria prima mais bruta possível, destaca que o valor da mercadoria já trabalhada possui um valor socialmente determinado, que não varia como a colheita de um produto. Assim a especulação com matéria prima e a incerteza quanto ao seu valor provável aguçam a mente dos especuladores, gerando uma maior excitação e oscilação.  
117

E é exatamente em função da incerteza que Marx conclui no sentido de que, quanto maior o tempo que separa o ato da compra e o ato da venda, maior será a especulação. Assim, quanto mais prolongado o crédito, maior é o

---

<sup>114</sup> John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II, 108.

<sup>115</sup> Também nesse sentido: “Em países de crédito desenvolvido podemos admitir que todo o capital monetário disponível para ser emprestado existe na forma de depósitos nos bancos e nas mãos dos prestamistas. Isso vale, pelo menos, para o negócio em geral. Além disso, em tempos de negócios prósperos, antes de se desencadear a especulação propriamente dita, com crédito fácil e confiança crescente, a maior parte das funções da circulação efetua-se por meio de simples transferência de créditos, sem intervenção de dinheiro metálico ou de papel”. (Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. Vol. III, tomo 2. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, p. 37)

<sup>116</sup> Não é um advento gradual de preços baixos, mas uma baixa repentina a partir de preços descomunalmente altos; sua causa imediata é uma restrição do crédito, e o remédio consiste não em diminuir a oferta, mas no restabelecimento da confiança. (John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II, 137).

<sup>117</sup> Nesse sentido: Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. I, tomo 1. São Paulo: Nova Cultural, [1867] 1996, pp. 325-6; Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. Vol. III, tomo 1. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, p. 96.

grau de incerteza do seu futuro cumprimento.<sup>118</sup> Da mesma forma, destaca que, quanto maior a distância entre o mercado local da produção e o seu local de recebimento, também maior será a especulação <sup>119</sup> entendemos que o motivo aqui pode ser tanto pelo desconhecimento do mercado em que se está investindo, como no caso da crise de 1825, como pela própria incerteza da chegada do produto ao local de entrega.

**c) As consequências da especulação odiosa: transferência de riquezas e aumento das desigualdades.**

As consequências da especulação eram vistas e sentidas.

Mill destaca que as flutuações dos valores e dos preços não seguiam uma ordem natural na demanda especulativa, ou seja, quando as flutuações decorriam da alternância entre a expansão indevida e a restrição excessiva do crédito, iniciadas por especulações irracionais, desembocava em crises comerciais, que não estavam se tornando menos frequentes e menos violentas com o aumento do capital e do trabalho, na verdade, o contrário.

Contudo, Mill entendia que as consequências da especulação não ultrapassavam as figuras dos especuladores irracionais. Apesar de existir desperdícios, entendia o doutrinador que o que acontecia nas crises era, em grande parte, transferência de riqueza; ou seja, tudo não passava,

---

<sup>118</sup> Nesse sentido: “Aceleração, por meio do crédito, das distintas fases de circulação ou da metamorfose das mercadorias e também da metamorfose do capital e, com isso, aceleração do processo de reprodução em geral. Por outro lado, o crédito permite manter por mais tempo separados os atos de compra e de venda, servindo por isso de base para a especulação”. (Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. III, tomo 1, 331).

<sup>119</sup> E claro, entretanto, que com o desenvolvimento da força produtiva do trabalho e, por conseguinte, da produção em grande escala, 1) os mercados se expandem e se afastam do local de produção, 2) por isso, os créditos têm de prolongar-se e, portanto, 3) o elemento especulativo deve dominar cada vez mais as transações. (Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. v. III, tomo 2. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, p. 22).

principalmente, da transferência de riqueza de especuladores irracionais para especuladores mais bem sucedidos, “como as perdas de um jogador”.<sup>120</sup>

O que se percebe é que Mill não deixava de enxergar as falências e desempregos gerados pelas crises especulativas, mas focava sua análise principalmente nessa transferência de riqueza.<sup>121</sup>

Assim como um especulador individual não tem condições de obter lucro em decorrência de um aumento de preço provocado exclusivamente por ele, da mesma forma, não tem condições de ganhar um grupo de especuladores coletivamente, em virtude de um aumento de preço produzido artificialmente por eles. Alguns dentre um grupo de especuladores podem sair ganhando, por terem mais critério e mais sorte na escolha do momento para auferir lucros, porém auferem esse ganho não à custa do consumidor, mas dos outros especuladores que têm menos critério. Na realidade, esses poucos convertem em benefício próprio o alto preço gerado pelas especulações dos demais, deixando a estes a perda resultante do recuo dos preços. Por isso, não há como negar que os especuladores podem enriquecer-se com a perda de outras pessoas. Mas é com as perdas de outros especuladores. O mesmo montante que foi perdido por um grupo de distribuidores é ganho por outro grupo deles.<sup>122</sup>

Marx também observava a transferência de riqueza gerada pela especulação, mas dava ênfase a outro posicionamento. Entendia que tanto o sucesso como o insucesso da especulação ocasionavam a centralização dos capitais e, portanto, a expropriação na mais alta escala, estendendo-se, inclusive, dos produtores diretos e até dos próprios capitalistas pequenos e médios.<sup>123</sup> Quanto tratou da especulação imobiliária, destacou que a principal

---

<sup>120</sup> John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990, p. 313-4.

<sup>121</sup> Nesse sentido: “Além disso, há grande consumo improdutivo de capital durante a estagnação que segue a um período de over-trading geral. Fecham-se estabelecimentos, ou estes são mantidos em atividade sem lucro algum, trabalhadores perdem o emprego, e muitas pessoas de todos os níveis, que por ficarem privadas de sua renda são obrigadas a se sustentarem com as suas poupanças, se encontram, depois de ter passado a crise, em uma condição de empobrecimento maior ou menor. Esses são os efeitos de uma reviravolta comercial; e se essas reviravoltas são mais ou menos periódicas, isto é uma consequência necessária dessa tendência dos lucros a baixar, que estamos estudando” (John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II, 314).

<sup>122</sup> John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990, p. 287.

<sup>123</sup> Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. Vol. III, tomo 1. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, p. 334.

consequência do aumento artificial de preço dos imóveis era a expulsão dos pobres para refúgios cada vez piores e mais densamente preenchidos.<sup>124</sup>

Em síntese, Marx destacava que a especulação aguçava a desigualdade.

Como justificativa, afirmava que o especulador estaria jogando não com capital próprio; mas, na verdade, com propriedade social,<sup>125</sup> uma vez que arriscava, em grande medida, valores depositados em poupanças decorrentes do trabalho alheio para conseguir inflar o preço dos ativos e gerar a superespeculação. E, ao final, com o sucesso ou insucesso da especulação ocorreria a expropriação da propriedade social e este constituiria o seu verdadeiro objetivo. Vejamos nas suas palavras:

Essa expropriação apresenta-se, porém, no interior do próprio sistema capitalista como figura antitética, como apropriação da propriedade social por poucos; e o crédito dá a esses poucos cada vez mais o caráter de aventureiros puros. Uma vez que a propriedade existe aqui na forma de ação, seu movimento e transferência tornam-se resultado puro do jogo da Bolsa, em que os pequenos peixes são devorados pelos tubarões e as ovelhas pelos lobos da Bolsa.<sup>126</sup>

Portanto, para Marx, a crise especulativa, além de demonstrar a realidade do capital, uma vez que o valor da empresa era determinado não pela receita real, mas também pela receita esperada calculada por antecipação e que independe do movimento de valor do capital real que ela (empresa)

---

<sup>124</sup> Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. I, tomo 2. São Paulo: Nova Cultural, [1867] 1996, p. 286-7.

<sup>125</sup> Nesse sentido: “Abstraindo o sistema de ações - que é uma abolição da indústria privada capitalista na base do próprio sistema capitalista, e que na medida em que se expande e se apodera de novos ramos da produção destrói a indústria privada - o crédito oferece ao capitalista individual, ou àquele que passa por tal, uma disposição, dentro de certos limites, absoluta de capital alheio e propriedade alheia e, em consequência, de trabalho alheio. Disposição sobre capital social, não próprio, dá-lhe disposição sobre trabalho social (...) Todos os padrões de medida, todas as bases explicativas ainda mais ou menos justificadas nos limites do modo de produção capitalista desaparecem aqui. O que o comerciante atacadista especulador arrisca é propriedade social, não dele.” (Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. III, tomo 1, 334) Observamos também esse entendimento em outras passagens, quando Marx afirma que em épocas especulativas, as altas taxas de juros são pagas com capital alheio emprestado e não com o lucro empresarial. (Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. Vol. III, tomo 2. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, p. 46).

<sup>126</sup> Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. Vol. III, tomo 1. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, p. 334.

representa,<sup>127</sup> traz conotação na vida real. O doutrinador destaca que, em um sistema em que o crédito é a sua base, quando ele some, chega a crise – com uma corrida violenta em busca dos meios de pagamento – para por fim a todo o sistema artificial de expansão forçada.<sup>128</sup>

Para demonstrar as consequências de uma crise especulativa e a situação social vivenciada pelos trabalhadores desempregados, Marx cita passagem do relatório de um correspondente do *Morning Star* que, logo depois de uma crise, visitou os principais centros do infortúnio:<sup>129</sup>

"Morte em massa, por inanição, dos pobres de Londres! (wholesale starvation of the London Poor!) (...) Durante os últimos dias, as paredes de Londres foram cobertas por grandes cartazes, que trazem este anúncio notável: 'Bois gordos, gente faminta! Os bois gordos deixaram seus palácios de vidro para cevar os ricos em suas mansões luxuosas, enquanto homens famintos apodrecem e morrem em suas miseráveis tocas'. Os cartazes com essas inscrições ominosas são constantemente renovados. Assim que um conjunto é estragado ou recoberto, outro logo reaparece no mesmo ou em outro local público equivalente. Isso lembra os omina que preparam o povo francês para os eventos de 1789. (...) Nesse momento, enquanto trabalhadores ingleses, com suas mulheres e filhos, estão morrendo de fome e frio, milhões do dinheiro inglês — produto do trabalho inglês — estão sendo aplicados em empréstimos estrangeiros na Rússia, Espanha, Itália e em outros países." (Reynolds' Newspaper, 20 de janeiro de 1867.)

E continua trazendo extrato de um jornal (Standard, 5 de abril de 1867) sobre as consequências da crise mais recente (crise de 1866)

"Um espetáculo terrível se desenrolou ontem numa parte da metrópole. Embora os milhares de desempregados da parte leste da cidade não tivessem, com suas bandeiras negras, marchado em massa, a torrente humana era assaz imponente. Rememoremos o que sofre essa população. Ela morre de fome. Esse é o fato simples e terrível. Há 40 mil deles. (...) Em nossa presença, num bairro dessa maravilhosa metrópole bem ao lado da mais imensa acumulação de riqueza que o mundo já viu — bem junto a ela estão 40 mil pessoas sem auxílio,

---

<sup>127</sup> Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. Vol. III, tomo 2. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, pp. 11-12.

<sup>128</sup> Apesar de a primeira vista aparentar apenas uma crise de crédito e monetária, as letras não conversíveis representam, em sua maioria, compras e vendas reais, que ultrapassam as necessidades sociais. (Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. III, tomo 2. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, p. 28-29)

<sup>129</sup> Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. I, tomo 2. São Paulo: Nova Cultural, [1867] 1996, pp. 297-300.

morrendo de fome! Esses milhares irrompem agora em outros bairros; meio mortos de fome em todas as épocas eles gritam sua miséria em nossos ouvidos, clamam aos céus, falam-nos de suas habitações atingidas pela miséria, dizem que lhes é impossível achar trabalho e que é inútil pedir esmolas. Os contribuintes locais do imposto para os pobres estão sendo, eles mesmos, arrastados pelos encargos paroquiais para a beira do pauperismo.”

Portanto, as consequências da especulação abusiva não se restringiriam a indolor transferência de patrimônio dos especuladores irracionais para os especuladores racionais, mas sim a terríveis sofrimentos daqueles afetados, passando por dor, fome, morte, etc.

#### **d) Conclusão parcial**

Em resumo, apesar de ser posição minoritária de Mill, para o período, entendemos válida a sua tentativa de diferenciação entre os especuladores que agem com racionalidade e aqueles que agem de forma irracional. Os primeiros atuavam de forma prudente e trariam supostos benefícios à sociedade com a estabilização dos preços e com a redução das flutuações das taxas de juros; ao passo que os últimos, ao contrário, desestabilizariam toda a economia com o agir imprudente, ocasionando as crises especulativas.

Como característica do especulador irracional, destacou-se a movimentação súbita do capital investido. A busca pela especulação se dava em função da ganância dos especuladores que, apesar de possuírem riquezas excedentes, acreditavam que sua atividade corrente não estava produzindo os lucros desejados (por motivos variados), o que acabava por incentivá-los a tentarem meios alternativos de obtenção do sonhado lucro fácil. E isso tudo era impulsionado pela ostentação de riqueza dos especuladores bem sucedidos, pelo crédito fácil no período, bem como pelas notícias que circulavam (em grande parte, falsas) que criavam miragens da existência do alto lucro, bem como um atalho temporal para o mesmo.

Na verdade, houve uma forte defesa no sentido de que a facilidade dos empréstimos bancários não geraria a especulação, uma vez que o aumento do preço dos ativos era, em momento anterior, a tais empréstimos. Contudo, era



inegável que os empréstimos faziam parte do ciclo especulativo, uma vez que gerava as crises bancárias e suas desagradáveis consequências.

Ponto chave da especulação e diretamente proporcional ao seu tamanho, observado no período, é o grau de incerteza do que se está especulando. Em termos, quanto maior o tempo ou quanto maior a distância entre os atos da compra especulativa e da sua venda (obtenção do lucro), maior será a incerteza e maior será a especulação. E isso tinha direta relação com a perda da confiança, que dava início ao pânico.

Em que pese a divergência no que se refere aos principais afetados pela especulação, pode-se concluir que é comum o entendimento no período que a especulação gera uma concentração de renda, uma vez que os valores dos especuladores mal sucedidos passariam os seus recursos aos especuladores mais experientes, que são, normalmente, os maiores detentores de capital.<sup>130</sup>

Independentemente da existência ou não de pronunciamento, as consequências das crises especulativas eram desastrosas para a sociedade, que passava a conviver com uma maior concentração de riqueza – promovida durante toda a fase especulativa–, aliada à grande pobreza e miséria de outra parte da população.

---

<sup>130</sup> Mesmo que os valores repassados sejam apenas uma parte do total da dívida dos especuladores irresponsáveis, já que o sistema de crédito possibilita que o patrimônio dos especuladores ultrapasse bastante a sua base de capital, em função de os valores estarem alavancados. A crise atuaria como uma forma de demonstrar a realidade do capital.



## 5. OS EFEITOS DA ESPECULAÇÃO DURANTE A PRIMEIRA METADE DO SÉCULO XX.

A crise especulativa mais grave e mais reconhecida foi a sobre os preços das ações do final dos anos 1920 (1927-29). Muito se assegurava, no período, a invencibilidade do mercado de ações, uma vez que aqueles que o gerenciavam eram os especuladores instruídos e treinados da indústria do transporte e das manufaturas.<sup>131</sup> A Literatura sobre investimento em ações se tornava popular, Edgar Lawrence Smith se tornava conhecido por seus ensinamentos sobre o mercado acionário.<sup>132</sup>

Na época, com objetivo de tornar ainda mais atrativo o mercado acionário, houve um grande incentivo por parte do governo norte-americano: redução dos impostos. “Mellon [Andrew Mellon, secretário do tesouro norte-americano do Governo de Calvin Coolidge] tratou de melhorar as condições dos negócios reduzindo a alíquota máxima do imposto de renda de 65% para 32%, reduzindo os impostos das empresas para 2,5%, diminuindo a tributação dos ganhos de capital. Em decorrência desses cortes nos impostos, os ricos viram-se com mais dinheiros para investir em ações, as empresas informaram maiores rendimentos pós-tributação, e uma parte maior dos lucros da especulação pôde ficar nas mãos dos especuladores”.<sup>133</sup>

A especulação seguiu desenfreadamente, o Federal Reserve aumentou a taxa de desconto até 6% na tentativa de travá-la, mas não era suficiente, pois tais taxas eram baixas para o tamanho da expectativa do lucro especulativo ao

---

<sup>131</sup> George Wheeler HINMAN. "The Return". *The North American Review* 227, no. 1 (1929): 72-82, pp. 75-76. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/25110663>>. Último acesso em 09.08.2017.

<sup>132</sup> Em 1924, o autor escreveu *Common Stocks as long term investment*, que se tornou um apoio intelectual fundamental para o boom do mercado de ações de 1920, permitindo, inclusive, o autor lançar uma empresa de fundos mútuos, Investment Managers Company, bem como receber um convite do economista John Maynard Keynes, que tinha analisado de forma favorável o livro em *The Nation and Atheneum*, para se juntar à Royal Economic Society.

<sup>133</sup> Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder. Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, p. 234.

mesmo tempo que as taxas de juros estavam bastantes altas para o restante da economia, que não se beneficiavam desse lucro irreal.<sup>134</sup>

Em outra tentativa, a Federal Reserve alertou seus bancos afiliados para não conceder mais empréstimos. Contudo, a maior parte dos empréstimos do período foi concedida diretamente por empresas, ou seja, sem nenhuma jurisdição do Federal Reserve. E a utilização de empréstimos de margem para compra de ações gerava a alta nos preços das ações, que incentivava ainda mais os especuladores a pegarem empréstimos até de bancos estrangeiros para financiar seu “investimento” (em sentido amplo).

Da mesma forma, o mercado acionário ainda foi “sacudido” pela alavancagem das empresas através da utilização de lucros fabricados por subsidiárias que vendiam entre si utilizando valores artificialmente majorados e “corroído” pela prática desestabilizadoras dos trustes de investimentos que “contraíam vultosos empréstimos oferecendo seus ativos como garantia a fim de alavancar os lucros e com isso aumentavam a volatilidade do mercado acionário. O alto giro das ações nos portfólios dos trustes refletia um nocivo acompanhamento de tendência, e não uma ponderada busca de valores intrínseco. Os bancos de investimento, que patrocinavam os novos trustes, frequentemente despejavam em seus portfólios ações que tinham dificuldade para vender a terceiros”.<sup>135</sup>

Então, com o mercado acionário e suas estruturas criticamente comprometidas pela corrosão e pelo total desequilíbrio, um simples sobro de vento foi suficiente para derrubá-lo.<sup>136</sup>

---

<sup>134</sup> Estava acontecendo aquilo designado por Keynes como remédios que curam a doença matando o paciente. (John Maynard KEYNES. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Coleção Os Economistas. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, p. 300-301).

<sup>135</sup> Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder. Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, p. 246-9.

<sup>136</sup> Os motivos para derrocada do mercado foram os mais diversos segundo a doutrina:

Milton Friedman afirmou que o grande culpado da Grande Depressão foi o Federal Reserve que deixou que o Banco dos Estados Unidos falisse. Caso o Federal Reserve tivesse

Como resultado “659 [seiscentos e cinquenta e nove] bancos fecham suas portas em 1929, 1.352 [mil, trezentos e cinquenta e dois] em 1930, e 2.294 [dois mil, duzentos e noventa e quatro] no ano seguinte. Obrigados a abrir falência, os industriais fecham as fábricas. O desemprego atinge índices astronômicos: 1,5 milhão de americanos em 1929, 13 milhões de homens e mulheres quatro anos mais tarde, ou seja, um quarto da população ativa.”<sup>137</sup>

O governo seguinte atribuiu a responsabilidade da depressão à Wall Street, como bem destaca John Kenneth Galbraith: “As Administrações de Coolidge e Hoover mantiveram aberta aliança com o grande interesse financeiro que Wall Street simbolizava. Com o advento do New Deal os pecados de Wall Street tornaram-se os pecados do inimigo político. O que era mal para Wall Street era mal para o partido republicano”.<sup>138</sup>

Então, apoiado por manifestações pouco sólidas economicamente, em que pese o manifesto de 1931, subscritos por vários renomados economistas, no sentido favorável à expansão do crédito e ao aumento do gasto do governo

---

utilizado das reservas de ouro que possuía para conferir liquidez ao mercado, a crise não teria chegado às proporções que ela chegou. Nesse sentido: Milton FRIEDMAN; Anna Jacobson SCHWARTZ. *A monetary history of the United States: 1867-1960. A study by the National Bureau of Economic Research*. 1st. ed. Princeton: Princeton University Press, 1993, p. 325.

Kindleberg acredita na necessidade do emprestador de última instância de âmbito internacional e que a crise decorreu em função do excesso de protecionismo dos Estados Unidos, que acabou deixando o dólar muito forte se comparado com as outras moedas. (Charlie P. KINDLEBERGER. *The World in Depression, 1929-1939*. 2. ed. Berkeley: University of California Press, 1986 e Charlie P. KINDLEBERGER; Robert Z. ALIBER. *Manias, Pânico e Crises: A história das catástrofes econômicas mundiais*. 6a Edição. São Paulo: Ed. Saraiva, 2013, p. 30).

Há aqueles que defendem que o motivo foi padrão ouro, outros afirmam a ausência de flexibilidade dos salários e de outros produtos; outros destacam a campanha eleitoral de Roosevelt que aguçou ainda mais o medo, dificultando o retorno da confiança. Sobre a matéria: Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder: Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, p. 263-4.

Na verdade, isso nunca será decidido de modo eficaz, assim como a disputa entre deixar os mercados agirem sozinhos ou se devem ser controlados pelo governo.

<sup>137</sup> André KASPI. “New Deal - A grande virada Americana”. *In História Viva*. Disponível em: [http://www2.uol.com.br/historiaviva/reportagens/new\\_deal\\_-\\_a\\_grande\\_virada\\_americana.html](http://www2.uol.com.br/historiaviva/reportagens/new_deal_-_a_grande_virada_americana.html). Último acesso em 31 de janeiro de 2017.

<sup>138</sup> John Kenneth GALBRAITH. *The Great Crash 1929*. Boston: Houghton Mifflin Company, 1988, p.155.

em obras públicas,<sup>139</sup> o novo presidente – eleito em 1932 – buscou uma política ativa a fim de fazer oposição às críticas enfrentadas pelo presidente anterior e concretizou o chamado “New Deal”.<sup>140</sup>

Entre as principais medidas adotadas para estabilizar o sistema financeiro e recuperar a confiança da população – para os propósitos do presente trabalho – foram as seguintes:

---

<sup>139</sup> Vejamos a lista de parte dos economistas que peticionaram ao Congresso por um programa nacional de combate ao desemprego:

Edith Abbott	Edward A. Filene	Harry A. Millis
Asher Achinstein	Irving Fisher	Broadus Mitchell
Emily Green Balch	Elisha M. Friedman	Harold G. Moulton
Bruce Bliven	A. Anton Friedrich	Paul M. O’Leary
Sophinisha P. Breckenridge	S. Colum Gilfillan	Thomas I. Parkinson
Paul F. Brissenden	Meredith B. Givens	S. Howard Patterson
William Adams Brown, Jr.	Carter Goodrich	Harold L. Reed
Edward C. Carter	Henry F. Grady	Father John A. Ryan
Ralph Cassady, Jr.	Robert L. Hale	Francis B. Sayre
Waddill Catchings	Walton Hamilton	G.T. Schwenning
Zechariah Chafee, Jr.	Mason B. Hammond	Henry R. Seager
Joseph P. Chamberlain	Charles O. Hardy	Thorsten Sellin
John Bates Clark	Sidney Hillman	Mary K. Simkhovitch
John Maurice Clark	Arthur N. Holcombe	Nahum I. Stone
Victor S. Clark	Paul T. Homan	Frank Tannenbaum
Joanna C. Colcord	B.W. Huebsch	Frank W. Taussig
John R. Commons	Alvin S. Johnson	Ordway Tead
Morris L. Cooke	H.V. Kaltenborn	Willard Thorp
Morris A. Copeland	Edwin W. Kemmerer	Mary Van Kleeck
Malcolm Cowley	Willford I. King	Oswald G. Villard
Donald Cowling	Alfred Knopf	Lillian Wald
Jerome Davis	Hazel Kyrk	J.P. Warbasse
Davis F. Dewey	Harry W. Laidler	Colston E. Warne
Paul H. Douglas	Corliss Lamont	Gordon S. Watkins
Stephen P. Duggan	Kenneth S. Latourette	William O. Weyforth
Seba Eldridge	William Leiserson	Joseph H. Willits
Henry Pratt Fairchild	J.E. LeRossignol	Chase Going Woodhouse
John M. Ferguson	Roswell C. McCrea	Matthew Woll
Frank A. Fetter	Otto Tod Mallery	

(Murray Newton ROTHBARD. *America’s Great Depression*, 5a ed. Auburn: The Ludwig Mises Institute, 2008, p. 250-251).

<sup>140</sup> Luiz Carlos Delorme PRADO. “A economia política da grande depressão da década de 1930 nos EUA - visões da crise e política econômica, semelhanças e diferenças com a crise atual”. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/datacenterie/pdfs/seminarios/pesquisa/texto1509.pdf>>. Último acesso em 31 de janeiro de 2017.

- Em 1933, foi aprovado o U. S. Banking Act, também conhecido como 2ª Glass-Steagall Act, que tornou incomunicáveis as atividades bancárias (bancos comerciais, bancos de investimento e Savings & Loans), com objetivo de reduzir o tamanho das possibilidades de investimento dos especuladores, restringindo as suas zonas de atuação, bem como evitando que os bancos pressionassem seus clientes a adquirirem ativos de baixa qualidade e de grande risco.<sup>141</sup> Na mesma oportunidade, foi criada a FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation), uma agência federal que tinha o objetivo de garantir os depósitos por meio de um fundo criado para esse fim – que tinha como acionistas os próprios bancos – e trazer maior segurança aos poupadores, reduzindo assim a desconfiança.<sup>142</sup>

- Em 1934, foi aprovado o Securities Exchange Act, objetivando a proibição dos pools no mercado acionário, as transações com informações privilegiadas e a manipulação do mercado. O Federal Reserve ganhou o poder de restringir os empréstimos de margem que foram limitados a 50% (cinquenta por cento) do valor colateral das ações. Foi criada a Securities and Exchange Commission – SEC (Comissão de valores mobiliários norte americana) para tentar regular o mercado de capitais, prevenindo abusos corporativos, inibindo a especulação

---

<sup>141</sup> Outro objetivo era evitar os possíveis conflitos de interesses na concessão do crédito, na aplicação e no investimento desses mesmos recursos pela mesma entidade financeira. (Jairo SADDI. Disponível em: <<http://www.oeconomista.com.br/a-separacao-de-funcoes-dos-bancos/>>. Último acesso em 1º de fevereiro de 2017).

<sup>142</sup> A lei ficou assim conhecida em função de ser proveniente de projetos elaborados pelo senador democrata Carter Glass de Lynchburg, e pelo ex-secretário do Tesouro, e congressista Henry B. Steagall de Alabama. “Ainda em 1932, O primeiro Glass-Steagall Act foi promulgada em fevereiro de 1932 em um esforço para impedir a deflação, e expandiu a capacidade do Federal Reserve para oferecer redescontos em mais tipos de ativos, como títulos do governo, bem como o papel comercial e de prestação de financiamento de bancos ou outras instituições financeiras. Uma das disposições da Lei Glass-Steagall é o Regulamento Q, que permitiu à Reserva Federal para regular as taxas de juros em contas de poupança. É também proibido holdings bancárias de possuir outras companhias financeiras. Por exemplo, uma corretora de ações não poderia possuir uma companhia de seguros ou um banco e vice-versa”. Disponível em: <<http://financas-brokers.blogspot.com.br/2010/10/revogacao-da-lei-glass-steagall-certo.html>>. Último acesso em 1º de fevereiro de 2017.

odiosa (desnecessária, insensata e destrutiva). O SEC passou a conduzir as ações de execução contra acusados de fraudes contábeis, de detentores de informações privilegiadas, de fornecedores de informações inverídicas e outras violações da lei de valores mobiliários. Os especuladores baixistas foram restritos pela introdução da *uptick rule* (regra que só permitia vendas a descoberto depois que uma ação aumentasse de preço em relação à negociação anterior).<sup>143</sup>

Os resultados foram muito bons: “O número de falências bancárias foi reduzido drasticamente, de 600 por ano, em média, entre 1923-32, para menos de 10 ao ano entre 1945-70; e o país não viveu qualquer ameaça de crise bancária sistêmica”.<sup>144</sup> De fato, era um novo acordo entre o Estado e a sociedade.

Lançada apenas em 1936 e rapidamente difundida nos Estados Unidos por Alvin Harvey Hansen, professor da Universidade de Harvard,<sup>145</sup> a “Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda” de Keynes atuou como um verdadeiro suporte teórico aos atos praticados no governo de Roosevelt, atribuindo-lhes, apesar de posterior, um maior grau racionalidade e cientificismo.

Em que pese os evidentes momentos de instabilidade enfrentados pelo sistema capitalista, foi com essa obra de Keynes que se trouxe um amplo conhecimento teórico-racional da incapacidade da mão-invisível de por fim à prevalência do egoísmo dos agentes econômicos em detrimento do bem-estar da sociedade.<sup>146</sup>

---

<sup>143</sup> Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder. Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, p. 250 e ss.

<sup>144</sup> Jennifer HERMANN. “O modelo de liberalização financeira dos anos 1990: ‘restatement ou auto-crítica?’”. *Texto para Discussão*. Rio de Janeiro: UFRJ, 2002, p. 89.

<sup>145</sup> Alvin H. HANSEN. *Fiscal Policy and Business Cycles*, New York: W.W.Norton, 1941.

<sup>146</sup> “Keynes sabia o que estava acontecendo quando escreveu *The General Theory*. Em uma carta ao dramaturgo e socialista George Bernard Shaw, ele escreveu: “Eu acredito estar escrevendo um livro sobre a teoria econômica, que vai, em grande parte, revolucionar - não, acredito que de imediato, mas nos próximos anos – a maneira como o mundo pensa sobre os



Entretanto, é bom destacar que bem antes da crise, ainda em 1924, Keynes já escrevera destacando que a importância do Estado estaria relacionada à tomada de decisões que ninguém adotaria se não fosse o poder público.<sup>147</sup> Vários outros importantes doutrinadores também escreveram sobre a necessidade do Estado de atuar intervindo a fim de por fim aos efeitos esmagadores da crise,<sup>148</sup> para citarmos apenas alguns, temos Irving Fisher, da Universidade de Yale,<sup>149</sup> Joseph P. Chamberlain, Carter Goodrich, da Universidade de Columbia,<sup>150</sup> Arthur B. Adams, da Universidade de Oklahoma,<sup>151</sup> etc. Assim, através da influência de doutrinadores, representados principalmente na figura de Keynes, restou legitimado o chamamento de um

---

problemas econômicos". Tradução livre do seguinte trecho: "Keynes knew what he was on to when he wrote *The General Theory*. In a letter to playwright and socialist George Bernard Shaw, he wrote: 'I believe myself to be writing a book on economic theory, which will largely revolutionise – not, I suppose, at once but in the course of the next few years – the way the world thinks about economic problems.' (in "Keynes's economic theory voted most influential academic book on British life". *The Guardian*. Publicado em 25.jan.2017. Acessado em 26.jan.2017)

<sup>147</sup> Nesse sentido: "Passo a um critério de Agenda que é particularmente relevante para o que é urgente e desejável fazer num futuro próximo. Temos de procurar separar os serviços que são tecnicamente sociais dos que são tecnicamente individuais. A mais importante Agenda do Estado não está relacionada às atividades que os indivíduos particularmente já realizam, mas às funções que estão fora do âmbito individual, àquelas decisões que ninguém adota se o Estado não o faz". Tradução livre do seguinte texto: "I come next to a criterion of Agenda which is particularly relevant to what it is urgent and desirable to do in the near future. We must aim at separating those services which are technically social from those which are technically individual. The most important Agenda of the State relate not to those activities which private individuals are already fulfilling, but to those functions which fall outside the sphere of the individual, to those decisions which are made by no one if the State does not make them". (John Maynard KEYNES. *The end of laissez-faire*, Cap. IV, Hogarth Press, 1926, disponível em: <<http://www.panarchy.org/keynes/laissezfaire.1926.html>>. Último acesso em 08.08.2017).

<sup>148</sup> Arthur B. ADAMS; Carter GOODRICH; Joseph DEMMERY; Willard L. THORP; Alvin H. HANSEN. "The Business Depression of Nineteen Hundred Thirty – Discussion", *American Economic Review*, Vol.21, No1, Supplement, Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual Meeting of the American Economic Association, Mar., 1931.

<sup>149</sup> Irving FISHER. "The Debt-Deflation Theory of Great Depression", *Econometrica*, Vol.1, Oct 1933, pp.337-357. Necessário destacar que uma parcela da loucura vivenciada pela grande depressão se deu em função das palavras animadoras do citado doutrinador. Entretanto, após a crise, seu posicionamento foi no sentido da necessidade de intervenção do Estado no sentido da prática de política ativa do estado para a concretização da estabilização. Realizou até mesmo uma teoria sobre a matéria, trazida no artigo aqui citado: Debt-Deflation Theory.

<sup>150</sup> Murray Newton ROTHBARD. *America's Great Depression*. 5a ed. Auburn: The Ludwig Mises Institute, 2008, p. 251.

<sup>151</sup> Arthur B. ADAMS, "Unemployment and Economic Changes in the US", *Journal of Business of the University of Chicago*, october, 1931, 4:311.

agente interventor para evitar as chamadas crises de insuficiências de demanda efetiva como forma de dar continuidade ao sistema capitalista.<sup>152</sup>

E, na sua obra principal, Keynes demonstrou que uma das formas de atuação do Estado para evitar a prevalência do egoísmo dos agentes econômicos seria na utilização de meios para se evitar a especulação financeira odiosa.

Importante mencionar que a argumentação defendida por Keynes e estes outros doutrinadores intervencionistas era diferente dos argumentos de outro grande doutrinador do período, Joseph Alois Schumpeter, professor da Universidade de Bonn e depois da Universidade de Harvard. Em um artigo, logo após a quebra de 1929, o doutrinador austríaco tentou explicar a crise pela conjunção de vários fatos que fugiam da possibilidade de intervenção estatal, entre eles, sustentava que a crise mundial, principalmente, decorria dos ciclos econômicos ocasionados após o rápido progresso do pós-guerra. Na sua concepção, as inovações tecnológicas ocasionadas com o rápido progresso realizaram uma quebra no equilíbrio estabelecido, ocasionando uma *expansão* que se espalhou por outros setores da economia e gerou o aumento de salários, a elevação dos preços dos produtos, dentre outras consequências. Com a entrada no mercado dos produtos dos “imitadores” das ideias inovadoras, restou o mesmo abarrotado de produtos semelhantes, pondo fim ao *boom* e levando à depressão.<sup>153</sup> Somando-se a sua teoria dos ciclos econômicos, que seria suficiente apenas para ocasionar a depressão, mas não toda a profundidade observada, destacou a ausência de flexibilidade dos salários e de outros preços (por exemplo, a taxa de juros de longo prazo), que impediam o retorno ao rápido equilíbrio ocorrido antes do *boom*, bem como a

---

<sup>152</sup> Certamente, em tal ponto, é onde se traz um maior distanciamento da posição defendida por Marx, para quem o capitalismo sucumbiria. (Adroaldo Moura da SILVA. “Keynes e a Teoria Geral”. In: John Maynard KEYNES. *Os Economistas: A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural Ltda., p. 10). Provavelmente, caso não houvesse tido a intervenção estatal, a insatisfação social que imperava na época seria tão grande que os movimentos sociais favoráveis ao comunismo teriam tido uma ainda maior adesão nos países capitalista.

<sup>153</sup> No mesmo sentido da sua conhecida teoria dos ciclos econômicos (Joseph Alois SCHUMPETER. *Teoria do Desenvolvimento Econômico: Uma Investigação Sobre Lucros, Capital, Crédito, Juro e o Ciclo Econômico*. Editora Nova Cultural. 1997).

concomitância das políticas monetárias europeias para o retorno do padrão ouro. Portanto, a crise tinha efeito mundial por motivos não decorriam apenas da política econômica norte-americana e nem a aplicação de uma correta política econômica poderia estabilizar novamente a economia.<sup>154</sup>

Em uma passagem do *Treatise on Money*, Keynes, em conformidade com o entendimento de Stuart Mill, afirma que as atitudes especulativas acabavam por estabilizar os preços dos bens, “é como se a especulação absolvesse o papel de seguros - e os especuladores o papel das seguradoras – contra a variabilidade do preço”.<sup>155</sup> Já na teoria geral, podemos observar também que, em um primeiro momento, apesar de não de forma direta, Keynes associou a especulação à iniciativa privada, quando destacou os oito motivos ou fins importantes de caráter subjetivo pelos quais os indivíduos não gastam a sua renda. Em um desses motivos, Keynes afirmou que a “massa de manobra” para projetos especulativos poderia ser titulada de iniciativa.<sup>156</sup>

Entretanto, Keynes logo detalha tal posicionamento: a intervenção do especulador no mercado acionário e a concorrência entre os investidores profissionais, apesar de ser uma forma de iniciativa, não corrigem a oscilação ocasionada no mercado, o qual também está repleto de devaneios dos indivíduos ignorantes; ao contrário, “a maioria deles (investidores e especuladores) dedica-se não a fazer previsões abalizadas a longo prazo sobre a renda provável de um investimento por toda sua vida, mas em prever mudanças de curto prazo com certa antecedência em relação ao público em geral”.<sup>157</sup>

A coerência indicaria que o investimento mais acertado seria aquele que venceria os riscos das incertezas do futuro. Contudo, a preocupação dos investidores profissionais e dos especuladores estaria centrada no imediato (no

---

<sup>154</sup> Joseph Alois SCHUMPETER. “The Present World Depression: A Tentative Diagnosis”, *American Economic Review*, Vol 21, No1, Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual Meeting of the American Economic Association, Mar 1931, pp.179-192.

<sup>155</sup> Nesse sentido: John Maynard KEYNES. *A treatise on money*, 2 vol., London: 1930. Tradução no italiano: *Trattato sulla moneta*, Torino 1971, p. 367.

<sup>156</sup> John Maynard KEYNES. Coleção Os Economistas. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, p.127-128.

<sup>157</sup> John Maynard KEYNES. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, 165.

curto prazo), estaria centrada, na verdade, em adivinhar o valor que, por influência da psicologia das massas, atribuir-se-á a um bem ou um ativo em horas ou dias – para época de Keynes, em meses ou um ano.<sup>158</sup>

Portanto, para Keynes, especulador seria aquele empenhado em prever a psicologia do mercado, diferentemente do empreendedor, que estaria comprometido em prever a renda provável dos bens durante toda sua existência. O doutrinador deixou expressa a sua opinião de que a atuação em investimento de longo prazo é o que “melhor serve o interesse público”, bem como inexistente qualquer “evidência clara a demonstrar que a política de investimento socialmente mais vantajosa coincida com a mais lucrativa”.<sup>159</sup> Inclusive, na sua concepção, nunca deveria a especulação prevalecer sobre o empreendimento, entretanto – como de fato ocorreu –, com o desenvolvimento da organização dos mercados de investimento, o risco do predomínio da especulação aumentaria.<sup>160</sup>

E entre os fatores para a prevalência dos especuladores (jogadores imprudentes e centrados no curto prazo) no mercado moderno de capitais, segundo Keynes, é o entendimento comum de que “a vida não é bastante longa para essa tarefa; a natureza humana exige sucessos imediatos”. E isso faz com que o investimento baseado nas previsões autênticas a longo prazo seja tão difícil de ser observado, que mal pode ser posto em prática. Os investidores prudentes passam a ser mal interpretados, pois “a sabedoria

---

<sup>158</sup> Mesmo assim, vemos que em nota de rodapé acima (referente à citação da obra *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, p. 168), consta a informação que na Wall Street, pelo menos metade das compras e vendas de títulos de investimento realizados, é com a intenção, por parte do especulador, de se desfazer desses títulos no mesmo dia.

<sup>159</sup> John Maynard KEYNES. Coleção Os Economistas. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, pp. 165-167; no mesmo sentido: “Não devemos concluir daí que tudo depende de ondas de psicologia irracional. Pelo contrário, o estado de expectativa a longo prazo é, no mais das vezes, estável e, mesmo quando não o seja, os outros fatores exercem seus efeitos compensatórios”. (John Maynard KEYNES. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, 170).

<sup>160</sup> John Maynard KEYNES. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, 167.

universal indica ser melhor para a reputação fracassar junto com o mercado do que vencer contra ele”.<sup>161</sup>

Acreditamos que o trabalho que mais tentou aprofundar a análise da especulação financeira no período foi o *Speculations and Economic Stability* de Nicholas Kaldor. Inclusive, o conceito de especulação mais citado na doutrina atualmente é aquele externado pelo referido doutrinador húngaro, que afirma que a “especulação (...) pode ser definida como a compra (ou venda) de bens com vista à revenda (recompra) em uma data posterior, onde o motivo determinante dessa ação é a expectativa de uma mudança nos preços relevantes em relação ao preço atualmente praticado e não um ganho devido ao seu uso, ou qualquer tipo de transformação efetuada neles ou sua transferência entre diferentes mercados”.<sup>162-163</sup>

---

<sup>161</sup> John Maynard KEYNES. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, 165-167. Bastante interessante é a metáfora trazida por Keynes sobre o comportamento dos especuladores e sua tentativa de adivinhar a escolha do mercado acionário:

“Para variar um pouco de metáfora, o investimento por parte de profissionais pode ser comparado aos concursos organizados pelos jornais, onde os participantes têm de escolher os seis rostos mais belos entre uma centena de fotografias, ganhando o prêmio o competidor cuja seleção corresponda, mais aproximadamente, à média das preferências dos competidores em conjunto; assim, cada concorrente deverá escolher não os rostos que ele próprio considere mais bonitos, mas os que lhe parecem mais próprios a reunir as preferências dos outros concorrentes, os quais encaram o problema do mesmo ponto de vista.

Não se trata de escolher os rostos que, no entender de cada um, são realmente os mais lindos, nem mesmo aqueles que a opinião geral considere realmente como tais. Alcançamos o terceiro grau, no qual empregamos a nossa inteligência em antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral. E há pessoas, segundo creio, que vão até o quarto e o quinto grau, ou mais longe ainda.” (John Maynard KEYNES. Coleção Os Economistas. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, pp. 166-167).

<sup>162</sup> Tradução livre e adaptação do seguinte trecho: Speculation, for the purposes of this article, may be defined as the purchase (or sale) of goods with a view to re-sale (re-purchase) at a later date, where the motive behind such action is the expectation of a change in the relevant prices relatively to the ruling price and not a gain accruing through their use, or any kind of transformation effected in them or their transfer between different markets. (Nicholas KALDOR. “Speculation and Economic Stability”. *The Review of Economic Studies*, 1939, vol. 7, issue 1. London: Oxford University Press, [1939], 2017, p. 1).

<sup>163</sup> Esse conceito de especulação de Kaldor representa aquilo que entendemos ser especulação odiosa para o presente trabalho. Inclusive, o próprio doutrinador destaca que as transações ordinárias dos comerciantes, apesar de poderem ser chamadas como especulativas, não se enquadrariam no seu conceito. “enquanto os comerciantes e outros negociadores fazem compras e vendas que podem ser denominadas ‘especulativas’, suas transações ordinárias não se enquadram nesta categoria”. Tradução livre do seguinte trecho: (...)while merchants and other dealers do make purchases and sale which might be termed "speculative", their ordinary transactions do not fall within this category. (Nicholas KALDOR. “Speculation and Economic Stability”, 1)

Assim como Keynes, Kaldor sugere que os mercados de ativos financeiros são baseados, principalmente, nas expectativas e que não necessitam dos fundamentos (reais) para se desenvolverem, eles próprios conferem força e aumentam a si mesmos. Kaldor argumenta que o preço no curto prazo é determinado largamente por influências especulativas, obscurecendo, inclusive, fatores externos que influenciariam o preço do ativo.

164

Assim, tanto para Kaldor <sup>165</sup> como para Keynes, o fator determinante para uma atividade especulativa é a realização do negócio com base, principalmente, na expectativa de mudança iminente do preço do bem

---

<sup>164</sup> Nesse sentido: “No mercado de títulos de longo prazo, a elasticidade das expectativas é geralmente pequena, e a elasticidade dos estoques especulativos é grande, tanto absoluta quanto relativamente à elasticidade da demanda e oferta não especulativa (ou seja, a elasticidade do fornecimento de poupança, e a elasticidade dos produtores demanda por fundos de longo prazo, em função da taxa de juros). Consequentemente, o preço no curto período é largamente determinado por influências especulativas. Não seria correto dizer que esses fatores externos não influenciam o preço; só que sua influência é amplamente obscurecida pelas forças especulativas”. Tradução livre do seguinte trecho: “In the market for long-term bonds, the elasticity of expectations is normally small, and the elasticity of speculative stocks is large, both absolutely and relatively to the elasticity of the non-speculative demand and supply (i.e. the elasticity of supply of savings, and the elasticity of the producers demand for long-term funds, as a function of the rate interest). Hence the price in the short period is largely determined by speculative influences. It would not be correct to say that these outside factors have no influence upon price; only that their influence is largely overshadowed by speculative forces”. (Nicholas KALDOR. “Speculation and Economic Stability”. *The Review of Economic Studies*, 1939, vol. 7, issue 1. London: Oxford University Press, [1939], 2017, p. 16)

<sup>165</sup> Em seu artigo, Kaldor destaca aqueles que seriam, no seu entender, os pré-requisitos para a existência da especulação (odiosa), quais sejam: um mercado perfeito ou semi-perfeito e o baixo custo de transporte. E afirma que, se o mercado for imperfeito ou se os custos de transportes forem extensos e, então, a diferença entre o preço pago e vendido for grande, a especulação se torna muito dispendiosa para ser realizada – “exceto talvez esporadicamente ou sob o estresse de violentas mudanças”. Então, expõe que a presença dessas duas condições pressupõe, por outro lado, um número de atributos nos quais apenas um número limitado de bens possuem simultaneamente. Vejamos os atributos:

- “(1) O bem deve ser totalmente padronizado ou capaz de padronização completa;
- (2) Deve ser um artigo de demanda geral;
- (3) Deve ser durável;
- (4) Deve ser valioso em proporção ao volume”.

Tradução livre do seguinte trecho: “These attributes are: (1) the good must be fully standardised or capable of full standardisation; (2) It must be an article of general demand; (3) It must be durable; (4) It must be valuable in proportion to bulk.” (Nicholas KALDOR. “Speculation and Economic Stability”, 3).

Contudo, no presente caso, acreditamos que – como vemos com perfeição nos dias atuais sendo bastante comum – os contratos de futuros possibilitam a realização da especulação mesmo no caso de os ativos não possuírem os atributos acima destacados. E – diga-se – é bastante comum.

negociado. Nessa tentativa de adivinhar a psicologia do mercado, Keynes bem destacou a importância das notícias e da atmosfera, as quais o investidor tentaria antecipar para “sair disparado na frente” na corrida do investimento antes de todos, “estimulando a multidão e transferindo adiante a moeda falsa ou em depreciação”. Observamos nisso uma clara manifestação de má-fé para com o próximo e, se levada a uma visão mais ampla, para com a sociedade. Acreditamos que esse também seja o posicionamento de Keynes, vejamos nas palavras do próprio doutrinador:

Esta luta de esperteza para prever com alguns meses de antecedência as bases da avaliação convencional, muito mais do que a renda provável de um investimento durante anos, nem sequer exige que haja idiotas no público para encher a pança dos profissionais: a partida pode ser jogada entre estes mesmos. Também não é necessário que alguns continuem acreditando, ingenuamente, que a base convencional de avaliação tenha qualquer validade real a longo prazo. Trata-se, por assim dizer, de brincadeiras como o jogo do anel, a cabra-cega, as cadeiras musicais. É preciso passar o anel ao vizinho antes de o jogo acabar, agarrar o outro para ser por este substituído, encontrar uma cadeira vaga antes que a música pare. Estes passatempos podem constituir agradáveis distrações e despertar muito entusiasmo, embora todos os participantes saibam que é a cabra-cega que está dando voltas a esmo ou que, quando a música pára, alguém ficará sem assento.<sup>166</sup>

Kaldor também observa que a divulgação do sucesso de uma minoria de especuladores acaba por incentivar a vinda de novos especuladores, sendo essa chegada de novos especuladores, inclusive, uma das falhas principais da teoria que vê a especulação como estabilizadora dos preços, pois os ganhos dos especuladores bem sucedidos poderão advir apenas das perdas dos novos especuladores inseridos no mercado, mesmo sem a necessidade de estabilização dos preços. Vejamos nas palavras do economista da Universidade de Cambridge:

Este argumento, no entanto, implica um estado de coisas onde a demanda ou oferta especulativa equivale apenas a uma pequena proporção da demanda ou oferta total, de modo que a atividade especulativa, embora possa influenciar a magnitude da mudança de preço, não pode mudar a direção da mudança de preço. (...) Pois as perdas de uma população flutuante de especuladores mal sucedidos serão suficientes para manter permanentemente um pequeno corpo de

---

<sup>166</sup> John Maynard KEYNES. Coleção Os Economistas. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, p. 165.

especuladores bem-sucedidos; E a existência desse corpo de especuladores de sucesso será uma atração suficiente para garantir um suprimento permanente desta população flutuante. Enquanto os especuladores diferirem em seu próprio grau de previsão, e enquanto forem numerosos, eles não precisam ser bem sucedidos na previsão de eventos externos; eles podem viver um do outro.<sup>167</sup>

Outro fator diretamente associado ao imediatismo da especulação que pode causar instabilidade econômica é, segundo Keynes, o agir impulsivo e irracional que é inerente à natureza humana. Segundo, Keynes, “ao calcular as perspectivas que se oferecem ao investimento devemos levar em conta os nervos e a histeria, além das digestões e das reações às condições climáticas das pessoas de cuja atividade espontânea ele depende principalmente”.<sup>168</sup>

Keynes destaca ainda que entre os fatores de extrema importância para estabilidade do mercado acionário está o estado de confiança especulativa. Em que pese as condições de crédito poderem ocasionar uma baixa violenta no preço das ações, desencadeando uma severa crise, apenas com a restauração da confiança é que se daria a recuperação do mercado, não sendo suficiente a

---

<sup>167</sup> Tradução livre do seguinte trecho: This argument, however, implies a state of affairs where speculative demand or supply amount only to a small proportion of total demand or supply, so that speculative activity, while it can influence the magnitude of price-change, cannot at any time change the direction of the price-change. (...) For the losses of a floating population of unsuccessful speculators will be sufficient to maintain permanently a small body of successful speculators; and the existence of this body of successful speculators will be a sufficient attraction to secure a permanent supply of this floating population. So long as the speculators differ in their own degree of foresight, and so long as they are numerous, they need not prove successful in forecasting events outside; they can live on each other. (Nicholas KALDOR. “Speculation and Economic Stability”. *The Review of Economic Studies*, 1939, vol. 7, issue 1. London: Oxford University Press, [1939], 2017, p. 2).

<sup>168</sup> John Maynard KEYNES. Coleção Os Economistas. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, pp. 170-171. Ainda, Keynes deu especial destaque à especulação como motivação para que o indivíduo demandasse por moeda. Entre os motivos, que poderiam ser independentes ou concorrentes entre si, afirmou ainda a existência do motivo-transação, que pode ainda subdividir-se em motivo-renda e motivos-negócios; e do motivo-precaução.

Quando tratou especificamente sobre o motivo-especulação, traçou que a sua variação dependeria primordialmente da taxa de juros; pois, diferentemente, dos motivos transação e precaução, em que o volume de moeda necessário para satisfazê-los é “principalmente o resultado da atividade geral do sistema econômico e do nível da renda nacional em termos monetários”, uma vez que eles são insensíveis “a qualquer influência que não a de uma alteração efetiva na atividade econômica geral e no nível da renda”, a demanda por moeda para satisfazer o motivo-especulação “varia de modo contínuo sob o efeito de uma alteração gradual na taxa de juros, isto é, há uma curva contínua relacionando as variações na demanda de moeda para satisfazer o motivo-especulação com as que ocorrem na taxa de juros, devidas às variações no preço dos títulos e às dívidas de vencimentos diversos.” (John Maynard KEYNES. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, 199-200).



restauração das condições de crédito.<sup>169</sup> Dessa forma, como não poderia ser diferente, a confiança está entre os pontos de apoio para a continuidade da especulação, uma vez que é essencial para a própria estabilidade do mercado.

Inclusive, Keynes relaciona a confiança (ou falta dela) à dificuldade de recuperação dos mercados em crise, uma vez que a volta da confiança é de difícil controle numa economia de capitalismo individualista. Por isso, no seu entender, a redução da taxa de juros não constituiria por si mesma em um remédio efetivo para a recuperação do mercado em um lapso tempo relativamente curto. O mercado agiria através de uma psicologia caprichosa e indisciplinada, em que a confiança seria o seu ponto de apoio.<sup>170</sup>

Kaldor – talvez objetivando completar a teoria keynesiana – ainda destaca que a especulação (odiosa) gera grandes flutuações nos níveis de rendimentos, pois provoca uma inibição desestabilizadora da atividade, o que ocasiona, no nosso entender, como veremos mais adiante, a concentração de renda e o aumento das desigualdades.<sup>171</sup>

---

<sup>169</sup> John Maynard KEYNES. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, 167.

<sup>170</sup> John Maynard KEYNES. Coleção Os Economistas. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, pp. 295-296.

<sup>171</sup> Nesse sentido: But the traditional theory can also be criticised from another point of view. It ignored the effect of speculation on the general level of activity - or rather, it concentrated its attention on price-stability and assumed (implicitly perhaps, rather than explicitly) that if speculation can be shown to exert a stabilising influence upon price, it will *ipso facto* have a stabilising influence on activity. This, however, will only be true under certain special assumptions regarding monetary management which are certainly not fulfilled in the real world. In the absence of those assumptions, as will be shown below, speculation, in so far as it succeeds in eliminating price fluctuations will, in many cases, generate fluctuations in the level of incomes. Its stabilising influence on price will be accompanied by a de-stabilising influence on activity. Hence the question of the effect of speculation on price-stability and its effect on the stability of employment ought to be treated, not as part of the same problem, but as separate problems. Tradução livre do seguinte trecho: Mas a teoria tradicional também pode ser criticada a partir de outro ponto de vista. Ela ignorou o efeito da especulação sobre o nível geral de atividade – ou melhor, ela concentrou sua atenção na estabilidade de preços e assumiu (implicitamente, talvez, em vez de explicitamente) que, se a especulação puder demonstrar uma influência estabilizadora sobre o preço, *ipso facto* isso terá uma inibição estabilizadora sobre a atividade. Isso, no entanto, só será verdade sob certos pressupostos especiais em relação à gestão monetária que certamente não são cumpridas em um mundo real. Na ausência dessas premissas (que não são cumpridas em um mundo real), como será mostrado abaixo, a especulação, até mesmo as bem sucedida na eliminação das flutuações de preços, gerará, em muitos casos, flutuações no nível de rendimentos. A sua influência estabilizadora sobre o preço será acompanhada por uma inibição desestabilizante da atividade. Daí a questão do efeito da especulação sobre a estabilidade de preços e seu efeito sobre a estabilidade do emprego deve ser tratada, não como parte do mesmo problema, mas como problemas

Além disso, como também bem destacado por Keynes, Kaldor dispõe sobre a relação de direta proporcionalidade entre o grau de incerteza e as possibilidades de especulação. Vejamos nas próprias palavras do Barão Kaldor:

Se as expectativas são incertas, a diferença entre o preço esperado e o preço atual deve cobrir, além disso, certo risco premium, que será maior:

- (i) Quanto maior for a dispersão das expectativas em torno da média (menor a probabilidade padrão);
- (ii) Quanto maior for o tamanho dos compromissos.

Portanto, devido ao grau de incerteza, o risco marginal premium é uma função crescente do tamanho dos estoques especulativos.<sup>172</sup>

Ou seja, quanto maior for a expectativa – em grande parte gerada pela incerteza – maior será o movimento dos especuladores para o mercado especulado e maior será a quantidade de investimento (nas palavras de Kaldor, expandindo e contratando os “estoques especulativos” – ou seja, a quantidade de poder de compra potencial existente para absorver um ativo), sendo o preço esperado estipulado por tal expectativa, podendo chegar até a não sofrer qualquer influência no seu preço em decorrência de mudanças nas condições de demanda ou de oferta não especulativas.<sup>173</sup>

---

separados. (Nicholas KALDOR. “Speculation and Economic Stability”. *The Review of Economic Studies*, 1939, vol. 7, issue 1. London: Oxford University Press, [1939], 2017, p. 2).

<sup>172</sup> Tradução livre do seguinte trecho: If expectations are uncertain, the difference between expected price and current price must cover, in addition, a certain risk premium, which will be the greater (i) the greater the dispersion of expectations around the mean (the less the standard probability); (ii) the greater the size of commitments. Hence, given the degree of uncertainty, marginal risk premium is an increasing function of the size of speculative stocks. (Nicholas KALDOR. “Speculation and Economic Stability”. *The Review of Economic Studies*, 1939, vol. 7, issue 1. London: Oxford University Press, [1939], 2017, p. 5).

<sup>173</sup> Nesse sentido: “Quanto maior a elasticidade dos estoques especulativos, maior será a dependência do preço atual ao preço esperado. No caso limitante, quando essa elasticidade (dos estoques especulativos) é infinita, o preço atual pode ser considerado totalmente determinado pelo preço esperado; as mudanças nas condições de demanda ou oferta não especulativa podem então não ter influência direta sobre o preço atual (uma vez que as ações especulativas serão imediatamente ajustadas de modo a deixar o preço); qualquer alteração no preço atual deve ser o resultado de uma mudança nas expectativas de preços”.

“No caso restante oposto, quando a elasticidade dos estoques especulativos é zero, as mudanças no preço esperado não influenciam o preço atual; o último está inteiramente determinado pelos fatores não especulativos”.

Tradução livre do seguinte trecho: “The higher the elasticity of speculative stocks, the greater the dependence of the current price on the expected price. In the limiting case when this

### a) O que fazer para evitar a especulação (odiosa)

Keynes também trouxe, no seu pensar, pressupostos que poderiam reduzir a especulação.

Ao diferenciar o investimento realizado pelos americanos e aquele realizado pelos ingleses nas suas respectivas bolsas, deixou expressa a preocupação com as conseqüências decorrentes da própria cultura local. Enquanto que, em regra, os ingleses atuariam como empreendedores, ou seja, tentariam “obter renda” com o investimento, os americanos atuariam como típicos especuladores, não se preocupando com a renda provável do investimento, mas com a mudança nas bases convencionais de avaliação. Então, o autor complementa, em um dos trechos de sua obra mais repetidos:

Os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo. Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser malfeito. A medida do êxito obtido por Wall Street, considerada uma instituição cuja finalidade social precípua é conduzir os novos investimentos pelos canais mais produtivos em termos de rendimento futuro, não pode ser apontada como um dos mais brilhantes triunfos do capitalismo do tipo *laissez-faire* — o que não é de surpreender, se é verdade, como penso, que os mais brilhantes cérebros de Wall Street se orientam, de fato, para um fim diferente.<sup>174</sup>

Nesse ponto, deixa claro que o tamanho do mercado acionário deve ser limitado para se evitar a formação de uma crise generalizada. Assim, dificultar o acesso a esse mercado, bem como reduzir a sua liquidez seriam as medidas

---

elasticity is infinite, the current price may be said to be entirely determined by the expected price; changes in the conditions of non-speculative demand or supply can then have no direct influence on the current price at all (since speculative stocks will immediately be so adjusted as to leave the price unchanged); any change in the current price must be the result of a change in price-expectations”.

“In the opposite limiting case, when the elasticity of speculative stocks is zero, changes in the expected price have no influence upon the current price; the latter is entirely determined by the non-speculative factors.” (Nicholas KALDOR. “Speculation and Economic Stability”, 7-8).

<sup>174</sup> John Maynard KEYNES. Coleção Os Economistas. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, p. 168.

a serem adotadas pelo Estado.<sup>175</sup> Para ele, a extrema liquidez do mercado acionário, acaba por incentivar que o investidor corra riscos sem uma devida reflexão de suas consequências.

Para Keynes, os efeitos devastadores da especulação eram tão grandes – com as repercussões desastrosas, cumulativas e de amplo alcance – que isso o fez questionar até mesmo sobre a necessidade de tornar definitiva e irrevogável as compras de investimentos, a fim de obrigar os investidores/especuladores a investirem com base em perspectivas de longo prazo.<sup>176</sup> Como alternativa a fim de atenuar os efeitos negativos da especulação, o Estado deveria criar um elevado imposto sobre as transferências para todas as transações.<sup>177</sup>

Nessa mesma obra, Keynes também detalha a influência da taxa de juros para com a crise. Segundo ele, os juros podem agravar uma crise – por evitar a realização de novos investimentos – ou, algumas vezes, desencadeá-la, mas a crise não está atrelada necessariamente a uma alta taxa de juros,

---

<sup>175</sup> Sobre a questão, Keynes destacou o seguinte: “Estas tendências são uma consequência quase inevitável do êxito de se terem organizado os mercados de investimentos “líquidos”. Admite-se, em geral, que, no próprio interesse do público, o acesso a cassinos deve ser difícil e dispendioso. E, talvez o mesmo deveria acontecer no caso das Bolsas de Valores. O fato de que os pecados da Bolsa de Valores de Londres tenham sido menores do que os de Wall Street talvez não se deva tanto a diferenças nos temperamentos nacionais como à circunstância de que, para o inglês mediano, Throgmorton Street é inacessível e muito dispendiosa comparada com Wall Street, para o mesmo tipo de norte-americano. A proporção dos “jogadores”, as altas comissões de corretagem e as pesadas taxas sobre transferências que se pagam ao Tesouro, gastos que acompanham todas as transações na Bolsa de Valores de Londres, reduzem a liquidez do mercado (embora a prática das liquidações quinzenais opere em sentido inverso) o suficiente para eliminar grande parte das operações características de Wall Street”.

<sup>176</sup> Nesse sentido: “O único remédio radical para as crises de confiança que afligem a vida econômica do mundo moderno seria restringir a escolha do indivíduo à única alternativa de consumir a sua renda, ou servir-se dele para encomendar a produção de bens específicos de capital, que, embora com evidência precária, se lhe afiguram o investimento mais interessante ao seu alcance”.

“Talvez, em certos momentos, quando se visse, mais do que de costume, assoberbado por dúvidas a respeito do futuro, a perplexidade o levasse a consumir mais e a realizar menos investimentos novos, mas isto evitaria as repercussões desastrosas, cumulativas e de amplo alcance, oriundas do fato de poder abster-se de gastar a sua renda de uma ou de outra forma”. (John Maynard KEYNES. Coleção Os Economistas. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, p. 169)

<sup>177</sup> Keynes, John Maynard KEYNES. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, 168-169.

mas sim a uma rápida depreciação nas expectativas de recebimento dos valores dos ativos investidos.

A crise atravessa ciclos e, em função da influência da maioria ignorante que participa do jogo dos mercados financeiros somados aos especuladores pouco interessados na estimativa racional do futuro rendimento dos bens de capital, passa na sua fase de expansão de demanda por moeda por um otimismo irracional dos investidores, que fazem os juros subirem.<sup>178</sup> Entretanto, quando chega a fase da decepção (quando as cotações descem em movimento súbito e mesmo catastrófico), a incerteza do futuro e o pessimismo geram a corrida em busca da liquidez com grande elevação da taxa de juros.

Após a perda da confiança, a simples redução da taxa de juros já não é suficiente para recuperar a normalidade do mercado atingido pela crise.

Tratando especificamente da crise de 1929, Keynes traz o seu posicionamento contrário a ideia simplista da utilização da taxa de juros como meio para corrigir as dificuldades realizadas pela crise:

**Pelo contrário, seria absurdo pretender que nos Estados Unidos, em 1929, tenha havido sobreinvestimento no sentido estrito da palavra.** A verdadeira situação era de natureza bem diferente. **Os novos investimentos, durante os cinco anos anteriores, tinham-se, na realidade, realizado em tão grande escala, em conjunto, que o rendimento provável dos investimentos suplementares, analisado com frieza, estava decaindo rapidamente.** Uma previsão correta teria deprimido a eficiência marginal do capital a um nível sem precedentes de modo que o boom não poderia ter continuado em bases firmes, exceto com uma taxa de juros a longo prazo muito baixa e evitando investimentos mal dirigidos em determinados ramos com risco de sobreexploração. De fato, a taxa de juros manteve-se elevada o bastante para desanimar os novos investimentos, exceto naqueles ramos particulares que estavam sob a influência do estímulo especulativo e que, conseqüentemente, corriam um perigo especial de serem superexplorados; uma taxa de juros suficiente para resistir ao movimento especulativo teria, ao mesmo tempo, detido quaisquer novos investimentos razoáveis. **Nestas condições, a elevação da taxa de**

---

<sup>178</sup> Nesse sentido: “As últimas etapas da expansão são caracterizadas por expectativas otimistas relativas ao rendimento futuro dos bens de capital suficientemente fortes para compensar a abundância crescente desses bens, a alta de seus custos de produção e, provavelmente, também, a alta taxa de juros”. (John Maynard KEYNES. Coleção Os Economistas. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, p. 295).

**juros como antídoto para a situação criada pela persistência de um fluxo anormal de investimentos pertence à categoria dos remédios que curam a doença matando o paciente.<sup>179</sup>**

Portanto, para Keynes, apesar de a taxa de juros ter especial influência na demanda por moeda motivada pela especulação, a sua simples alteração não seria o suficiente para recompor um mercado afetado pela crise.<sup>180</sup>

### **b) Conclusão parcial**

Na primeira metade do século XX, observou-se a inutilidade da utilização das altas taxas de desconto como meio de frear a especulação, uma vez que acaba por gerar efeitos negativos sobre todos os setores, além de que muitas vezes as expectativas de lucros geradas pela especulação tornam tais altas taxas de desconto enfrentáveis.

Da mesma forma, a proibição para concessão de empréstimos não foi eficaz, uma vez que se utilizaram empréstimos concedidos por meios que fugiam a regulamentação do órgão fiscalizador.

Como medidas eficazes para impedir a formação de uma crise financeira de grande proporção, foi a incomunicabilidade entre as atividades bancárias, o que acabou por reduzir a quantidade e por aumentar a qualidade do montante investido no mercado acionário.

Também se observou que, em que pese a especulação ser associada à iniciativa capitalista, ela é danosa ao sistema, em função da preferência dos

---

<sup>179</sup> John Maynard KEYNES. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, 300-301.

<sup>180</sup> Também nesse sentido: “Num mundo de impasse de crédito perpétuo ou semi-perpétuo, a estabilidade não pode ser alcançada pela política monetária (no sentido em que este termo é normalmente entendido); Nem as flutuações no nível de atividade podem ser consideradas como um ‘fenômeno puramente monetário’. Nessas circunstâncias, os fatores monetários não podem ter causado as flutuações, nem tem o poder de preveni-las”. Tradução livre do seguinte trecho: “In a world of perpetual or semi-perpetual credit deadlock, stability cannot be achieved by monetary policy (in the sense in which this term is ordinarily understood); nor can fluctuations in the level of activity be regarded as a “purely monetary phenomenon.” For in those circumstances monetary factors can neither be said to have caused the fluctuations, nor have they the power to prevent them”. (Nicholas KALDOR. “Speculation and Economic Stability”. *The Review of Economic Studies*, 1939, vol. 7, issue 1. London: Oxford University Press, [1939], 2017, p. 27)

especuladores por previsões de curto prazo, em detrimento dos investimentos de longo prazo, ocasionando as oscilações no mercado acionário.<sup>181</sup>

Portanto, especulador seria aquele empenhado apenas em prever a psicologia do mercado, não se comprometendo em analisar a viabilidade dos investimentos em função dos seus fatores econômicos. Esse ato seria do empreendedor, que estaria mais comprometido com a renda provável dos bens durante toda a sua existência. Contudo, pela prevalência do espírito especulativo, o investidor prudente fica impedido de agir da maneira correta.

Outro fator que influencia decisivamente para os investimentos especulativos é a notícia ou a informação sobre o objeto especulado, em função da necessidade de se antever e agir antes em relação ao restante da “manada”. Isso encontra reflexo no próprio agir impulsivo e irracional típico da natureza humana. Somam-se ainda as questões culturais, como a necessidade pelo imediatismo.

Destacou-se, ainda, como fator de extrema relevância para a continuidade da mania especulativa, é a confiança. Sem a confiança de que a miragem é real, o “castelo de ar” se desmorona e reerguimento da Economia somente sucede com o retorno da confiança.

Ainda, observou-se que a especulação gera grandes flutuações nos níveis de rendimentos, o que ocasiona a centralização dos rendimentos para alguns especuladores e, conseqüentemente, o aumento das desigualdades.

Para evitar que a especulação atinja toda a economia do país ou contagie toda a economia mundial, sugeriu-se limitar o tamanho do mercado acionário. Além disso, a redução da sua liquidez foi um dos pontos discutidos, procurando se reduzir a possibilidade de acesso, bem como os grandes incentivos para que se dirijam os investimentos àquele mercado (reduzir os lucros, como com a criação de um elevado imposto para todas as suas transações).

---

<sup>181</sup> Keynes destaca que a estabilidade não será recuperada apenas com teoria da mão invisível do mercado, pois há uma prevalência do egoísmo dos agentes econômicos.





## **6. COMPARATIVO DAS CONCLUSÕES DO DESENVOLVIMENTO HISTÓRICO E TEÓRICO DA ESPECULAÇÃO FINANCEIRA NO IMPÉRIO ROMANO, NO SÉCULO XVIII, NO SÉCULO XIX E NA PRIMEIRA METADE DO SÉCULO XX.**

Como bem restou destacado, a especulação vem sendo combatida há muito tempo pelas mais diversas legislações e pelos mais diversos doutrinadores no decorrer dos séculos.

A posição então minoritária de Stuart Mill trazia aspectos positivos da especulação; contudo, esta espécie de especulação, que traria estabilização dos preços e redução das flutuações das taxas de juros, não se enquadrava no conceito de especulação trazido pelos demais doutrinadores da época. Ou seja, aquilo que seria a especulação positiva de Mill era apenas mais uma forma de investimento para a maior parte dos doutrinadores críticos da especulação.

Em termos, no nosso entendimento, o posicionamento de Stuart Mill caminha no mesmo sentido da doutrina majoritária quando se trata da aqui chamada especulação odiosa (ou abusiva), aquela em que os agentes econômicos agem de forma abusiva e dão causa às crises especulativas.

Portanto, analisando-se a especulação odiosa, em que o investidor abusa do direito de especular, vemos características comuns em todos os períodos estudados, quais sejam:

Como pressuposto para que ocorra o melhor funcionamento da especulação odiosa, fazem-se necessários grandes mercados ou investimentos em grande escala. Como se sabe, quanto maior o mercado, maiores serão as possibilidades de imediata lucratividade, contudo maior será também o grau de interferência negativa na economia como um todo, uma vez que a mesma restará mais afetada e interligada. Da mesma forma, quanto maior for a escala de investimento, maiores serão as possibilidades de aumentar os ganhos investidos, influenciando o próprio sistema, como

profecias autorrealizáveis; mas, quando ocorrer a ruptura, queda será muito mais dolorosa <sup>182</sup> – isso sem mencionar a silenciosa concentração de renda.

Em todos os períodos, os doutrinadores sempre destacaram como elemento da especulação odiosa o investimento no curto prazo. A ideia de curto prazo veio se modificando com o tempo (o curto prazo há três séculos não é o mesmo curto prazo de hoje em função do desenvolvimento das comunicações); entretanto, sempre, em cada um dos períodos estudados, a especulação abusiva se utiliza, em regra, dos investimentos de curto prazo para tentar concretizar o objetivo do lucro imediato.

Assim, através de uma troca contínua de investimentos com movimentos súbitos de capital, produz-se uma grande volatilidade nos preços e por consequência no grau de lucratividade dos investidores, que estão sempre na busca por um atalho temporal ao tão almejado lucro, mas que, por muitas vezes, acabam por enfrentar perdas sem precedentes.

Essa movimentação súbita de capital decorre da própria ausência de comprometimento dos especuladores com aquilo em que estão investindo. Os seus objetivos não são que os bens investidos sejam úteis e gerem resultados favoráveis à sociedade, mas tão somente que aumentem a lucratividade do valor do ativo investido. Ao primeiro sinal de redução da lucratividade, mesmo que todos os fundamentos sejam sólidos dos ativos investidos – em grande parte das vezes nem detêm conhecimento de como estão os fundamentos –, ou com o surgimento de um investimento mais lucrativo, os especuladores procuram a venda do seu investimento, o que acaba acarretando a queda inesperada de preço do ativo.

Isso tudo é decorrência da luta pelo lucro imediato (riqueza imediata), que serve de fonte de guia e de inspiração para a irracionalidade especulativa.

---

<sup>182</sup> Existem diversos exemplos no sentido do investimento em grande escala acabar por gerar um aumento no preço do ativo que não corresponde à realidade e, após a loucura especulativa, elevar o preço a um nível absurdo, o próprio investidor de grande escala sai do negócio o preço cai absurdamente, voltando aos patamares normais. Como na fraude do Yasuo Hamanaka da Empresa Sumitomo que aumentou artificialmente o preço do cobre. Ou mesmo o conhecido caso de Baring Brothers com Nick Leeson ou, ainda, do Daiwa Bank com Toshihide Iguchi. Sobre a matéria, ver: "How 'Mr Copper' became the world's biggest fraud", *Rogue trader*, 1996, p. 18. Disponível em: <<http://www.independent.co.uk/news/how-mr-copper-became-the-worlds-biggest-fraud-1337059.html>>. Último acesso em 08.fev.2017.

Tal irracionalidade – tão contestada a partir da segunda metade do século XX – é que faz com que os especuladores em geral atuem de forma impulsiva, sem muita reflexão, gerando o chamado “comportamento de manada” e a grande volatilidade dos preços financeiros.

Atuando de forma externa ao especulador/investidor e como uma das formas de impulsionar a mania especulativa, temos a influência das notícias e informações (até mesmo boatos) sobre aquilo a ser especulado e a necessidade da aquisição de novos dados sobre o futuro mercado a ser especulado. Inclusive, para alguns, a disponibilidade de tais informações agiria como pressuposto da própria especulação, uma vez que somente seria possível realizar a especulação em locais em que se possibilitasse a aquisição de tais informações. Entretanto, entendemos que as informações e as notícias atuam, principalmente, como impulsionadoras da especulação. Quem obtém a informação primeiro, ou acha que a obtém primeiro, estará em vantagem no combate contra os especuladores rivais, pois partirá antes do restante da mandada e, conseqüentemente, obterá maiores lucros.

Somando-se a tal ponto (à informação), temos a ostentação de riqueza dos especuladores bem sucedidos, propagadas pela sua própria exposição ou pelas notícias – que são, em boa parte, falsas – acabam por inspirar os especuladores e aguçar outro elemento bem desenhado pelos doutrinadores a partir do século XIX: a irracionalidade.

Da mesma forma, a incerteza é outro ponto impulsionador da especulação odiosa, uma vez que quanto maior a incerteza na tomada de decisão, maiores serão as possibilidades de especulação e maiores serão os lucros, caso bem sucedida. Quanto maior o tempo ou quanto maior a distância entre os atos da compra especulativa e da sua venda (obtenção do lucro), maior será a incerteza e maior será a possibilidade de especulação. Assim, um grande grau de incerteza somada à ganância e condimentada pela irracionalidade e pelo agir impulsivo é uma das receitas para formação de grandes manias especulativas.

Finalmente, também, atuando de forma externa e como impulso à especulação odiosa, é inegável a participação do sistema de crédito, uma vez

que o crédito fácil e barato alavanca a riqueza desocupada, elevando o grau de ameaça à economia, desencadeando as crises bancárias e as suas desagradáveis consequências.

Acreditamos que o fator mais preocupante na utilização do sistema de crédito para alavancagem especulativa é o fato de ele ser decorrente de – hoje novamente – de um produto social advindo de poupanças, ou seja, o especulador está desestabilizando toda a economia com capital que nem deveria ser seu, mas sim com valores frutos de depósitos de poupanças decorrentes do esforço alheio (de trabalho). Isso impulsiona ainda mais o especulador para que ele aja de forma ainda mais *irracional* ou imprudente.

Mas o sistema de crédito não atua de forma isolada para a alavancagem da especulação abusiva, pois também a alavancagem decorrente de exposições embutidas na estrutura de instrumentos financeiros (alavancagem sintética ou indireta) podem gerar efeitos bastante devastadores por possuírem um potencial ilimitado nas perdas, como se verá mais adiante.

De forma didática, temos como elementos da especulação odiosa ou abusiva os seguintes:

	<b>Império Romano</b>	<b>Século XVIII</b>	<b>Século XIX</b>	<b>1<sup>a</sup> ½ Século XX</b>
<b>ELEMENTOS</b>				
Investimento de curto prazo		X	X	X
Sem comprometimento com o desenvolvimento/viabilidade do investimento		X	X	X
Busca pelo lucro imediato (inspiração)		X	X	X
Necessidade de grandes mercados ou investimento em larga escala (pressuposto)		X	X	X
Irracionalidade		X	X	X
Influência das informações e notícias (de forma rápida) e da ostentação (impulso/inspiração)		X	X	X
Incerteza (impulso)			X	X
Riqueza desocupada alavancada pelo crédito fácil e/ou barato (impulso)			X	

A especulação odiosa traz várias consequências incontrovertidas. No nosso entender e bem observada por quase todos os doutrinadores e noticiários dos períodos estudados acima, temos a concentração de renda e o seu conseqüente aumento da desigualdade social.

Como já expressei, a partir de certo ponto do processo especulativo (crescimento da bolha especulativa pela alavancagem), o especulador passa a *jogar* com propriedade social, decorrente de dinheiro advindo de poupanças e outros investimentos de cidadãos não ligados à especulação. Assim, independentemente do sucesso na especulação realizada, sempre haverá uma concentração de capitais, mesmo que, na melhor das hipóteses, as perdas se restringissem apenas à transferência de riqueza dos especuladores mais *irracionais* para os menos *irracionais* (ou para os *racionais*, como afirmam alguns), ocorrer um redirecionamento da renda do pequeno e médio especulador para o grande especulador, enfim, uma concentração da renda.

Como é notório pelo já demonstrado e pelo agora vivenciado, não se trata apenas de uma simples transferência entre especuladores, mas sim há uma sociedade toda afetada pelas atitudes especulativas, em que existe uma pequena parcela que foi imensamente beneficiada, gerando uma grande concentração de renda, ao passo que a maior parte da população obteve perdas, o que resultou claramente no alargamento da desigualdade social.

A grande crítica realizada durante o Império Romano à especulação, além de aguçar as disparidades sociais, foi que ela estaria gerando escassez de suprimentos mínimos. Aparentemente tal posicionamento conflita com a ideia da doutrina posteriormente defendida, do especulador como um segurador para evitar tais acontecimentos, já que ele compraria na abundância mais barato para vender na carência mais caro.

Outro ponto controverso sobre as consequências da especulação seria o excesso de crédito. Durante o século XIX, muitos doutrinadores e várias legislações defendiam que a especulação se dava em função do excesso de crédito. Entretanto, alguns estudos mais profundos, deixaram expresse que o

processo especulativo se iniciava sem a necessidade de se aumentar o crédito, pois o preço dos ativos aumentava em etapa anterior. Somente posteriormente, já na influenciados pelo entusiasmo, é que haveria um aumento do quantitativo de crédito. Apesar disso, no nosso entendimento, no período, o excesso de crédito fazia parte do processo especulativo, como seu impulsionador, alavancando e tornando a bolha muito maior.

Outra consequência da especulação odiosa é a perda da confiança. Quando se percebe que o preço real está muito distante do preço artificial, ocorre sua queda, em função da perda da confiança. Inclusive, muitos doutrinadores defendem que a crise decorrente da perda da confiança seria uma forma de demonstrar a realidade do capital. E somente haveria o reerguimento da Economia quando ocorrer o retorno da confiança.

Finalmente, como bem observado e bem sentido em todos os períodos, outra consequência da especulação odiosa (ou abusiva) seria as crises que afetam toda a Economia, com terríveis consequências sociais, tais como dor, desemprego, fome, morte, etc.

De forma didática, temos como consequências da especulação odiosa ou abusiva as seguintes nos seus respectivos períodos:

	<b>Império Romano</b>	<b>Século XVIII</b>	<b>Século XIX</b>	<b>1<sup>a</sup> Século XX</b> <sup>1/2</sup>
<b>CONSEQUÊNCIAS</b>				
Gerar desigualdade e disparidades sociais (centralização dos capitais)	X	X	X	X
Gerar a escassez de suprimentos mínimos	X	X		
Excesso de crédito (decorrente do entusiasmos excessivo)			X	X
Perda da confiança (e a consequente restrição ao crédito)			X	X
Crise que afeta a economia	X	X	X	X

Igualmente, o referido período demonstrou aspectos importantes na eficácia ou não da legislação que combatia a especulação abusiva.

No nosso entendimento, além da falta de interesse político do Estado na concretização de eficácia da norma, a maioria das normas foi ineficaz em função de não afetar elementos essenciais da especulação odiosa. E é exatamente essa a importância da análise dos seus elementos.

Vale destacar que foram de extrema importância para conferir a ineficácia das medidas adotadas na legislação a alta criatividade inovadora, o grande esforço dirigido a essa forma de lucratividade e as muitas vezes já refletidas falhas legislativas que acabam por criar mecanismos para fugir a regulamentação imposta.

Além disso, como se observará mais adiante nesse trabalho, a utilização de altas taxas, como meio de frear a especulação abusiva, depende muito da ilusão construída com base nas expectativas de lucros.

Igualmente, a simples limitação dos empréstimos não produziu o efeito desejado, já que acabou sendo retirado o capital investido em outras áreas para empregá-los exclusivamente com os fins especulativos, trazendo prejuízo direto aos negócios ditos legítimos.

Entretanto, como se pode observar, a legislação que mais alcançou a finalidade de conferir estabilidade econômica – logicamente que somada ao momento histórico de maior protecionismo e de pouca abertura de mercado existente entre os Estados no período – atingiu um pressuposto do mercado: o seu tamanho e a extensão dos investimentos.

Abaixo segue uma tabela das medidas tomadas pela legislação no período até então estudado, observando a sua eficácia ou ineficácia:

	<b>Império Romano</b>	<b>Século XVIII</b>	<b>Século XIX</b>	<b>1<sup>a</sup> ½ Século XX</b>
<b>MEDIDAS ADOTADAS PELA LEGISLAÇÃO PARA IMPEDIR A ESPECULAÇÃO</b>				
Fixar o limite dos preços para os produtos de consumo (ineficaz)	X			
Limitar o número de negociadores licenciados (ineficaz)		X		
Limitação dos negociadores judeus		X		

(ineficaz)				
Proibir a realização operações no mercado acionário por conta própria ou de cobrança de comissões altas (ineficaz)		X		
Limitar a formação de novas empresas (eficaz, mas afetou as empresas legítimas)		X		
Fixar uma taxa para existência das empresas (eficaz, mas afetou as empresas legítimas)		X		
Proibir o comércio do mercado de opções e de futuros (ineficaz – não era interessante para o governo)		X		
Impor serviços sociais obrigatórios aos novos investimentos (ineficaz)			X	
Impor um depósito maior para novos projetos (ineficaz)			X	
Limitar a emissão de moeda (ineficaz)			X	
Fixar altas taxas de desconto (ineficaz)				X
Proibir os empréstimos (ineficaz)				X
Impor a incomunicabilidade entre as atividades bancárias (eficaz)				X
<b>MEDIDAS SUGERIDAS PELA DOCTRINA</b>				
Impor a regulamentação bancárias		X		
Fixar o percentual do ágio		X		
Limitar o tamanho do mercado acionário				X
Reduzir a liquidez do mercado acionário				X
Reduzir a facilidade de acesso ao mercado				X
Criar elevados impostos				X

Como já ocorrido anteriormente, a especulação continuou a ser tratada com uma adversidade a ser enfrentada.

Mesmo com as medidas adotadas durante o New Deal, em 05 de outubro de 1947, o presidente Truman atacou os especuladores culpando-os pela inflação. Inclusive, arrematou afirmando que “o custo de vida neste país não deve ser uma bola de futebol para ser chutada por jogadores (especuladores) de grãos”.<sup>183</sup> Também em sua administração, o Procurador

---

<sup>183</sup> Tradução livre para o seguinte trecho: "I say this because the cost of living in this country must not be a football to be kicked about by gamblers in grain." (Jerry W. MARKHAM. *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, London: Routledge, 2015, p. 111-2)



Geral Tom Clark disse que os especuladores estavam lucrando com a miséria humana".<sup>184</sup>

Também condenando a ação dos especuladores, temos manifestações de Lênin e de Stalin; de Adolph Hittler; até de Margareth Thatcher na Câmara dos Comuns em 1961 – anos antes de ser *doutrinada* por Milton Friedman.<sup>185</sup>

Entretanto, como nome de grande influência, surge um professor de economia da Universidade de Chicago, Milton Friedman, que busca defender não só a especulação, como também aliviar o posicionamento existente contrária à especulação odiosa ou abusiva.

Em 1960, Milton Friedman publica um artigo intitulado "*In Defense of Destabilizing Speculation*" (em defesa da especulação desestabilizadora), em que demonstra a pacificidade do posicionamento trazido no presente trabalho no período, vejamos como ele inicia a sua obra:

Duas proposições sobre a especulação privada são amplamente aceitas: 1) primeiro, que a especulação, de fato, muitas vezes é desestabilizadora, no sentido de que faz com que as flutuações de preços sejam mais amplas do que "de outra forma"; 2) Segundo, que a especulação desestabilizadora envolve necessariamente perdas econômicas. Este par de proposições está subjacente a muitas opiniões atuais sobre a política de commodities - onde elas levam ao apoio a "reservas-tampão" e planos similares - e à política de balanço de pagamentos - onde elas constituem uma crítica principal às taxas de câmbio flutuantes.<sup>186</sup>

---

<sup>184</sup> Nesse sentido: "the Truman administration further attacked commodity speculators by blaming them for inflated commodity prices. 'President Truman picked out inflation's villain. The villain was the commodity speculator. Harry Truman said that gamblers in grain were making the cost of living their football. Attorney General Tom Clark said that speculators were profiteering in human misery'." (Jerry W. MARKHAM. *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, London: Routledge, 2015, p. 112)

<sup>185</sup> Nesse sentido: Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder. Uma História da especulação financeira*; São Paulo: Companhia das Letras, 2001, p. 276-277. É interessante a declaração de Thatcher que reflete bem a doutrina majoritária – até o momento – sobre aquilo que seria especulação desestabilizadora: "São os especuladores em ações que queremos atingir [...] A pessoa cujo negócio é comprar e vender ações não com o objetivo de mantê-las por suas propriedades produtoras de renda, mas para viver do lucro que obtém com transações. (Hugo YONG. *One of us: A Biography of Margaret Thatcher*. Londres, 1991, p. 46)

<sup>186</sup> Tradução livre do seguinte trecho: Two propositions about private speculation are widely held: first, that speculation is in fact often destabilizing, in the sense that it makes fluctuations in prices wider than they would "otherwise" be; second, that destabilizing speculation necessarily involves economic loss. This pair of propositions underlies much current opinion about commodity policy—where they lead to support for "buffer stocks" and similar plans—and about balance of payments policy—where they constitute a chief criticism of floating

E, no parágrafo seguinte, apesar de logo após tentar conjecturar uma exceção à regra e tentar realizar uma defesa tímida da especulação odiosa, confirma o posicionamento aqui trazido:

Esta nota não pretende ser uma análise exaustiva deste par de proposições, ou da especulação em geral. Sua finalidade é muito mais limitada: salientar que a segunda proposição é inválida, que a especulação desestabilizadora, embora possa em alguns casos levar a perdas econômicas, pode, em outros, conferir benefício econômico.<sup>187</sup>

Assim, no referido artigo, pautando-se na ideia de que a especulação estabilizadora geraria ganhos (levando custos de lado) e de que a especulação desestabilizadora resultaria em perdas econômicas, tenta reviver aquele posicionamento de Mill em que as possíveis perdas da especulação seriam, basicamente, dos próprios especuladores, e que os especuladores desestabilizadores acabariam sendo extirpados do mercado.

Tal posicionamento, que hoje parece tão óbvio ser desprovido de sustentação mínima – em função da evidente entrada de novos especuladores desestabilizadores no jogo o que acaba evitando que permaneçam apenas os bons especuladores,<sup>188</sup> bem como o efeito contagioso que a quebra dos especuladores exercem na economia como um todo – passou a receber intensos adeptos e ganhar força. Isso foi o início do fim da era de estabilidade econômica, como se verá logo adiante.

---

exchange rates. (Milton FRIEDMAN. "In Defense of Destabilizing Speculation". *Essays in Economics and Econometrics*. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1960, pp. 133-141).

<sup>187</sup> Tradução livre do seguinte trecho: This note is not intended to be an exhaustive analysis of this pair of propositions, or of speculation in general. Its purpose is much more limited: to point out that the second proposition is invalid, that destabilizing speculation, though it may in some cases lead to economic loss, may in others confer economic benefit. (Milton FRIEDMAN. "In Defense of Destabilizing Speculation". *Essays in Economics and Econometrics*. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1960, pp.133-141).

<sup>188</sup> Argumento que pode ser observado em Nicholas KALDOR. "Speculation and Economic Stability". *The Review of Economic Studies*, 1939, vol. 7, issue 1. London: Oxford University Press, [1939], 2017.

# **PARTE B**



## DOS ELEMENTOS ESTRUTURAIS DA ESPECULAÇÃO ODIOSA

Como bem analisado na parte anterior, entre os principais elementos da especulação odiosa, temos os aspectos relacionados à figura do especulador: concretização de investimentos de curto prazo; ausência de comprometimento com a viabilidade do investimento; inspiração na busca do máximo lucro imediato; irracionalidade, que pode advir de influência do próprio sistema.

E, como elementos externos à pessoa do especulador (elementos estruturais no nosso conceito), temos o pressuposto para a existência da especulação odiosa, que é a necessidade de grandes mercados ou investimento em larga medida; a alavancagem da riqueza desocupada pelo crédito fácil e/ou barato; a incerteza; e a influência das informações e da ostentação dos especuladores supostamente bem sucedidos, que servem como guias para a massa de especuladores.

Assim, nesta segunda parte, buscaremos demonstrar as modificações e o desenvolvimento vivenciados pelo Sistema Capitalista que afetaram exatamente os elementos externos acima citados, bem como buscaremos analisar os posicionamentos doutrinários que geraram a modificação do então pacífico entendimento contrário à especulação odiosa para se tornar a porta bandeira de todo o período posterior aos anos 70 do século XX.

Em um primeiro momento, trataremos do liberalismo financeiro, que tem por objetivo retirar as amarras protetoras da estabilidade econômica formuladas após a crise de 1929, aumentando, dessa forma, o “parque de diversões” dos especuladores, bem como possibilitando o acesso ao crédito mais barato e fácil, que acaba por ocasionar uma maior alavancagem dos investimentos especulativos.

Após, trataremos do grande grau de incerteza que foi gerado ao Sistema com a implantação do câmbio flutuante.

Então, discutiremos sobre as novas formas de informações, que acabam por guiar a “manada” na direção pretendida pelos grandes especuladores.

## 1. O aumento do tamanho do Mercado e das possibilidades de investimentos em grande escala.

### a) A fase da rígida regulamentação do setor financeiro.

Como bem representado pelas expressões culturais constantes em livros de autores vencedores de prêmio Nobel de Literatura, William Faulkner<sup>189-190</sup> e John Steinbeck<sup>191-192</sup>, em músicas de blues retratando o sofrimento dos negros<sup>193</sup>, bem como em diversos noticiários jornalísticos do período,<sup>194</sup> a sociedade como um todo sofria pelas consequências da especulação odiosa ou abusiva do período que culminou na crise de 1929 e a desagrável recessão posterior. A grande Depressão ocasionou consequências na política econômica que foram sendo esquecidas (para não se falar combatidas) com o passar dos anos.

Como bem demonstrado anteriormente, muito se discutiu se a grande Depressão foi decorrência de um período de *ouro* para o desenvolvimento industrial norte-americano (período em que se expandiu sua produção agro-industrial, ocasionando alta na demanda, alta na produção, além de muitos empregos, incentivos ao consumo através da expansão do crédito e de parcelamento das mercadorias). Em termos, muito se discutiu se a crise de

---

<sup>189</sup> Como no livro *Enquanto agonizo*, escrito em 1930, que conta a história da família Bundren, sobre a miséria e as consequências terríveis da crise de 1929, enquanto tem que viajar um longo percurso para enterrar sua matriarca recentemente falecida.

<sup>190</sup> Vencedor do prêmio Nobel de Literatura de 1950.

<sup>191</sup> Como no livro *As vinhas da Ira*, escrito em 1939, que conta a história da família Joad, trabalhadora do campo, em sua odisseia e peregrinação para o outro extremo dos Estados Unidos, após banqueiros retirarem suas terras. Nessa obra, o autor realiza grandes críticas a forma de viver da elite norte-americana, antes da crise de 1929, que pouco se importava com as condições dos menos favorecidos e acabou se transformando em um pesadelo com a chegada da crise.

<sup>192</sup> Vencedor do prêmio Nobel de Literatura de 1962.

<sup>193</sup> Na conhecida música *Unemployment Stomp* de uma das lendas do blues norte-americano Big Bill Broonzy.

<sup>194</sup> Como exemplo, podemos citar o conhecido caso trazido por Winston Churchill, o então futuro primeiro-ministro britânico, que se encontrava em Nova York nos dias negros, e que relatou ao *Daily Telegraph*, em dezembro de 1929, que viu um homem se jogar do 15º andar. Apenas na quinta-feira negra (24 de outubro) e em Manhattan, foram registrados 11 suicídios.

1929 foi uma decorrência do famoso estilo de vida americano (*American way of life*), especialmente, pelo livre acesso ao jogo especulativo da bolsa.

De todo modo, por conta dessas maravilhas vivenciadas no período anterior à grande Depressão, as ideias liberais foram consagradas e praticadas, a Lei de Say era a ideologia que ditava o progresso <sup>195</sup>. Crises de superprodução não eram sequer levadas em consideração. Argumentar tal possibilidade era coisa de comunista! O “deus” mercado imperava <sup>196</sup>.

A consequência desse possível “paradoxo da tranquilidade” <sup>197</sup> acima já apresentado foi a formação de uma típica bolha especulativa, ou seja, houve uma deslocação inicial e o preço das ações passaram a subir rapidamente. A imprensa também teve grande papel naquela crise. Por sua influência, investir na bolsa passou a ser o melhor dos mundos, todos sabiam e tinham notícias sobre melhoras das empresas, onde investir e onde lucrar mais. O caminho da fortuna passava por *Wall Street*. O setor financeiro e seu “mundo de diversão” estavam cheios de confiança. E isso fez com que as modificações no contexto econômico passassem despercebidas. Era a, hoje, tão palestrada, “cegueira” da ganância.

Há uma interessante história contada sobre John Rockefeller, homem mais rico da época, o qual, numa quinta-feira de outubro de 1929 (anterior à crise), ao encontrar o seu engraxate, escutou do rapaz a informação de que alguns títulos iriam subir “pra valer”. Então, Rockefeller, ininterruptamente, partiu para o seu escritório e vendeu boa parte de seus títulos na Bolsa de

---

<sup>195</sup> Consoante Keynes, “Say [a Lei de Say] estava implicitamente assumindo que o sistema econômico estava sempre operando com sua capacidade total, de forma que uma atividade nova estava sempre em substituição, e nunca em adição, a alguma outra atividade” Tradução livre do seguinte trecho: “Say was implicitly assuming that the economic system was always operating up to its full capacity, so that a new activity was always in substitution for, and never in addition to, some other activity”. (John Maynard KEYNES. “Preface to the French Edition”, in *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London : Macmillan ; New York : St Martin's Press, 1970).

<sup>196</sup> Isso porque Karl Marx já previra a possibilidade de crises de superprodução capitalista tanto, de forma mais rápida, no *Manifesto Comunista*, como no volume III do livro *O Capital*.

<sup>197</sup> Consoante os ensinamentos de Minsky, que a tranquilidade gera confiança aos atores de mercado e passam a antecipar o crescimento que, de fato, ocorre e gera cada vez mais confiança a qual acaba por provocar alavancagem. (Hyman P. MINSKY. *Inflation, Recession and Economic Policy*, Brighton, Sussex : Wheatsheaf Books, 1982, xi).



Nova York, justificando, posteriormente, da seguinte maneira: “Se o menino que lustra seus sapatos sabe tudo sobre o mercado, então algo muito errado está acontecendo” <sup>198</sup>. Isso é bem representativo da grande influência da imprensa e da grande facilidade que era investir na bolsa de valores nova-iorquina.

Em verdade, como se sabe, não somente por este motivo, mas certo estava Rockefeller, pois, durante a década de 20, a produção europeia foi retomando paulatinamente os antigos patamares, o que foi gerando uma sobrecarga de produção e conseqüente baixa nos preços dos produtos, reduzindo-se lucros e aumentando-se o desemprego dos trabalhadores, o que ocasionava o incumprimento das obrigações. Em outros termos, o *crash* se aproximava a *saltos* largos <sup>199</sup>.

Então, a conseqüência da crise de superprodução somada à ganância especulativa do sistema financeiro, que era quase que totalmente desregulamentado e exposto ao risco, foi tornar o desenvolvimento estadunidense em um mero “subproduto das atividades de cassino” <sup>200</sup>, eclodindo na conhecida crise financeira iniciada em 1929<sup>201</sup>.

---

<sup>198</sup> Nesse sentido: “Quebra da bolsa em 1929: Tragédia em Wall Street”, in *Aventuras na História*. Disponível em: <<http://guiadoestudante.abril.com.br/aventuras-historia/quebra-bolsa-1929-tragedia-wall-street-454593.shtml>> Último acesso em 18.04.2013.

<sup>199</sup> Sobre o período, já em 1921, Trotsky advertia o seguinte: “Quais são as perspectivas econômicas imediatas? É evidente que América se verá obrigada a diminuir sua produção, não tendo a possibilidade de reconquistar o mercado europeu de antes da guerra. Por outro lado, Europa não poderá reconstruir suas regiões mais devastadas nem os ramos mais importantes de sua indústria. Por essa razão, assistiremos no futuro a uma volta penosa ao estado econômico de antes da guerra e a uma dilatada crise: ao estancamento do mercado em alguns países e em ramos das indústrias particulares; em outros, a um desenvolvimento muito lento. As flutuações cíclicas seguirão tendo lugar, mas em geral, a curva do desenvolvimento capitalista não se inclinará para cima senão para abaixo” (relatório aos membros do Partido Comunista Russo, utilizado por Trotsky para o III Congresso da Internacional Comunista; 23 de junho de 1921).

<sup>200</sup> Expressão utilizada por Keynes em *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Tradução de Mário R. da Cruz. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, p. 168.

<sup>201</sup> Já naquela época, dizia-se que, “quando *Wall Street* está em período ativo, pelo menos metade das compras e vendas de títulos de investimento se realiza com a intenção, por parte do especulador, de se desfazer desses títulos no mesmo dia. Isto se aplica também, com frequência, às bolsas de mercadorias”. (Nota de rodapé nº. 104 do livro *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, 168).

As implicações resultantes dessa crise, como já expressamos, trouxeram marcas indelévels ao povo estadunidense gerando expressões culturais consagradas por autores literários que vivenciaram tais dificuldades. Foram anos de sofrimento do povo e do próprio sistema capitalista. E, por isso, movimentos que expressavam o apoio ao marxismo aumentavam <sup>202</sup>.

Também se desenvolveu a ideia, principalmente através de Keynes, acerca da necessidade da tributação sobre as transações financeiras com a finalidade de desincentivar a atividade especulativa, que predominavam sobre o empreendimento (economia real) <sup>203</sup>. Tal fato se sustentava, principalmente, por se observar que as consequências da Grande Depressão na Inglaterra foram bem menores do que aquelas nos Estados Unidos, uma vez que, enquanto a produção industrial norte-americana, em 1932, correspondia a apenas 58% da produção verificada em 1913, a produção industrial inglesa correspondia a 90% a daquele mesmo período <sup>204-205</sup>.

---

<sup>202</sup> Como exemplo, podemos citar o cântico de *A internacional* no funeral dos trabalhadores mortos em 7 de março de 1932, após a manifestação daqueles mais de 5 mil despedidos da Companhia Ford em Detroit. Ainda, podemos observar tais manifestações nas pinturas de Diego Rivera no *Garden Court* do Instituto das Artes de Detroit, datados de 1932. Nessa ocasião, Rivera fora contratado por Edsel Ford para que representasse a economia de Detroit como um local de mútuo auxílio entre os empregadores e os trabalhadores. Entretanto, o famoso artista mexicano fez, nas palavras de George H. Derry, então presidente da Marygrove College, um verdadeiro Manifesto Comunista.

<sup>203</sup> Keynes, em continuidade a sua crítica à ganância especulativa, argumentou que “o fato de que os pecados da Bolsa de Valores de Londres tenham sido menores do que os de Wall Street talvez não se deva tanto a diferenças nos temperamentos nacionais como à circunstância de que, para o inglês mediano, Throgmorton Street é inacessível e muito dispendiosa comparada com Wall Street, para o mesmo tipo de norte-americano”. E complementou: “A proporção dos “jogadores”, as altas comissões de corretagem e as pesadas taxas sobre transferências que se pagam ao Tesouro, gastos que acompanham todas as transações na Bolsa de Valores de Londres, reduzem a liquidez do mercado (embora a prática das liquidações quinzenais opere em sentido inverso) o suficiente para eliminar grande parte das operações características de Wall Street”. (John Maynard KEYNES, *Coleção os Economistas. A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Tradução de Mário R. da Cruz. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, p. 168-169).

<sup>204</sup> A produção alemã, de forma equiparável a dos EUA, correspondia a 65%. Contudo, desnecessário mencionar que a Alemanha fora a principal derrotada na 1ª Guerra Mundial, tendo que pagar uma dívida externa impagável e, além disso, estava devastada pela crise inflacionária que chegava até o percentual de trilhão de desvalorização da moeda. Inclusive, muitos historiadores relacionam as atitudes liberais do governo alemão na tentativa de solucionar os efeitos danosos ocasionados pela 1ª Guerra Mundial (redução dos gastos públicos) como a causa para o Nazismo ter ganhado força e, conseqüentemente, ter eclodido a 2ª Grande Guerra do século XX.

Então, após alguns anos de inação do governo (frise-se, seguindo a lógica de não-intervenção do Estado no mercado), as pressões políticas foram tamanhas que se resolveu delimitar o campo de atuação das instituições financeiras, formulando-se dois princípios básicos: o princípio da especificidade<sup>206</sup> e o princípio da especialização<sup>207</sup>.

Como já tratado, em 1933, caracterizando a consagração de tais princípios, foram promulgados, nos Estados Unidos, o *Emergency Bank Bill*, o *Glass-Steagal Act (GSA)*, o *Securities Act*, dentre outros, a fim de trazer uma rígida regulamentação do sistema financeiro. Através dos mesmos, buscou-se separar as atividades comerciais bancárias e de investimento a fim de proteger os depósitos e os negócios da nação<sup>208</sup>. Tentava-se, dessa forma, afastar a possibilidade dos bancos comerciais poderem *jogar* e especular com os depósitos dos seus clientes no mercado de capitais, assumindo um risco muito grande com o dinheiro dos depositantes<sup>209</sup>. Também se criou um seguro para os depósitos (*Federal Deposit Insurance Corporation*) com a finalidade de proteger e trazer confiança aos depositantes em colocar seus bens novamente nos bancos de depósito. Ainda, instituíram-se tetos para o pagamento de juros

---

<sup>205</sup> Importa lembrar, como já mencionado, que, no período a partir da 1ª Guerra Mundial, ocorreu uma grande expansão das indústrias norte-americanas o que demonstra os gigantescos efeitos da crise.

<sup>206</sup> Especificidade significa que o setor financeiro deve ser tratado de forma diferente do restante da economia.

<sup>207</sup> Especialização significa a separação rígida entre as funções e os vários tipos de instituições financeiras.

<sup>208</sup> O presidente norte-americano Franklin D. Roosevelt expressou a seguinte justificativa no congresso norte-americano: "Em 3 de março [de 1933], as operações bancárias nos Estados Unidos cessaram. Analisar neste tempo as causas da falha do nosso sistema bancário são desnecessárias. Basta afirmar que o governo está sendo compelido a dar um passo na proteção dos depósitos e dos negócios da nação". Tradução livre do seguinte trecho : "On March 3, banking operations in the United States ceased. To review at this time the causes of this failure of our banking system is unnecessary. Suffice it to say that the government has been compelled to step in for the protection of depositors and the business of the nation." *In the History of FIDC*. Investopedia. Disponível em: <<http://www.investopedia.com/articles/economics/09/fdic-history.asp#axzz1rYFTbCfM>>. Último acesso em 17.06.2016.

<sup>209</sup> Convém destacar que a essa separação inicial foi acrescido, em 1956, o *Bank Holding Company Act*, que também separou a atividade de seguros da atividade comercial bancária. Tais medidas de separação somente foram extintas, legalmente, nos Estados Unidos, em 1999, através do *Gramm-Leach-Bliley Act*.

bancários sobre depósitos a prazo (conhecido como Regulamento Q <sup>210</sup>) e se proibiu o pagamento de juros para depósitos à vista, com o desígnio de evitar uma maior competição através do atrativo de taxas altas, que gerariam, novamente, preferência pelo investimento especulativo em detrimento do investimento na economia real <sup>211</sup>.

A fim de ganhar as massas revoltosas, conjuntamente com a utilização da agência *Reconstruction Finance Corporation*, criada por H. C. Hoover em 1932 <sup>212</sup>, medidas sociais foram sendo adotadas, dando vida prática às ideias dos economistas intervencionistas, posteriormente consagradas pelos escritos de Keynes. <sup>213</sup>

O Relatório Beveridge, de 1942, representação maior dessa ideia, influenciou completamente o mundo capitalista, passando os conceitos trazidos no relatório a serem tidos como um manual para conter os anseios populares <sup>214</sup>.

Em verdade, até a 2ª Guerra Mundial, o sistema capitalista ainda tentava se reorganizar. As outrora ativas relações comerciais internacionais pouco existiam. Imperava a política do “empobreça o meu vizinho” (*beggar my neighbor*), sempre na busca de se reduzir os déficits da balança comercial, implantar controle cambial e tarifas aduaneiras protecionistas.

## **b) O ressurgimento do Liberalismo Financeiro.**

---

<sup>210</sup> O Regulamento Q vigorou até 1965, devido às dificuldades enfrentadas setor bancário estadunidense, período em que uma nova onda liberalista já começava a tomar forma.

<sup>211</sup> Nesse sentido: Jennifer HERMANN. *Liberalização e Crises Financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990*. Tese de Doutorado. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2002, p. 22.

<sup>212</sup> A RFC foi criada para conceder empréstimos a bancos, empresas ferroviárias e aos principais negócios da economia norte-americana, reestruturando o sistema financeiro.

<sup>213</sup> O imposto sobre as transferências de ações, decorrente do Revenue Act de 1914 (Ato de 22 de outubro de 1914 (ch. 331, 38 Stat. 745)), teve sua alíquota aumentada de 0,2% para 0,4% com o objetivo de ajudar a recuperação financeira e a criação de emprego durante a Grande Depressão. Nesse sentido: a proposta “Let Wall Street Pay for the Restoration of Main Street Act”, de 03 de dezembro de 2009. Disponível em: <<https://www.govtrack.us/congress/bills/111/hr4191/text>>. Último acesso em 15.07.2017.

<sup>214</sup> O relatório de William Beveridge elegeu como maiores problemas da sociedade: a doença, a ignorância, a miséria, a imundície e a desocupação.

Com a 2ª Guerra Mundial, a economia dos Estados Unidos, da mesma forma que ocorrera com a 1ª Grande Guerra, dava um grande salto. Novamente, as exportações em substituição ao machucado mercado europeu, bem como para supri-lo, dava força ao capitalismo estadunidense.

E, então, a fim de evitar as dificuldades advindas com as políticas protecionistas do entreguerras (*beggar my neighbor*), na iminência do fim da 2ª Grande Guerra, o sistema capitalista tentou se reorganizar através da famosa Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas em *Bretton Woods*, que reuniu os países aliados. Nessa oportunidade, após serem deixadas de lado várias das propostas desenhadas por Keynes<sup>215</sup>, o dólar foi escolhido como a moeda referência para taxa de câmbio de todos os países, uma vez que a moeda norte-americana permanecia vinculada ao padrão-ouro, demonstrando a força econômica estadunidense.

Além disso, na oportunidade, foram criadas as entidades de supervisão: Fundo Monetário Internacional e Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento, mais tarde chamado Banco Mundial; bem como surgiu a ideia de constituir a Organização Internacional de Comércio, com a finalidade de complementar a estrutura acima, auxiliando no crescimento econômico capitalista<sup>216</sup>. Entretanto, ainda antes de iniciar efetivamente as negociações

---

<sup>215</sup> “Keynes, que presidiu a mesa de negociações, já era então um dos mais influentes economistas do mundo. A sua proposta visava à criação do *International Clearing Union* (ICU), uma entidade composta pelos bancos centrais dos países representados que ficariam com o compromisso de registrar e compensar todos os pagamentos internacionais a partir do bancor, a unidade monetária a ser criada com esta finalidade. O bancor seria um tipo de moeda mundial, não controlado por nenhum país específico e que, esperava-se, geraria maior harmonia nas relações entre as nações. O ICU funcionaria como um banco central supranacional podendo conceder crédito aos países associados que estivessem em dificuldades no seu balanço de pagamentos. Além disso, pela proposta britânica, seria permitido aos países adotar restrições cambiais e comerciais sempre que necessário para tornar compatível o pleno emprego com o equilíbrio nas contas externas. Keynes considerava vital o controle dos fluxos de capitais de curto prazo, o que estava de acordo com a intenção de manter a estabilidade cambial e de evitar movimentos especulativos via conta capital do balanço de pagamentos. As taxas de câmbio deveriam ser fixas, porém ajustáveis.” (Marcelo FERNANDES, *O fim do regime de Bretton Woods como reação do império norteamericano*. Disponível em: <<http://www.galizacig.com/avantar/opinion/12-2-2009/o-fim-do-regime-de-bretton-woods-como-reacao-do-imperio-norteamericano>>. Último acesso em 17.06.2016).

Em concreto, a única proposta de Keynes acatada na íntegra foi o controle de fluxo de capitais de curto prazo, que, para Keynes, foi um dos ocasionadores da 2ª Guerra Mundial.

<sup>216</sup> O fracasso da criação da Organização Internacional de Comércio se deu, sobretudo, à recusa do Congresso estadunidense em assinar a Carta de Havana em 1950.

da fracassada Carta de Havana (iniciadas em 21 de novembro de 1947 e finalizadas em 24 de março de 1948), foi assinado, de forma urgente, por *requerimento* (ou como queiram alguns, *imposição*) dos Estados Unidos, o Acordo Geral sobre Impostos Alfandegários e Comércio (GATT) <sup>217</sup>, através do qual se buscava “liberalizar o comércio de mercadorias, provavelmente apenas de certos produtos industriais, de molde a criar oportunidade de expansão das exportações para países industrializados da época, em particular dos Estados Unidos” <sup>218</sup>.

Os anos posteriores foram (*ou pareceram ser*) belos para o Sistema Capitalista, o período ficou conhecido como “idade de ouro” <sup>219</sup>. Muitos chegaram a expressar sobre a “<<obsolescência dos ciclos econômicos>> e celebrou-se a mirífica conquista do *capitalismo post-cíclico* ou *capitalismo sem crises*” <sup>220</sup>. Contudo, da mesma forma que ocorreu após a 1ª Grande Guerra Mundial, apenas de forma mais atenuada devido aos acordos internacionais de comércio, com a reestruturação da Europa e com o dólar como a moeda forte (com padrão-ouro), a balança comercial passou se a inverter e os Estados Unidos perderam competitividade.

O setor bancário já apresentava muita insatisfação em relação à rígida regulamentação, mas a sombra da grande depressão sempre esteve ao lado para enfraquecer aqueles que tentavam argumentar a favor da desregulamentação.

---

<sup>217</sup> Acordo assinado em 30 de outubro de 1947, de forma urgente, sob a alegação de que os negociadores estadunidenses necessitavam aproveitar o mandato que lhes foi concedido pelo Congresso Nacional. Nesse acordo, como bem destaca André Lupi, “os representantes norte-americanos aproveitaram para retirar do texto do GATT qualquer referência a elaboração de uma organização, o que garantiria sua rápida e certa entrada em vigor, pois desse modo o acordo não precisaria ser submetido à aprovação do Congresso”. (André Lipp Pinto Basto LUPI. *Soberania, OMC e Mercosul*. São Paulo: Ed. Aduaneiras, 2001, p. 141).

<sup>218</sup> Luís Pedro CUNHA. “GATT, OMS e países em vias de desenvolvimento: uma perspectiva crítica” in *Revista Temas de Integração*. 1º. e 2º. Semestres de 2010. nºs. 29 e 30, p. 217.

<sup>219</sup> Lembremos que estávamos sob a bipolarização do mundo, onde as informações, em grande parte, eram distorcidas a fim de deixar um dos lados mais belo ou mais feio. Tal período também foi importante, pois trouxe uma extrema humanidade à potência mais ao ocidente, sendo garantidos apoios aos países abalados pela Grande Guerra, o que gerou o rápido desenvolvimento da população.

<sup>220</sup> António Avelãs NUNES. *A crise do Capitalismo: Capitalismo, Neoliberalismo, Globalização*. 2ª Ed. Lisboa: Página a Página, 2012, p. 9 (grifos e destaques no original).

Contudo, em 1963, ganha destaque uma nova fase da doutrina liberal, principalmente por influência da obra *A História Monetária dos Estados Unidos: 1867-1960*, de Friedman e Schwartz, que, como meio de retirar a culpa da Grande Depressão de 1929 do Setor Financeiro, argumentou-se que a inação do Sistema da Reserva Federal, ao não injetar rapidamente liquidez no sistema financeiro<sup>221</sup>, foi, verdadeiramente, quem mais deu causa e prolongou a chamada Grande Depressão. Explica Friedman que, com a crise, houve uma contração de um terço da oferta monetária no período e que, ao mesmo tempo, a Reserva Federal tinha plenas condições de gerar liquidez (como comumente ocorria logo após guerras), o que normalizaria a oferta de moeda (a Reserva Federal possuía 40% do ouro mundial); entretanto, em vez disso, a Reserva Federal reduziu o crédito pendente (entre dezembro de 1930 e abril de 1931), o que obrigou os bancos a venderem os seus ativos a fim de obterem liquidez, reduzindo ainda mais os preços das obrigações e, conseqüentemente, agravando ainda mais a crise<sup>222-223</sup>.

Em outros termos, a doutrina defensora do regresso ao liberalismo conseguiu transformar o Federal Reserve no grande vilão da Grande Depressão<sup>224</sup>.

Somando-se a isso o fato de as medidas sociais do Estado que retiravam grandes parcelas de tributos da população (em especial, das

---

<sup>221</sup> No nosso entendimento, tal ideia iria de forma contrária aos preceitos da não intervenção tão defendidos no período, recuperando o sistema capitalista especulativo com os valores pagos pelos contribuintes.

<sup>222</sup> Basicamente, fizemos um resumo do que entendemos como principal fundamento trazido no capítulo “*The Great Concentration: 1929-1933*”, em especial na página 325 (Milton FRIEDMAN; Anna Jacobson SCHWARTZ. *A monetary history of the United States: 1867-1960. A study by the National Bureau of Economic Research*. 1st. ed. Princeton: Princeton University Press, 1993). Nesse capítulo, ainda como motivos, os autores destacam o aumento da taxa de redesconto pela Reserva Federal, para evitar a corrida dos bancos estrangeiros para converter o dólar em ouro, logo após o abandono do padrão-ouro pela Grã-Bretanha e após rumores da desvalorização do dólar.

<sup>223</sup> Em 1960, Friedman já havia lançado o artigo “In Defense of Destabilizing Speculation” (Milton FRIEDMAN. “In Defense of Destabilizing Speculation”. *Essays in Economics and Econometrics*. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1960, pp. 133-141), onde defendia a especulação desestabilizadora com o objetivo de possibilitar a abertura da especulação com commodities e moedas.

<sup>224</sup> Para a doutrina liberal, a atuação do Estado deve ser reduzida, pois traz à economia uma verdadeira fonte de instabilidade. Contudo, entendemos como contraditória a imposição de ter que conferir liquidez ao mercado com os valores recolhidos dos tributos pagos pelos contribuintes.

empresas) também passaram a ser mal vistas <sup>225</sup>. Como exemplo, no livro *Liberdade para escolher (free to choose)*, Friedman consolida a sua visão do teórico livro *Capitalismo e Liberdade* (1962) e, de forma inteligente, citando o exemplo da tributação, passa a ideia de que é muito mais coerente retirar a taxaço incidente sobre a vida do homem, conferindo-lhe oportunidade de escolher o que fazer com aquele valor, do que o compelir a impulsionar a desigualdade arbitrada pelo governo. Afirma ele que as ações governamentais geram desigualdades em vez de igualdade, então melhor seria deixar o homem livre, ser racional, para que ele escolha o que acha mais coerente fazer com aquele dinheiro <sup>226</sup>.

Especificamente em relação ao capital financeiro <sup>227</sup>, a insatisfaço do setor bancário com o Estado era grande, pois a condiço de “não-bancária”, naquele sistema de rígida regulamentação, era uma vantagem significativa. Tal fato decorreu em função da reduço do crescimento estadunidense e das exportações e em função do elevado gasto estatal a partir da segunda metade da década de 1960 <sup>228</sup>. Então, para contornar tais problemáticas, emitiu-se mais moeda, conseqüentemente, aumentaram-se os riscos e a inflação,

---

<sup>225</sup> A corrente liberal, de forma perspicaz utilizou-se mais uma vez dos mecanismos de imprensa para formação da ideologia dominante popular, e lançou na televisão a série chamada *A Liberdade para escolher (free to choose)*, que mais tarde seria publicada em forma de livro por Friedman.

<sup>226</sup> Milton FRIEDMAN; Rose FRIEDMAN. *Liberdade para Escolher* [pref. e trad. Ana Maria Sampaio]. Mem Martins: Europa-América, 1980. Como não poderia deixar de ser, o livro foi imensamente criticado, chegando até mesmo Friedman, no prefácio a sua edição inglesa, a citar algumas das críticas que recebera. A nossa crítica por ser bem posterior já pode ser constatada pelos efeitos gerados. Quando o Estado deixa que, com exceço de uma minoria privilegiada, a sociedade - que pouco conhecimento possui de economia, história e vivência - promova a escolha da sua vida sem a proteção do mínimo, certamente a desigualdade que em pouco se apresentará será gigantesca a favor dessa minoria privilegiada, deixando a maioria “livre” numa grande miséria.

<sup>227</sup> É de extrema importância esta especificação; pois, como bem destaca Avelãs Nunes, “um dos elementos caracterizadores da globalização neoliberal – segundo alguns o fundamental – é a hegemonia do capital financeiro” (*in A crise do Capitalismo: Capitalismo, Neoliberalismo, Globalização*. 2ª Ed. Lisboa: Página a Página, 2012, p. 13).

<sup>228</sup> Nos Estados Unidos, muito se argumentam que o programa político *Grande Sociedade* de Lyndon Johnson, que buscava trazer benefícios sociais à população, bem como os gastos na corrida armamentista da Guerra Fria foram fatores fundamentais que geraram desestabilidade orçoamental e gerou a alta inflação no período. Acho importante acrescentar a Guerra do Vietnam.



tornando difícil o convívio com o sistema de taxas de câmbio fixas, baseado na convertibilidade do dólar em ouro <sup>229</sup>.

Foram infrutíferas as tentativas de acordos do governo estadunidense para a valorização das moedas estrangeiras, a fim de evitar que o dólar precisasse se desvalorizar.

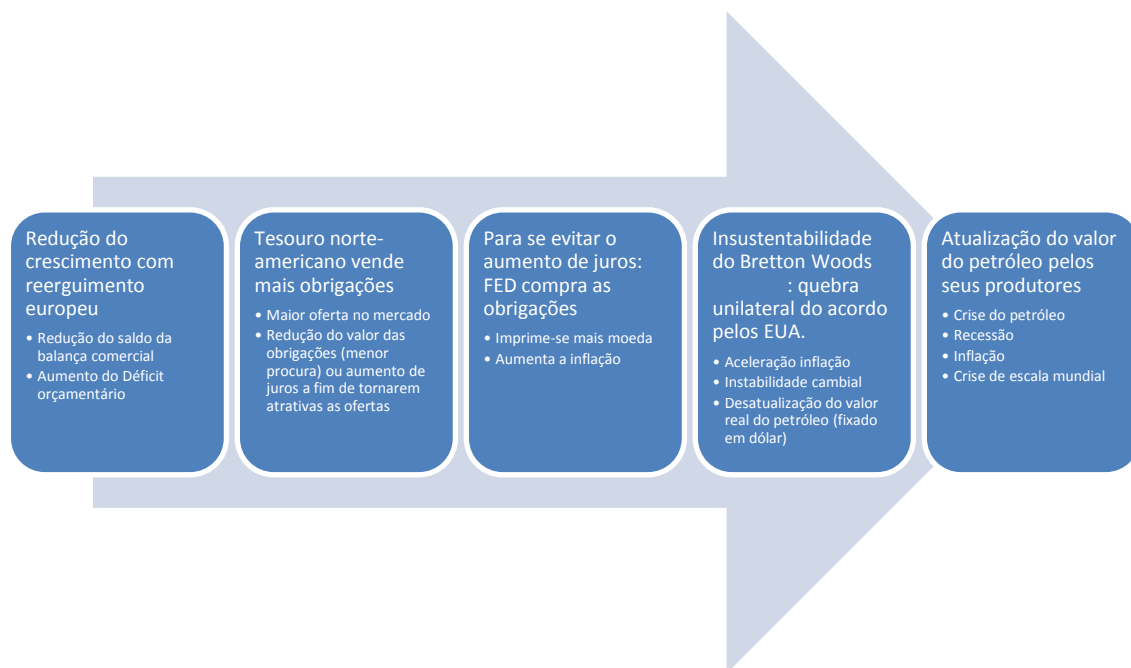
Então, quando houve a transformação do já reduzido superávit em déficit, em 1971, o presidente norte-americano Richard Nixon rompeu unilateralmente a conversão do ouro em dólar, parte do acordo de *Bretton Woods* que justificava, nas palavras do presidente francês Charles de Gaulle, “privilégio exorbitante” do dólar como moeda de pagamento internacional. Além disso, o presidente norte-americano “instituiu controles internos de preços e salários e fixou uma tarifa externa sobre todas as suas importações, que seriam conservadas até que os aliados chegassem a um novo acordo, o que só ocorreu em 1973” <sup>230-231</sup>.

---

<sup>229</sup> O déficit orçamentário fez com que o Tesouro estadunidense vendesse mais obrigações aumentando assim a oferta das obrigações no mercado (concorrência) e, para que as obrigações emitidas fossem escolhidas, obriga-se que fossem aumentados os juros, porque, caso contrário, seriam escolhidas outras obrigações mais vantajosas. Mas, para evitar que se aumentassem tais juros, a Reserva Federal comprava os títulos emitidos pelo Tesouro estadunidense. Mas realizava isso emitindo mais moeda, o que ocasionava a inflação (maior quantidade de moeda circulando no mercado) e ainda ocasionava conflitos com os países membros do acordo de *Bretton Woods*, pois era necessária a manutenção do câmbio fixo com base no dólar, o que impunha que os mesmos, da mesma forma, emitissem mais moedas.

<sup>230</sup> Marcelo FERNANDES. *O fim do regime de Bretton Woods como reação do império norteamericano*. Disponível em: <<http://www.galizacig.com/avantar/opinion/12-2-2009/o-fim-do-regime-de-bretton-woods-como-reacao-do-imperio-norteamericano>>. Último acesso em 17.06.16.

<sup>231</sup> A rápida desvalorização da moeda norte-americana fez com que os produtores de petróleo atualizassem o preço do produto e gerou uma verdadeira crise inflacionária que teve proporções mundiais.



A quebra do regime do acordo de *Bretton Woods* gerou uma grande crise no sistema financeiro estadunidense, segundo os doutrinadores defensores do Liberalismo Financeiro, transformando-o em um verdadeiro modelo de repressão financeira, que impedia o bom funcionamento do mercado. De fato, a restrição da cobrança das taxas de juros imposta ao setor bancário entrava em choque com a grande inflação, reduzindo ainda mais os lucros, ou até mesmo gerando perdas, que ocasionaram falências bancárias. “Felizes” daqueles que fugiam da regulação.

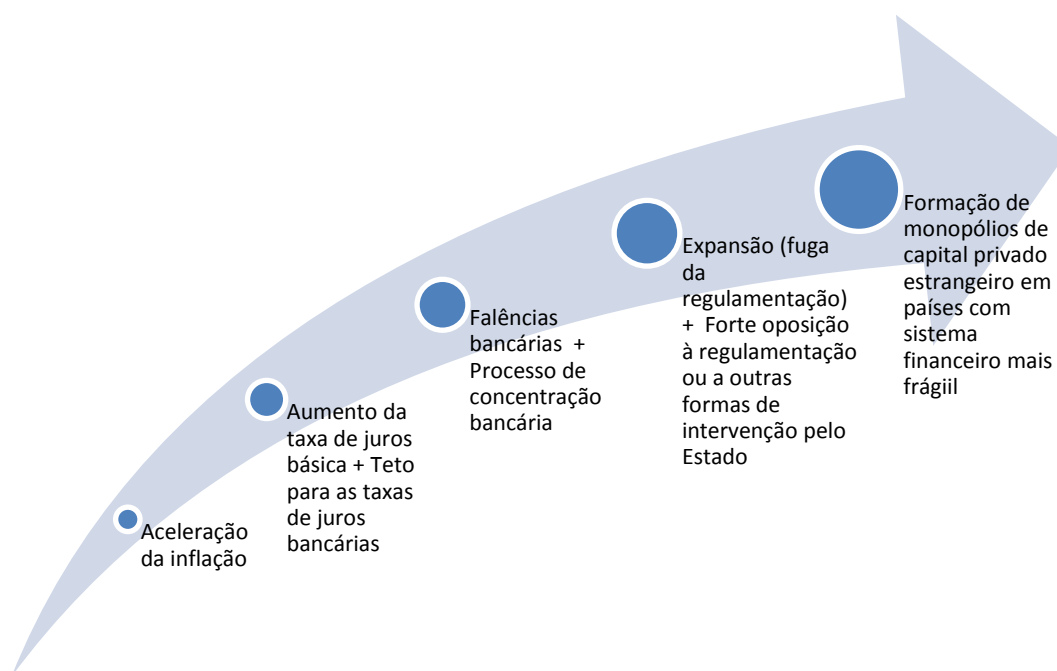
Assim, para buscar a felicidade (lucros) e fugir da rígida regulação ou até mesmo para sobreviver diante da desintermediação (com o seu risco maior associado ao lucro em proporções grandiosas, que tornavam os depósitos bancários pouco atrativos)<sup>232</sup>, o setor bancário viu-se na necessidade de se associar, através os chamados *holdings bancários*, bem como de expandir seus horizontes para lugares que não tivessem que estar presos às correntes da regulação<sup>233</sup>.

<sup>232</sup> A desintermediação será melhor tratada no ponto seguinte, mas basicamente significa que os bancos não eram mais necessários para realizar a intermediação do crédito, podendo o mesmo ser conseguido de forma outra que não através dos bancos.

<sup>233</sup> Também os bancos que realizam empréstimos de longo prazo tiveram bastante dificuldade porque com a alta inflação, os valores cobrados logo se tornavam supérfluos.

Então, num passe de mágica, “os neoliberais aproveitaram a ocasião e, numa operação relâmpago de propaganda ideológica sem paralelo, colocaram Keynes, o ‘estado keynesiano’ e as políticas keynesianas no banco dos réus, culpando-os de todos os males do mundo, a inflação e o desemprego” <sup>234</sup>.

A partir de então, passou a ter grande aceitação a doutrina do Liberalismo Financeiro, principalmente, ancorada nas ideias do chamado modelo McKinnon-Shaw.



### c) Liberalismo Financeiro.

Ao se assistir *Taxi Driver*, um clássico do cinema, de direção de Martin Scorsese, observar-se, com clareza, o contexto social turbulento em que se encontravam os Estados Unidos. Como pano de fundo à história do solitário e traumatizado Travis, ex-combatente da Guerra do Vietnam, temos os preparativos para uma eleição presidencial do início dos anos 70, através da qual se pode observar o apoio popular contra o chamado Estado Social.

<sup>234</sup> António Avelãs NUNES. *A crise do Capitalismo: Capitalismo, Neoliberalismo, Globalização*. 2ª Ed. Lisboa: Página a Página, 2012, pp. 9-10

Através do slogan “*we are the people*” (nós somos o povo), os discursos do presidenciável líder absoluto nas pesquisas passam perfeitamente a ideia de que a culpa de todos os males enfrentados por aquela sociedade (desigualdade, violência, prostituição infantil, desemprego e corrupção) é do Estado Social, que ocasionou a grande inflação por ter crescido muito e por ter olhado para as minorias. E o então senador, candidato à presidente, promete que o seu governo, quando eleito, será o governo da maioria, implicitamente, afirmando que findará com o Estado Social e a minoria será desprezada.

Em sentido análogo, o Liberalismo Financeiro busca que Estado se restrinja a dar apoio ao sistema capitalista, ou seja, o Estado deve atuar apenas e tão-somente quando o capitalismo está nas suas grandes dificuldades (reconstruindo o “parque de diversões” do capital financeiro, em outros termos, conferindo liquidez, recuperando bancos *too big to fail*, etc.); mas, de forma alguma, pode guiá-lo. O mercado é quem deve fazê-lo. O mercado é neutro, o Estado não <sup>235</sup>. O Estado é corrupto, o mercado não.

Então, com base, principalmente, nas ideias de Schumpeter <sup>236</sup>, através das quais a melhora do sistema financeiro, provocaria crescimento econômico, McKinnon defende, em seu clássico *Money and Capital in economic development*, que deveria ocorrer uma substituição, em termos de tratamento favorável, dos recursos primários do sistema de produção pelo capital (que seria o mais importante fator de produção) e que a pressão para intervenção do Estado na economia não passa de uma decorrência da severa fragmentação das economias subdesenvolvidas. Vejamos nas suas palavras:

A economia é “fragmentada” no sentido de que as empresas e os agregados familiares estão tão isolados que enfrentam diferentes preços efetivos para a terra, trabalho, capital e matérias-primas produzidas, além de não ter acesso às mesmas tecnologias. Então, as autoridades não podem presumir que oportunidades de investimento de

---

<sup>235</sup> Segundo Hayek, não pode considerar a atuação do mercado nem como justa nem como injusta, porque os resultados não são planejados nem previstos, dependem de inúmeras circunstâncias que não são conhecidas em sua totalidade.

<sup>236</sup> Já em 1873, Bagehot (1873), em seu clássico *Lombard Street*, defendeu que o Sistema Bancário é de extrema importância para o crescimento econômico por identificar e financiar investimentos produtivos, estimulando a inovação e o crescimento futuro. (Nesse sentido: Philip ARESTIS. *Financial Liberalisation And The Relationship Between Finance And Growth*. University of Cambridge. Centre for Economic and Public Policy, junho, 2005, p.2.)

rentabilidade social serão tomadas colocando um pesado encargo sobre a agricultura, seja, indiretamente, através de tarifas e de outras proteções industrial, seja, diretamente, através de dispositivos de redução de preços agrícolas <sup>237</sup>.

Com base nisso, o autor afirma que está equivocada a política econômica que tenta, através da combinação de impostos e subsídios, com custos sociais mínimos, compensar a distorção das normas de eficiência. Ou seja, tal fragmentação do mercado acabava por gerar o mau uso do trabalho e da terra (uso menos eficiente), suprimindo o desenvolvimento empresarial e condenando setores importantes da economia a tecnologias inferiores <sup>238</sup>. De forma complementar, também defende que, com as altas taxas de juros (através da não intervenção do Estado em limitar as taxas de juros), ocorrerá um aumento das poupanças e dos fundos para investimento e, conseqüentemente, ocorrerá o crescimento do país como um todo <sup>239</sup>. Tal concepção influenciou e justificou toda a imposição do Liberalismo Financeiro posteriormente.

A primeira ideia que logo se vem em mente, ao se observar o acima dito, é a transformação das dívidas empresariais em dívidas *impagáveis* (devido aos altos juros). Porém, Mckinnon defende que o aumento dos juros sobre o passivo financeiro das empresas significativamente acima da eficiência marginal do investimento em técnicas existentes poderia induzir alguns empresários a deixar de investir em um processo inferior para permitir a

---

<sup>237</sup> Tradução livre do seguinte trecho: "The economy is "fragmented" in the sense that firms and households are so isolated that they face different effective prices for land, labor, capital, and produced commodities and do not have access to the same technologies. Authorities then cannot presume that socially profitable investment opportunities will taken up places a heavy burden on agriculture, indirectly through tariff and other industrial protection and directly through devices for reducing agricultural prices". (Ronald I. MCKINNON. *Money and Capital in economic development*. Washington: The Brookings Institution, 1973, p. 5-6)

<sup>238</sup> Uma ideia base dos capítulos 2 (*capital in a fragmented economic*) e 3 (*the intervention syndrome*) de Ronald I. MCKINNON, *Money and Capital in economic development*, 5-36.

<sup>239</sup> Nesse sentido: Ronald I. MCKINNON, *Money and Capital in economic development*, 57. Ainda, consoante Shaw, que complementa a ideia trazida por Mckinnon, o crescimento da poupança geraria novas oportunidades de investimento devido à liberalização do comércio exterior ou ainda devido a um aumento no estoque real de moeda que permitiria uma maior fluidez do crédito bancário (Edward S. SHAW. *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford: Oxford University Press, 1973, p. 75) – Apenas tivemos acesso a poucos trechos da obra de Shaw através do sítio book.google.com, por isso a mesma é pouco tratada no presente trabalho.

realocação de tais valores para realização de empréstimos de investimentos na melhoria de tecnologia e no aumento de escala em outras empresas <sup>240</sup>. Ou seja, com o aumento do juros, apenas investimentos de alta lucratividade é que serão realizados, evitando alocação de recursos em investimentos de baixa rentabilidade <sup>241</sup>.

Argumenta ainda os doutrinadores do liberalismo financeiro que “a existência de ‘tetos’ para os juros dos empréstimos bancários gera ‘acionamento de crédito’, ou seja, uma situação na qual a demanda por empréstimos é maior do que a oferta de crédito, fazendo com que o crédito disponível seja alocado com base em critérios extra-econômicos (favorecimento político, corrupção, etc.) o que diminui a eficiência com a qual os recursos são alocados para o investimento em capital fixo” <sup>242</sup>. Em outros termos, pode ocorrer o favorecimento político como a concessão de incentivos fiscais odiosos para familiares ou amigos dos políticos, como comumente ocorre nos mais diferentes países <sup>243</sup>.

---

<sup>240</sup> Ronald I. MCKINNON. *Money and Capital in economic development*, 14 e ss. Necessário saber que, em 1979, Mathieson que, desenvolvendo tais do liberalismo financeiro, deixou bem expresso que a implantação de tal política numa economia aberta, ou seja, o aumento da taxa de juros acarretaria o aumento do fluxo de capitais e, conseqüentemente, ocorreria o aumento do custo de crédito, passando as empresas a pedirem empréstimos fora do seu país de origem.

<sup>241</sup> Como conseqüências de tais perspectivas, pode-se perceber hoje, a doutrina vem destacando a prevalência do capital financeiro sobre a economia real. Sobre a matéria ver o a obra de Jean PEYRELEVADE. *O Capitalismo Total*. Tradução de Alfredo Barroso. Lisboa: Século XXI, 2008.

<sup>242</sup> José Luis OREIRO; Luiz Fernando de PAULA; Flávio A.C. BASILIO. “Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico: teoria e evidência”. *in Serie Financiamiento del Desarrollo* n. 230. Santiago: Organizações das Nações Unidas, Sección de Estudios del Desarrollo, 2010, p. 8.

<sup>243</sup> Sobre o assunto o nosso: Humberto Antônio Barbosa LIMA, *Boa-fé objetiva na concessão de incentivos fiscais*. Natal: Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2011, pp. 95-108 (ponto 3.5. incentivos fiscais odiosos). O trabalho aqui referido é um estudo que revela a necessidade da incidência da boa-fé objetiva na concessão de incentivos fiscais para concretização dos fins constitucionais, atuando como limitador do princípio da discricionariedade administrativa na concessão de tais benefícios, bem como elemento criador de novos deveres aos gestores públicos para que sejam mais eficazes, eficientes e transparentes no cumprimento do pacto realizado entre a administração e a sociedade e dos objetivos por ele perseguidos. Em resumo é tentativa de apresentar meios para reduzir a oneração dos incentivos fiscais odiosos e ineficazes na sociedade e de redirecionar tais valores injustamente destinados a interesses obscuros à consecução dos verdadeiros motivos para a existência dos incentivos fiscais, sobretudo, o desenvolvimento econômico por meio da redução das desigualdades regionais e sociais com a erradicação da pobreza.

Em verdade, toda a argumentação desenvolvida pelo Liberalismo Financeiro gira em torno a eficiente alocação dos recursos <sup>244</sup>. Seja numa perspectiva externa, seja interna, a resposta para quase todas as perguntas se resume a isso. Assim, justifica-se também a necessidade de por fim aos controles de fluxo de capitais <sup>245</sup>. Tal medida aumentaria a quantidade de recursos disponíveis para o investimento do país, bem como abre uma variedade de investimentos para o investidor na busca de lucros em qualquer parte do mundo e de diferentes graus de risco <sup>246</sup>.

McKinnon conceituou tais formas de intervenção do Estado como “repressão financeira”, que desencorajava as poupanças para serem desperdiçadas em projetos do setor público e de empresas pouco competitivas. Em termos, podemos resumir a repressão financeira, em seu plano institucional, como a intervenção do Estado sob o domínio econômico, através da tentativa de controles sobre as atividades das instituições financeiras nas seguintes perspectivas:

- a) Controles quantitativos sobre a alocação do crédito privado e da taxa de câmbio, com base em regimes de câmbio fixo;

---

<sup>244</sup> Como mais um exemplo: The International Bank for Reconstruction and development/The World Bank. *A Handbook of International Trade in Services*. Oxford: Oxford University Press, 2008, p. 296. Também em sentido similar: Welber BARRAL; Marília D'Orazio de MATOS, "Comércio de serviços: por que liberalizar". *In Revista Brasileira de Comércio Exterior* n. 112. Rio de Janeiro: Funcex, 2012, p. 83. O referido trabalho ainda apresenta as supostas conseqüências positivas: “Além do acirramento da ‘competição por mercados’, a liberalização traz ‘concorrência nos mercados’. Uma integração mais profunda do mercado de serviços facilitaria a difusão de conhecimentos, e a concorrência gerada pela liberalização faz com que as empresas inovem mais rapidamente e acompanhem o desenvolvimento global”.

<sup>245</sup> Também nesse sentido: Fernando J. Cardim de CARVALHO; João SICSÚ. *Teorias e Experiências de Controles do Fluxo de Capitais: Focando o caso da Malásia*. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/moeda/textos\\_para\\_discussao.php](http://www.ie.ufrj.br/moeda/textos_para_discussao.php)>. Último acesso em 17.06.2016.

<sup>246</sup> Nesse sentido: the second and more powerful argument for liberalization is that the potential benefits outweigh the costs. Put abstractly, free capital movements facilitate an efficient global allocation of savings and help channel resources into their most productive uses, thus increasing economic growth and welfare. From the individual country's perspective, the benefits take the form of increases in the pool of investible funds and in the access of domestic residents to foreign capital markets. From the viewpoint of the international economy, open capital account support the multilateral trading system by broadening the channels through which countries can finance trade and investment and attain higher levels of income. International capital flows expand the opportunities for portfolio diversification and thereby provide investors in both industrial and developing countries with the potential to achieve higher risk-adjusted rates of returns. (Stanley FISCHER. “Capital account liberalization and the role of the IMF”, *in Should the IMF pursue capital-account convertibility?* Princeton: International Finance Sector, Department of Economic, Princeton University, 1998, pp. 2-3).

- b) Controle sobre as taxas nominais de juros nas operações bancárias, tanto as ativas (empréstimos) e passivas (depósitos);
- c) Elevação de alíquotas de recolhimento compulsório sobre os depósitos bancários;
- d) Programas de crédito público subsidiado, direcionado a setores eleitos como prioritários;
- e) Propriedade pública da atividade bancária;
- f) Limites ao livre fluxo de bens e capital entre fronteiras <sup>247</sup>.

Importa-nos destacar que as principais críticas realizadas a tal manifestação do novo liberalismo (que não são poucas) buscaram fundamento já em Keynes, em especial, no capítulo 24 do seu clássico *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Keynes, ainda na década de 30, expusera que a poupança possui direta relação com a renda e não com a taxa de juros. Assim, segundo o influente economista, ao contrário do que expõe a doutrina do Liberalismo Financeiro, o aumento da taxa de juros faria reduzir a poupança e, conseqüentemente, o investimento na economia real, pois se privilegia a rentabilidade de curto prazo, para evitar os altos encargos do “preço do crédito” de longo prazo <sup>248</sup>. As conseqüências de tal fato já podem ser bem observadas, no já mencionado destaque da doutrina da supremacia do capital financeiro sobre o capital produtivo. “Neste contexto, com efeito, as empresas não são mais induzidas a investir e a crescer, porque o custo do endividamento é superior ao rendimento prospectivo do capital produtivo (efeito de alavancagem

---

<sup>247</sup> Nesse sentido: Jennifer HERMANN. “A experiência argentina de liberalização financeira nos anos 1990: Uma análise crítica”. *In Revista Economia Aplicada*. V. 5. São Paulo: FEA-RP/USP, Departamento de Economia, 2001, p. 281 e ss.

<sup>248</sup> Comentando os resultados da política econômica de liberalização financeiras desenvolvida em países da América do Sul, vemos que os resultados são bem similares aqueles previstos por Keynes. Nesse sentido: “Tanto no caso da Argentina como no caso do Brasil, a liberalização financeira não atendeu as expectativas dos seus proponentes. Com efeito, em ambos os países se verificou uma queda significativa do investimento como proporção do PIB no período 1995–2003, de tal forma que o crescimento do produto real permaneceu em patamares bastante reduzidos ao longo do período em consideração. A estabilidade de preços que se seguiu à liberalização financeira foi obtida às custas de uma maior volatilidade do nível de produto. Por fim, a liberalização financeira aparentemente só foi capaz de produzir um aumento significativo da poupança externa desses países, fato esse que contribuiu enormemente para o aumento da fragilidade externa dos mesmos e, conseqüentemente, para as crises cambiais observadas em 1999, no Brasil, e em 2001, na Argentina (José Luis OREIRO; Luiz Fernando de PAULA; Flávio A.C. BASILIO. “Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico: teoria e evidência”. *in Serie Financiamiento del Desarrollo* n. 230. Santiago: Organizações das Nações Unidas, Sección de Estudios del Desarrollo, 2010, p. 26).



negativo). Os investimentos financeiros, sob a forma de compra de títulos, tornam-se mais rentáveis”<sup>249</sup>.

Também, além dos resultados empíricos, o desenvolvimento da doutrina das informações assimétricas por Joseph E. Stiglitz foi um fator bastante desmoralizante para a doutrina do Liberalismo Financeiro. Já, em 1993, Stiglitz defendeu que sem a intervenção do Estado, ficariam comprometidos os projetos de investimento com retornos sociais altos, uma vez que não será possibilitado se direcionar o crédito a setores com baixo retorno lucrativo<sup>250</sup>.

Dentre diversos outros motivos<sup>251</sup>, pode-se mencionar como razões favoráveis à intervenção do Estado nos mercados financeiros o seguinte: a) manter a segurança e a solidez do sistema bancário, evitando assim as corridas bancárias; “b) suavizar as falhas de mercado decorrentes de assimetria de informação; c) financiar projetos de investimento considerados socialmente importantes, mas sem viabilidade financeira privada em função da existência de externalidades e efeitos de transbordamento; d) promover o

---

<sup>249</sup> Também nesse sentido: Dominique PLIHON, “Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira (A responsabilidade das políticas liberais: Um ponto de vista keynesiano)”. in *Economia e Sociedade*, Campina (7): 85-127, dezembro 1996, p. 109.

<sup>250</sup> Na mesma oportunidade, Stiglitz ainda expõe que a concessão de subsídios seria uma forma plausível de os governos encorajarem tais projetos de investimentos. Contudo, o crédito direcionado continua ser uma das melhores formas de atingir tais finalidades, devido ao fato de ser o sistema tributário falho e pouco desenvolvido na grande maioria dos países subdesenvolvidos e isso traz grandes dificuldades para promoção de tal política pelos governos. (Joseph STIGLITZ. “The role of the State in financial markets”. *World Bank Research Observer*. Annual Conference on Development Economics, Supplement, 1993, pp. 19–61.) Acrescento que a ausência de meios de fiscalização e observação do cumprimento dos objetivos da política tributária de subsídios, além da corrupção (favorecimentos políticos), da mesma forma, devem ser considerados como fator de impedimento para a implementação de política. Sobre o assunto o nosso: Humberto Antônio Barbosa LIMA. *Boa-fé objetiva na concessão de incentivos fiscais*. Natal: Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2011.

<sup>251</sup> Uma interessante argumentação sobre os equívocos cometidos por McKinnon e Shaw, já podiam ser ver vistas logo após o lançamento de suas obras clássicas das palavras de José Alfredo da Luz: "Houve uma inversão na ordem das coisas, preferência pela liquidez, por entesouramento, tornou-se o caso particular do processo generalizado de distribuição de ativos dentro do portfólio. Subverteu-se assim, a compreensão do significado do mercado de capitais, isto é, a partir daí a demanda de risco criaria sua própria oferta de instrumentos financeiros" (...) "Tal incompreensão [do fator condicionante básico do aumento da densidade financeira em sua amostra de economias, isto é, uma folga relativa no mercado internacional de capitais] leva McKinnon a subverter a ordem dos fatos, pretendendo idealmente que no processo de crescimento financeiro a opção estaria aberta entre fazê-lo ou não com capital externo. E num estranho jogo de retórica populista neoclássica relembra a possível inconveniência do capital externo ao citar o modelo japonês de crescimento, enquanto Shaw até acena com redistribuição de renda com crescimento financeiro". (José Alfredo da LUZ. *Resenhas bibliográficas I*, Pesq. Plan. Econ. 5 (1) jun. 1975, p. 307; 314-315).

acesso aos serviços bancários por parte das populações menos favorecidas e localizadas em áreas remotas”<sup>252</sup>.

A fim de expressar nossa opinião sobre toda essa argumentação favorável e/ou contra o Liberalismo Financeiro, entendemos que o argumento mais forte dessa doutrina se baseia na atuação extra-econômica da alocação de recursos pelo Estado nos casos em que a demanda por empréstimos é maior do que a oferta de crédito (controles dos créditos efetuados pelo Estado através da chamada *repressão financeira*), em especial, devido à corrupção dos Estados (ou até mesmo desorganização), que pretendem que uma minoria continue a receber favorecimentos políticos, impedindo o crescimento econômico do país como um todo, pois deixa de gerar fontes de financiamento alternativas, com mais qualidades e mais baratas. Contudo, ultrapassada essa vertente do Estado corrupta (ou, em menor medida, desorganizado), ou ao menos existindo meios para controlá-la ou evitá-la (como cumprimento de medidas de revisão do cumprimento dos objetivos buscados, etc.)<sup>253</sup>, não restam dúvidas, no nosso sentir, de que o posicionamento do Liberalismo Financeiro gerará prejuízos aos países em desenvolvimento em benefício daqueles em maior estágio de desenvolvimento, devendo ser bem medido o grau de abertura do mercado para evitar o perecimento de todo um sistema financeiro nacional, o que geraria uma completa dependência em relação ao capital estrangeiro. Tal fato desencadearia, certamente, um aumento das desigualdades sociais, pois existiria uma clara preferência do capital financeiro em direção ao lucro do que em direção ao crescimento social e econômico do país como a busca pelo pleno emprego, redução das desigualdades regionais e sociais, etc.

---

<sup>252</sup> José Luis OREIRO; Luiz Fernando de PAULA; Flávio A.C. BASILIO. “Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico: teoria e evidência”. *in* Serie *Financiamento del Desarrollo* n. 230. Santiago: Organizações das Nações Unidas, Sección de Estudios del Desarrollo, 2010, p. 30.

<sup>253</sup> Para maior aprofundamento das medidas para controle e evitar a concessão de subsídios odiosos, conferir o nosso: Humberto Antônio Barbosa LIMA. *Boa-fé objetiva na concessão de incentivos fiscais*, Natal: Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2011, pp. 166-212.

Em resumo, as ideias consagradas pelo Liberalismo Financeiro, segundo Jonh Williamson,<sup>254</sup> podem ser destacadas em seis diferentes dimensões:

- Eliminação dos controlos de crédito;
- Desregulação das taxas de Juros;
- Livre acesso ao mercado no Setor Bancário ou, mais geralmente, na indústria de serviços financeiros;
- Independência do setor bancário;
- Propriedade privada dos bancos;
- Liberalização do fluxo de capitais internacional.

#### **d) (des)Regulamentação doméstica e movimento de capitais.**

Como bem destacado pela doutrina de Avelãs Nunes, a *política neoliberal* traz como uma das principais metas – senão a principal – a luta pela hegemonia do capital financeiro<sup>255</sup>. A chamada *desintermediação financeira* – fruto de inovações para fugir à rígida regulamentação estatal do setor bancário (em especial, a fixação de limites à taxa de juros) – desempenha um grande papel para consecução de tal objetivo, já tendo, inclusive, exercido uma função de grande importância no crescimento do comércio de serviços financeiro. Podemos expressar que, com a desintermediação financeira, os bancos passaram a não ser mais necessários para a intermediação do crédito. Em outros termos, “os grandes investidores financeiros (seguradoras, bancos, fundos de investimento, fundos de pensões e mesmo os Tesouros nacionais de alguns países) têm [com a desintermediação financeira] acesso directo e em tempo real aos mercados financeiros de todo o mundo para a colocação dos fundos disponíveis e para a obtenção de crédito, dispensando o recurso aos

---

<sup>254</sup> John WILLIAMSON; Molly MAHA. *A Survey of Financial Liberalization. Essays in International Finance*. nº. 211, Princeton: International Finance Sector, Department of Economics, Princeton University, novembro, 1998, p. 2.

<sup>255</sup> Nesse sentido: António Avelãs NUNES. *A crise do Capitalismo: Capitalismo, Neoliberalismo, Globalização*. 2ª Ed. Lisboa: Página a Página, 2012, p. 13

intermediários financeiros e evitando os respectivos custos de intermediação”<sup>256</sup>.

De forma simplificada, temos que a desintermediação aproximou as taxas ativas das passivas, reduzindo, assim, as taxas de intermediação, o que impôs aos bancos mudarem a forma de se financiar, transformando-os em verdadeiros prestadores de serviço<sup>257</sup>. Como exemplo, antes da desintermediação financeira, uma empresa A pegava emprestado do banco X a uma taxa de 10% (taxa ativa) e o banco X pegava emprestado (por depósito bancário) da empresa B a 2% (taxa passiva). Agora, com a desintermediação financeira, a mesma empresa A (lança obrigações no mercado) e pega emprestado da empresa B a 6%. Ou seja, a empresa A deixou de pagar 4% (pagava 10%, agora paga 6%) ao banco X e a empresa B ganhou mais 4% (recebia 2% e agora recebe 6%) do que ganharia emprestando ao banco X.

Isso impôs que o setor bancário passasse a se financiar, principalmente, através da cobrança de comissão pelos serviços prestados, alterando sua estrutura contábil tradicional de ativos e passivos<sup>258</sup>.

Além disso, com a entrada de novos agentes financeiros, a concorrência pelos valores excedentes, que virariam depósitos ou investimentos, passou a ser muito maior, o que impôs que o aumento das taxas passivas, a fim de atrair os depositantes (ou investidores). Assim, o lucro se reduziu. E, como sabemos, o lucro para o referido sistema é tudo. Ultrapassar as barreiras locais e regulamentatórias se tornava necessidade. A expansão do setor financeiro para outros países que não trouxessem tantas limitações era uma imposição!

Contudo, tal expansão esbarrava no protecionismo local de cada país, o inimigo da expansão do capital financeiro agora era a oligarquia local, que, com

---

<sup>256</sup> António Avelãs NUNES. *A crise do Capitalismo: Capitalismo, Neoliberalismo, Globalização*, 15.

<sup>257</sup> A taxa ativa é aquela paga por quem pega valores emprestados do intermediário financeiro e a taxa passiva é aquela recebida por quem empresta valores ao intermediário.

<sup>258</sup> Tal processo é ainda mais aguçado quando associado à securitização do crédito, uma vez que os bancos passam a ser verdadeiros engenheiros financeiros, pois o tradicional crédito bancário agora é substituído por sofisticadas operações de financiamento direto, passando os bancos a atuar como gestores de riscos, buscando fechar lacunas existentes pela assimetria de informações.

apoio político do Estado *corrupto*, era a única que poderia *sugar* o seu próprio povo. Como já vimos, ao observar os argumentos dos pregadores do Liberalismo Financeiro, acusações de que os bancos estatais monopolistas viriam a favorecer apenas quem estava no poder em detrimento das empresas locais se tornou *moda* <sup>259</sup>. As empresas locais teriam que se financiar através das altas taxas bancárias, pois inexistia a possibilidade da desintermediação. A concorrência passava a ser a melhor coisa do mundo para o empresário local! E principalmente a concorrência internacional, onde haveria uma eficiente prestação de serviços bancários, com redução das taxas, com preços e qualidades que nunca seriam atingidas sem a liberalização. Todo o crédito que ele necessitava e bem mais barato e seguro estava lá, lá no banco estrangeiro (ao menos essa era a imagem que se vendia).

As visões de mundo se chocavam. A luta agora era entre a ganância local e a ganância vinda do exterior.

E as necessidades sociais da sociedade local, a redução das desigualdades, o pleno emprego? Em um primeiro momento, isso não era sequer lembrado e depois passou a ser apenas meios de argumentação que, na realidade, pouco importava.

---

<sup>259</sup> Nesse sentido: “O setor bancário doméstico pode ser uma fonte particular de fragilidade em todos os países, mas mais ainda nos países em desenvolvimento e economias em transição. Por quê? Porque muitas dessas economias são relativamente pequenas e atividade econômica doméstica está concentrada em determinadas indústrias ou mercadorias, o que torna difícil diversificar o risco e absorver os choques ao sistema financeiro. Sistemas financeiros imaturos (aqueles que dependem exclusivamente de serviços bancários e instrumentos de dívida, ou em bancos estatais, por exemplo) podem contribuir para os problemas. A evidência empírica confirma que a propriedade estatal está geralmente relacionada negativamente ao desenvolvimento e crescimento do setor financeiro. ‘Maior propriedade estatal dos bancos tende a ser associada com maiores spreads de taxas de juros, crédito menos privado, menos atividade na bolsa de valores e crédito menos não bancário, mesmo após o controle de muitos outros fatores.’” Tradução livre do seguinte trecho: “The domestic banking industry can be a particular source of fragility in all countries, but more so in developing countries and transition economies. Why? Because many of these economies are relatively small and domestic economic activity is concentrated in particular industries or commodities, making it difficult to diversify risk and absorb shocks to the financial system. Immature financial systems (ones that rely exclusively on banking services and debt instruments, or on state-owned banks, for example) can add to the problems. Empirical evidence confirms that state ownership is generally negatively related to financial sector development and growth. ‘Greater state ownership of banks tends to be associated with higher interest rate spreads, less private credit, less activity on the stock exchange, and less non-bank credit even after controlling for many other factors.’” (The International Bank for Reconstruction and development/The World Bank. *A Handbook of International Trade in Services*. Oxford: Oxford University Press, 2008, p. 291).

Em termos, juntamente com os escritos do Banco Mundial, podemos afirmar que o processo de liberalização financeira passa por várias dimensões: inicialmente, busca (ou buscou) a retirada da intervenção do governo através de privatizações, de desregulamentação das taxas de juros e do controle de crédito, depois põe (ou pôs) fim a segregação entre as atividades financeiras (os bancos passam a oferecer seguros, investir em bolsa com os valores depositados) e, então, supostamente, ocorreria o “fortalecimento das instituições financeiras nacionais e mercados para aumentar a eficiência com a qual o financiamento é canalizado de depositantes e investidores para os tomadores e emitentes” <sup>260</sup>.

Na verdade, analisando-se criticamente a imposição da forma de regulação interna, retornaremos àquilo já desenvolvido anteriormente: trata-se do choque argumentativo entre a doutrina liberal – no sentido de que a imposição do desenho no qual deve ser regulamentado o estado-membro (em desenvolvimento), sendo esta a forma mais eficaz de por fim a protecionismos que tiram a eficiência do sistema – e a doutrina não liberal – no sentido (acertadamente, no nosso sentir) de que a tal controle da regulamentação interna, normalmente, desencadeará a eliminação de políticas públicas para serem privilegiadas políticas mais lucrativas.

Resta claro que existe um lado positivo dessa imposição de regulação doméstica aos países menos desenvolvidos (só para citar alguns: maior transparência, redução da corrupção, redução de custos, melhora na qualidade dos serviços, etc.). Entretanto, necessário se conferir uma correta dosagem de tal imposição a fim de evitar a retirada da autonomia do país na busca dos objetivos que o povo (apesar de todos os “apesares”, através de seus

---

<sup>260</sup> Tradução livre e adaptação do seguinte trecho: “Deregulation has several dimensions: the withdrawal of government intervention through, for example, privatizing state-owned banks; freeing key prices like interest rates to be market-determined; and removal of restrictions on intra-sectoral activities so that, for example, banks can offer insurance. A third dimension is the strengthening of domestic financial institutions and markets to increase the efficiency with which finance is channeled from depositors and investors to borrowers and issuers”. (The International Bank for Reconstruction and development/The World Bank. *A Handbook of International Trade in Services*. Oxford: Oxford University Press, 2008, p. 291). As consequências de tais medidas podem ser vistas na crise financeira de escala mundial apresentada em 2008, devido à total dissociação entre o capital financeiro e a economia real.

representantes) escolheu como mais adequados para o seu país, em especial, as políticas públicas que pretende seguir.

Como se percebe, o processo de liberalização é/foi uma tentativa bem sucedida de alargar o mercado, bem como de possibilitar a ampliação da escala dos investimentos e, ainda, em casos específicos, de reduzir o preço do crédito, que, dentre outras coisas, ocasiona a alavancagem do investimento especulativo.

#### **e) Possíveis Consequências: Benefícios e Riscos.**

Realizando uma transposição dos argumentos liberalizantes trazidos sobre serviços financeiros, podemos ressaltar como evidente benefício, de fato, em um primeiro momento, uma alocação economicamente eficiente dos créditos em termos globais<sup>261</sup>. Contudo, cumpre lembrarmos que tal alocação é exclusivamente “econômica” e sob uma perspectiva “global”, apartando-se, logo de início, do compromisso de uma análise humana e da incansável busca pelo cumprimento dos objetivos de um Estado mais social, que procura a redução das desigualdades regionais e a melhoria das condições de vida da sociedade do país em que se está liberalizando<sup>262</sup>.

Como já trouxemos anteriormente, o simples fato de se liberalizar os serviços financeiros (em especial, com a consequente minoração dos empecilhos às saídas de capital) pode não trazer um crescimento à economia nacional; pois, se realizado de forma desmedida (como comumente tem ocorrido nos países em desenvolvimento), apesar de inicialmente trazer um maior leque de oportunidades de investimentos e maiores possibilidade de crédito para o país ora liberalizante, o mercado nacional será dominado, rapidamente, pelos conglomerados estrangeiros os quais passarão a limitar o acesso do capital a investimentos socialmente relevantes.

---

<sup>261</sup> Nesse sentido: VERIKIOS George; ZHANG, Xiao-Guang. *Global Gains from Liberalising Trade in Telecommunications and Financial Services*, Productivity Commission Staff Research Paper, AusInfo, Canberra, outubro, 2001, p. 47.

<sup>262</sup> Além disso, não custa nos lembrarmos da evidente e constatada tendência de concentração do capital, que acabará, com o tempo, por formar oligopólios.

Então, o país (ora liberalizante) se transformará tão-somente em um fornecedor de valores (através do recolhimento de depósitos dos locais) para empréstimos realizados às empresas estrangeiras que terão maiores possibilidades de converter aqueles valores em maiores lucros (maior eficiência econômica), não conferindo oportunidade às empresas locais, que, em regra, não possuem a mesma experiência gerencial e possibilidades empresariais, e, muito menos, não conferindo oportunidade a atividades com finalidades sociais que buscam, em primeira medida, reduzir as desigualdades sociais – a mais habitual e verdadeira necessidade de um Estado <sup>263</sup>.

Certamente, dentre os benefícios trazidos pelas medidas liberalizantes, como uma decorrência da imposição da regulamentação doméstica, a reforma interna dos países em vias de liberalização é quase que indiscutível. Isso se deve por que incontestáveis são os benefícios que um reforço na regulamentação e na supervisão acarretam às economias de tais países, uma vez que conferem maior segurança tanto para os investimentos como para a população de forma geral, além de conferir uma maior transparência com o objetivo de evitar a ganância corrupta de detentores do poder estatal, algo tão comum (em especial nos países mais subdesenvolvidos).

---

<sup>263</sup> Outro ponto que merece destaque dentre os defensores da liberalização da atividade financeira é o aprendizado que o setor financeiro local terá com a entrada dos conglomerados estrangeiros, pois estes trazem melhores técnicas, que são incorporadas pelos locais, melhorando o sistema como um todo. As questões que se levantam são sobre a real necessidade de ter que ser dominado o mercado nacional para que seja realizado tal aprendizado e, uma vez dominado o mercado nacional, as melhores técnicas referidas serão utilizadas apenas em relação aos créditos de maiores riscos, pois somente estes estarão disponíveis para o setor financeiro local em virtude do novo monopólio privado formado. Além disso, “os usuários se beneficiam do aumento da concorrência e acesso a especialistas estrangeiros em uma série de aspectos intangíveis, tais como a melhoria da qualidade dos serviços e maior escolha. Esses benefícios tomam a forma de: (1) acesso a novos canais de atendimento (cartões de crédito e banca eletrônica são exemplos óbvios), (2) acesso mais rápido aos serviços, (3) melhores procedimentos de avaliação de crédito e técnicas de coleta de informações, e (4) maior escolha de produtos e fornecedores. Os usuários também se beneficiam de diversificação mais fácil e mais eficaz do risco”. Tradução livre do seguinte trecho: “Users benefit from increased competition and access to foreign expertise in a number of intangible ways such as improved quality of services and wider choice. These benefits take the form of: (1) access to new service channels (credit cards and electronic banking being obvious examples); (2) faster access to services; (3) better credit assessment procedures and information-gathering techniques, and (4) wider choice of products and vendors. Users also benefit from easier and more effective diversification of risk” (The International Bank for Reconstruction and development/The World Bank. *A Handbook of International Trade in Services*. Oxford: Oxford University Press, 2008, p. 296).



Dessa forma, com a melhoria da transparência, evitar-se-iam benefícios abusivos concedidos ao arrepio das verdadeiras finalidades buscadas pelas Constituições de seus países, possibilitando aos contribuintes e aos cidadãos em geral a luta (reivindicação) pelo cumprimento daquilo que a Carta Constitucional prega e daquilo que o Estado de fato necessita. Ou seja, a transparência, além de permitir uma maior segurança para os investimentos (inclusive, provocando entrada de capital), também gera uma maior aproximação do papel do governante para com o preenchimento dos fins sociais do Estado <sup>264</sup>.

Da mesma forma, o crédito mais barato possibilita uma maior gama de investimentos legítimos e não apenas especulativos, possibilitando a criação de novos empregos e gerando melhorias efetivas ao país.

Entretanto, importante destacarmos que tal imposição de regulamentação não pode (ou não deve) retirar a autonomia política de tais países, pois o modelo político econômico adotado por um país desenvolvido nem sempre surte o efeito esperado em um país em outra fase de desenvolvimento ou mesmo com outra cultura (em regra, não surte). Exemplo disso pode ser observado no duradouro sucesso conseguido pelo Estado-Providência no Japão em contraposição ao seu rápido fracasso do mesmo na Inglaterra. Segundo doutrinadores ingleses, grande parte desse fracasso se deu por decorrência da cultura egoísta e individualista do povo inglês (que jogava com o sistema, em vez de buscar a melhoria da sociedade como um todo) em contraposição à cultura de solidariedade e de busca do igualitarismo do povo japonês (que, em vez de abandonar os pais idosos aos cuidados do Serviço Nacional de Saúde ou mesmo despedir os funcionários sem hesitar em um primeiro surgimento de dificuldade – como faziam os ingleses –, tinham relutância em despedir os seus funcionários, oferecendo benefícios suplementares e também não deixavam os seus pais idosos viverem sob os cuidados do Estado, mas sob os seus próprios cuidados) <sup>265</sup>.

---

<sup>264</sup> Sobre o assunto: Ricardo Lobo TORRES. "O princípio da transparência no direito financeiro". *Revista da Faculdade de Direito da UERJ*, v. 8/9/10, 2010, p. 146-8.

<sup>265</sup> Niall FERGUSON. *A Ascensão do Dinheiro: Uma história financeira do mundo*. Porto: Ed. Civilização, 2009, pp. 185-187. O seguinte trecho deixa também bem caracterizado tal

Enfim, a imposição de uma determinada política econômica pela regulamentação doméstica pode gerar efeitos danosos à economia dos países em desenvolvimento (como se pôde observar pelas crises financeiras vivenciadas pelos países da América do Sul tão destacada nos mais diversos trabalhos), não cumprindo os objetivos pretendidos e ainda ferindo a autonomia do país na decisão de que futuro pretende para o seu povo.

Ainda, como benefício, há aqueles que defendem que, com a entrada de instituições financeiras estrangeiras no país em processo de liberalização, o sistema financeiro nacional tornar-se-ia mais resistente, uma vez que, com uma possível crise, as novas instituições, por serem conglomerados internacionais, poderiam suportá-las melhor, evitando um efeito cascata por uma quebra indesejada. Ou até mesmo tais instituições poderiam receber uma realocação de recursos da “instituição-sede” a fim de dar cumprimento às suas obrigações no país em crise <sup>266</sup>.

---

entendimento: “É evidente que o sistema japonês nada tinha de institucionalmente único. A maioria dos Estados-Providência visava uma cobertura universal do berço à cova. Contudo o Estado-Providência dos japoneses parecia ser um milagre da eficiência. (...) Os Japoneses e Britânicos tinham culturas bastante diferentes. Externamente, os seus sistemas de providência podem parecer idênticos: pensões estatais financiadas pela tributação fiscal do velho modelo de repartições; idades de reforma padronizadas; seguro de saúde universal; fundos de desemprego; subsídios agrícolas; e mercados laborais pesadamente restringidos. Contudo, essas instituições funcionavam de modo bastante diferente nos dois países. No Japão, o igualitarismo era um objetivo prezado pelas políticas, enquanto a cultura de conformismo social encorajava as pessoas a obedecer às leis. Em contrapartida, o individualismo inglês induzia, cinicamente, as pessoas a jogarem com o sistema. (...) De acordo com os conservadores britânicos, aquilo que começou como um seguro nacional degenerara num sistema de donativos estatais e tributação confiscatória que prejudicou, desastrosamente, os incentivos econômicos”.

<sup>266</sup> Nesse sentido: “Instituições financeiras nacionais doentes poderiam ser recapitalizadas pela injeção adicional de capital público ou privado, fundido às instituições estrangeiras ou domésticas fortes, ou liquidadas. Neste contexto, é útil considerar se e em que medida as instituições estrangeiras poderiam ajudar a resolver os problemas de mau crédito por participação em fusões, privatização ou a recapitalização das instituições nacionais. Para tornar isso possível, a aquisição ou a criação de instituições financeiras por estrangeiros teriam de ser permitidas antes que os problemas de mau empréstimo fossem resolvidos (provavelmente depois de uma limpeza parcial dos balanços e uma recapitalização parcial pelo governo)”. Tradução livre do seguinte trecho: “Ailing domestic institutions could be either recapitalized by injecting additional public or private capital, merged with a stronger domestic or foreign institution, or liquidated. In this context, it is useful to consider whether and to what extent foreign institutions could help resolve the bad-loan problems by participating in mergers, privatization or recapitalization of domestic institutions. To make this possible, the acquisition or establishment of financial institutions by foreigners would need to be allowed before the bad-loan problems are resolved (probably after a partial cleaning of the balance sheets and a partial recapitalization by the government)”. (Natalia TAMIRISA; Piritta SORSA; Geoffrey BANNISTER; Bradley MCDONALD; Jaroslaw WIECZOREK. *Trade Policy in Financial Services*. IMF Working Paper: Policy Development and Review Department, fevereiro, 2000, p. 14.)

Da mesma forma, como consequência do acima trazido, um grande risco que corre os países em fase de liberalização do setor financeiro é a rápida fuga das instituições em momentos de crise, aguçando e aprofundando ainda mais tal crise. No nosso sentir, esse entendimento parece ser o mais próximo da nossa atual realidade <sup>267</sup>, pois estamos em uma era de predomínio do capital financeiro, que, baseados nos volumosos fluxos de capitais e nas insaciáveis especulações financeiras, busca incessantemente o lucro imediato, e que se somando (ou confundindo-se como características do mesmo) ao excesso de liquidez e volatilidade das taxas de câmbio e das reservas internacionais, estão sempre na busca de melhores oportunidades a fim de trazer mais e mais riquezas aos maiores detentores desse capital. Assim, os créditos existentes no país liberalizante – apesar de financiarem o desenvolvimento imediato –, com o surgimento de uma oportunidade de maior lucro em outro local, desaparecerão em frações de segundos e todas as contas e planejamentos que se basearam nos referidos valores (até segundos atrás existentes) ficarão à deriva e se tornarão dívidas – dívidas provavelmente impagáveis.

Em outros termos, podemos presumir que as instituições financeiras, assim como os créditos decorrentes da especulação financeira, usurparão dos benefícios do país liberalizante até o surgimento de um primeiro sinal de crise ou de outra oportunidade de maior lucro, deixando nas mãos do povo, que, em um momento anterior, fora preterido pela liberalização, a “conta para pagar” juntamente com uma nova crise financeira aguçada pela rápida fuga de capital daqueles que mais impuseram (incentivaram) tal liberalização.

O que percebemos é que, como muitos defendem, parece estar claro que a reforma estrutural interna (1º momento), seguido da completa liberalização da política comercial (2º momento), devem ser tratados como precursores da total liberalização da conta de capital, a fim de que se dê a plena, irrestrita e irreversível supremacia do capital financeiro sobre a economia produtiva.

---

<sup>267</sup> Nesse mesmo sentido, expressando que a teoria favorável a Liberalização Financeira não se baseia nem na realidade vivenciada nem mesmo na teoria econômica: Joseph E STIGLITZ. *Globalização: a grande desilusão*. Lisboa: Ed. Terramar, 2004, p. 47 e ss. E ainda Philip ARESTIS. *Financial Liberalisation And The Relationship Between Finance And Growth*. University of Cambridge. Centre for Economic and Public Policy, junho, 2005, pp. 17-18.

Em verdade, uma clara consequência da liberalização descontrolada (que vem sendo imposta aos países dependentes do capital externo) e, conseqüentemente, do fluxo de capitais, é a continuidade da invasão pelos grandes conglomerados financeiros dos mercados internos e, num segundo momento, depois de dominados o mercado interno e aniquilado os concorrentes nacionais (desnacionalização do sistema bancário) <sup>268</sup>, o crédito será destinado apenas àqueles empreendimentos que sejam lucrativos, independentemente de qualquer melhoria social.

Em outros termos, de forma geral, podemos afirmar que, com a liberalização desmedida, o monopólio que antes era do Estado *corrupto* passará a ser um monopólio do privado *ganancioso*.

Todo esse contexto acaba, de forma intencional ou não, propiciando uma maior variedade de investimentos – inclusive, com a possibilidade de ser a crédito mais barato – para o capital especulativo, ampliando intensamente o tamanho do mercado e as suas opções. Assim, os grandes especuladores passaram a ter acesso a várias outras opções de mercados para poderem investir, bem como têm acesso ao capital social desses mesmos mercados (além daquele seu mercado interno), expandindo a sua munição especulativa.

Ou seja, a liberalização financeira conferiu uma gama de possibilidades aos especuladores, fortalecendo alguns dos elementos estruturais necessários para o êxito da especulação odiosa ou abusiva.

---

<sup>268</sup> Em sentido similar: Joseph E. STIGLITZ, *Globalização: a grande desilusão*. Lisboa: Ed. Terramar, 2004, p. 57 e ss.

## 2. O aumento da incerteza.

### a) Câmbio Flutuante: Instabilidade x Estabilidade

“Instabilidade”. Esse era o maior receio que grande parte dos economistas possuía sobre a ideia das taxas de câmbio flutuantes. Inicialmente, nem mesmo aqueles mais acostumados a ganhar a vida através do risco possuíam interesse em tal possibilidade.

Em 1962, Milton Friedman promoveu um verdadeiro clamor público a fim de que os banqueiros reconsiderassem a sua proposta (já realizada na década anterior)<sup>269</sup> de um sistema de taxas de câmbio flutuantes. Na oportunidade, afirmou que a relutância dos banqueiros norte-americanos com o novo sistema decorreria do fato de ainda não existir, naquele país e naquela época, empresas especializadas na especulação e na arbitragem em um mercado livre e flutuante.<sup>270</sup> O doutrinador da Universidade de Chicago ainda trouxe como fundamento para a reanálise a bem sucedida tentativa do Canadá, onde, “por exemplo, alguns banqueiros, após uma década de taxa livre que lhes conferiu um diferente *status quo*, estavam na vanguarda daqueles que defendem a continuidade e estavam a se opor às taxas indexadas ou à manipulação governamental da taxa”.<sup>271</sup>

Em verdade, Friedman, a todo tempo, buscava passar a ideia de que “avança mais rápido quem se move sozinho”, em uma clara defesa da prevalência da individualidade sobre a solidariedade, passando isso para a

---

<sup>269</sup> Milton FRIEDMAN. “The case for flexible exchange rates”. *Essays in positive economics*. Chicago: Univ. of Chicago Press, 1953, p. 157-203.

<sup>270</sup> Milton FRIEDMAN. *Capitalism and Freedom*, Chicago: The University of Chicago Press, 1982, p. 61-66.

<sup>271</sup> Tradução Livre do seguinte trecho: “In Canada, for example, some bankers, after a decade of a free rate which gave them a different status quo, were in the forefront of those favoring its continuation and objecting to either a pegged rate or government manipulation of the rate” (Milton Friedman, *Capitalism and Freedom*, 62)

esfera das relações internacionais cambiais.<sup>272</sup> Para complementar suas ideias, ainda elaborou uma “receita” de como os Estados Unidos deveria agir a fim de impulsionar o rompimento unilateralmente o acordo de Bretton Woods.<sup>273</sup>

Tais medidas eram frutos das inconveniências que os Estados Unidos enfrentavam para manter o valor da moeda em relação ao ouro. Como bem salientou Robert Triffin, os Estados Unidos passaram a ter dificuldades, principalmente, porque, por motivos políticos, deixaram de acumular reservas de dólares e ouro quando tiveram a oportunidade para financiar a reconstrução dos países atingidos pela 2ª Grande Guerra através de doações e empréstimos governamentais.<sup>274</sup> O doutrinador belga ainda afirma que “a inconvertibilidade *de facto*” fez com que a “convertibilidade *de jure*” sobrevivesse por mais 10 (dez) anos.<sup>275</sup>

Contudo, ainda sem o apoio de grande parte do setor financeiro privado norte-americano<sup>276</sup> (no entendimento de Friedman, em decorrência da “tirania do *status quo*”<sup>277</sup>), Nixon pôs fim à conversibilidade do dólar em ouro, desencadeando, como se sabe, para o sistema de taxas de câmbio flutuantes.

---

<sup>272</sup> Tradução livre do seguinte trecho: “Given that we should move to free trade, how should we do so? The method that we have tried to adopt is reciprocal negotiation of tariff reductions with other countries. This seems to me a wrong procedure. In the first place, it ensures a slow pace. He moves fastest who moves alone.” (Milton FRIEDMAN, *Capitalism and Freedom*, 65)

<sup>273</sup> No ponto “The Policy Measures Necessary for a Free Market in Gold and Foreign Exchange” in *Capitalism and Freedom*, 62-64.

<sup>274</sup> Robert TRIFFIN. *The World Money Maze*. New Haven: Yale University Press, 1966, p. 25-26. Esse mesmo doutrinador da Universidade de Yale destacou aquilo que ficou conhecido como “Triffin Dilemma”, ou seja, a incompatibilidade de realização de um sistema monetário internacional baseado em uma moeda nacional, uma vez que isso ocasionava grandes déficits na balança de pagamento na busca por gerar liquidez a todo o sistema, o que acabava por gerar a perda da confiança ou mesmo a efetiva impossibilidade na convertibilidade da moeda (no caso, o dólar) em ouro a uma taxa fixa.

<sup>275</sup> Robert TRIFFIN. “International Monetary Collapse and Reconstruction”, *Journal of International Economics*, v. 2, n. 4, set, 1972, p. 377.

<sup>276</sup> Nesse sentido: James TOBIN. “A Proposal for International Monetary Reform”, *Eastern Economic Journal*, Eastern Economic Association, vol. 4(3-4), julho/outubro, 1978, p 153-159.

<sup>277</sup> Milton FRIEDMAN, *Capitalism and Freedom*, p. 61-2. Ainda sobre o assunto: Milton FRIEDMAN. *Tiranny of the status quo*. San Diego: H.B. Javonavich, 1984.

Enfim, os operadores de mercado passaram a possuir um papel decisivo na determinação do preço relativo da moeda.

Temos que, a partir desse momento, o agente que, formalmente, determinaria o valor da moeda passava às mãos dos operadores de mercado. A instabilidade que era o receio de boa parte dos economistas, principalmente, durante os primeiros anos da década de 60 se tornou um prenúncio de uma grande agonia para os gestores públicos nas décadas seguintes.

A incerteza, um dos importantes elementos da especulação odiosa, aumentava em proporções colossais. O valor da taxa cambial dos países estava nas mãos dos investidores e, por isso, passou a depender das estratégias e avaliações destes.<sup>278</sup> Em outras palavras, como bem enfatizado pela *doutrina da liberdade*, o novo sistema ficaria sujeito ao papel de empresas especializadas na especulação.

Com o perdão da imprecisão; mas, em termos simplórios, o mercado de câmbio se transformava na mais nova “bolsa de valores” dos especuladores. Estava aberto um novo salão de jogos no “grande cassino”. Edwin Lefèvre, de *Reminiscências de um Especulador Financeiro*, certamente estaria ansioso para ter novas experiências bem sucedidas.<sup>279</sup>

E é certo destacar que esse domínio da especulação no novo sistema que se formava não gerou grandes questionamentos nem mesmo pela doutrina favorável à flutuação das taxas cambiais. O debate ficou sobre se tal especulação seria positiva ou negativa para estabilidade do sistema.

---

<sup>278</sup> Os defensores da prática sempre argumentam que as avaliações se baseiam nos indicadores econômicos fundamentais dos países, tais como, dívida pública, déficit orçamentário, taxa de inflação, balanço comercial, o que acabava por impor um maior comprometimento do governo para manter os bons índices econômicos e certa medida de neutralidade ao mercado.

<sup>279</sup> *Reminiscências de um Especulador Financeiro* é um clássico publicado em 1923 e que narra a vida de um jovem contínuo de uma corretora norte-americana, Edwin Lefèvre (pseudônimo de Lesse Livermore), que logrou vários êxitos como especulador.

Quando Robert E. Lucas Jr.<sup>280</sup> trouxe a importância da teoria comportamental da conduta racional do agente econômico para a análise econômica de forma sistemática, muitos concluíram que ali se estava enterrando Keynes definitivamente.<sup>281</sup> Tal concepção se tornou bastante difundida entre os economistas, era a chamada doutrina das expectativas racionais.<sup>282</sup> Em rápidas palavras, tal teoria expõe que o mercado age de forma racional, antecipando os possíveis efeitos das políticas governamentais com base em experiências já vivenciadas ou em suas consequências previsíveis, o que acabam por tornar as políticas inócuas, ou seja, sem cumprirem os efeitos inicialmente desejados pelos gestores públicos.

---

<sup>280</sup> Apesar de existirem outros trabalhos anteriores sobre a matéria, o primeiro artigo a ter grande repercussão foi o seguinte: Robert E. LUCAS JR; Leonard A. RAPPING. "Real Wages, Employment, and Inflation". *Journal of Political Economy*. Volume 77, setembro/outubro, 1969-5, pp 721-754. Nesse artigo, após os autores analisarem a ineficácia da ilusão monetária, concluem que "a visão de que o desemprego não friccional é, nesse sentido, "voluntária" não implicam, de forma clara, que as altas taxas de desemprego não possuem valor social. Pelo contrário, implica que flutuações econômicas são custosas, e não simplesmente porque induzem a ociosidade, mas porque eles levam os trabalhadores, bem como os capitalistas para fazer investimentos (em movimento, Trainnig, e assim por diante), com base em percebidas taxas de retorno que não podem, de fato, ser sustentadas". Tradução livre do seguinte trecho: "The view that non-frictional unemployment is, in this sense, 'voluntary' does not of course imply that high measured-unemployment rates are socially costless. Rather, it implies that economic fluctuations are costly, not simply because they induce idleness but because they lead workers as well as capitalists to make investments (in moving, trainnig, and so forth) on the basis of perceived rates of return which cannot in fact be sustained". (Robert E. LUCAS JR; Leonard A. RAPPING. "Real Wages, Employment, and Inflation", p 748). Ainda, com mais importância, inclusive, tratando do "noisy rational expectations model", Robert E. LUCAS JR. "Expectations and the Neutrality of Money," *Journal of Economy Theory*, nº. 4, abril, 1972, pp. 103-124.

<sup>281</sup> Como, por exemplo, a declaração do diretor do IBMEC, Paulo Guedes. (localizada no seguinte endereço eletrônico: <<http://www.cofecon.org.br/noticias/colunistas/luiz-machado/940-grandes-economistas-xiv-robert-lucas-e-as-expectativas-rationais>>. Último acesso em 12.03.2014) Interessante também é a manifestação de Robert Lucas encontrada no livro *Keynes-Heyek: The Clash that Defined Modern Economics*, de Nicolas WAPSHOTT, onde Lucas afirma o seguinte: "Acredito que todos sejam Keynesianos em um refúgio (trincheira)". Tradução livre do seguinte trecho: "Robert LUCAS, the Nobrel Prize winner who had done more than most Chicago economist to bury Keynes, declared, 'I guess everyone is a Keynesian in a foxhole'". (Nicolas WAPSHOTT. *Keynes-Heyek: The Clash that Defined Modern Economics*. New York-London: W. W. Norton & Company, 2011, p. 281).

<sup>282</sup> Além de Robert E. LUCAS (por exemplo, in "Expectations and the Neutrality of Money," *Journal of Economy Theory*, nº. 4, abril, 1972, pp. 103-124), vários outros economistas passaram a se dedicar sobre a teoria das expectativas racionais, tais como Bennett MacCallum, Edward Prescott, Neil Wallace, Thomas Sargent, entre outros.



Levando a aplicação de tal teoria para o mercado financeiro,<sup>283</sup> logo se formou o contraste entre duas correntes doutrinárias sobre os efeitos da especulação:

- a) aqueles que defendiam a simples prevalência da precisão estatística (chamada de visão novo-clássica), sempre trazendo o argumento de que o homem é um ser dotado de racionalidade e que realiza cálculos “quase precisos” sobre os próximos passos da economia, o que tornava a especulação financeira algo bom para o sistema, pois o especulador compraria o produto por menos com base na sua “*quase inequívoca*” previsão, ciente que num futuro próximo poderia vendê-lo por mais. Tal fato reduziria a diferença entre o preço corrente e o preço futuro, o que acabaria por ocasionar a estabilidade de todo o sistema; e
- b) aqueles que argumentavam a existência, na teoria econômica, do imponderável e das incertezas (chamada de visão pós-keynesiana),<sup>284</sup> que apesar de se poder calcular estatisticamente as chances do que ocorrerá no futuro, as expectativas poderiam ser frustradas, seja porque não se conheceria todas as informações necessárias, seja porque não se saberia se tais informações estavam todas corretas (uma vez que

---

<sup>283</sup> No presente trabalho o mercado financeiro está em sentido amplo, sendo dividido em quatro grandes mercados:

- Mercado de capitais: “é um meio de distribuição de valores mobiliários, que tem o objetivo de gerar liquidez aos títulos emitidos pelas empresas e viabilizar o seu processo de capitalização. Isto quer dizer que o objetivo é direcionar os recursos financeiros da sociedade para o comércio, a indústria e outras atividades econômicas, assim remunerando melhor o investidor. Fazem parte desta área a compra e a venda de ações, debêntures, etc.”

- Mercado de crédito: “atuam neste segmento diversas instituições financeiras e não financeiras prestando serviços de intermediação de recursos de curto, médio e longo prazo para agentes deficitários que necessitam de recursos para consumo ou capital de giro. É o segmento onde ocorrem operações de empréstimo, arrendamento, financiamento, etc.”;

- Mercado de câmbio: “é onde são negociadas as trocas de moedas estrangeiras (dólar, euro, yuan, etc.)”.

- Mercado monetário: “é o mercado onde se concentram as operações para controle da oferta de moeda e das taxas de juros de curto e curtíssimo prazo com vistas a garantir a liquidez da economia. Abrange toda a rede de entidades ou órgãos financeiros que negociam títulos ou valores, concedendo empréstimos a empresas ou particulares a curto prazo, em troca do pagamento de juros.” (Comissão de Valores Mobiliários. Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. Programa de treinamento de professores. 3a Ed. Rio de Janeiro, Comissão de Valores Mobiliários, 2014. ISBN 978-85-67896-00-7)

<sup>284</sup> Sobre a questão do risco e da incerteza: José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS. *Sobre as crises financeiras, o risco sistemático e a incerteza sistemática*. Dissertação de doutoramento em Ciências Jurídico-Económicas, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Coimbra: [s.n.], 2009.

depende de interpretações feitas por outros operadores) ou se seriam válidas no momento futuro. Tais fatos gerariam insegurança que produziria um efeito no curto prazo de provocar comportamentos cíclicos com desvios de tendência, ocasionando a instabilidade que seria desestabilizadora à economia.

Como se vê, pela teoria das expectativas racionais, de forma geral, a economia se encontrava em equilíbrio competitivo.<sup>285</sup> Apenas atos aleatórios imprevisíveis poderiam fazer as expectativas estarem equivocadas. Contraindo tal entendimento, Sanford Grossman e Joseph Stiglitz, em 1975, discorreram sobre o assunto no sentido de que “se o equilíbrio competitivo é definido como uma situação na qual preços são tais que toda arbitragem de lucros são eliminadas, seria possível que a economia competitiva sempre fosse em equilíbrio? Evidentemente que não, para que aqueles que arbitram não façam retorno (privado) a partir de suas atividades (particularmente) dispendiosas. Por isso, a hipótese que todos os mercados, incluindo aqueles de informação, estão sempre em equilíbrio e sempre perfeitamente arbitrados é inconsistente quando a arbitragem incorre em custos”.<sup>286</sup>

Evoluindo o conceito de expectativas racionais, Jean Tirole defendeu que “a menos que os comerciantes tivessem diferentes informações prévias (*priors*) sobre o valor de um dado ativo ou fossem capazes de usar o mercado correspondente para fins de seguro, este mercado não originaria ganhos a partir do comércio. Assim, a especulação confiaria nos planos inconsistentes e seria excluída pelas expectativas racionais”.<sup>287</sup> Expôs ainda que as bolhas

---

<sup>285</sup> É bem verdade que, em suas ideias iniciais, Friedman traz que, necessariamente, para que se atingisse o equilíbrio, deveriam ocorrer fases de ajuste, ou seja, ocorreria um desequilíbrio inicial, para somente após, por força das expectativas adaptativas e as atividades especulativas, realizar-se-ia a estabilização da economia.

<sup>286</sup> Tradução livre do seguinte trecho: “If competitive equilibrium is defined as a situation in which prices are such that all arbitrage profits are eliminated, is it possible that a competitive economy always be in equilibrium? Clearly not, for then those who arbitrage make no (private) return from their (privately) costly activity. Hence the assumptions that all markets, including that for information, are always in equilibrium and always perfectly arbitrated are inconsistent when arbitrage is costly” (Sanford J. GROSSMAN; Joseph E. STIGLITZ. “On the Impossibility of Informationally Efficient Markets”. *The American Economic Review*, junho, 1980, pp. 393).

<sup>287</sup> Tradução livre do seguinte trecho: “unless traders have different priors about the value of a given asset or are able to use the corresponding market for insurance purposes, this

seriam decorrentes da miopia dos negociantes – cada negociante deveria acreditar que seria capaz de vender o ativo e realizar seus lucros em um tempo limitado (mas, segundo o próprio autor,<sup>288</sup> tais condições seriam inconsistentes com o número limitado de negociantes) –, todavia caso fossem adotados “comportamentos dinâmicos maximizadores” pelos negociantes, tais bolhas desapareceriam.<sup>289</sup>

De fato, as bolhas sempre desencadearam grandes problemas a teoria das expectativas racionais.<sup>290</sup> Da mesma forma que Robert E. Lucas Jr. “enterrou” Keynes, ao trazer, de forma sistemática, a importância da teoria comportamental da conduta racional do agente econômico para a análise

---

market does not give rise to gains from trade. Thus speculation relies on inconsistent plans and is ruled out by rational expectations”. (Jean TIROLE. “On the possibility of speculation under rational expectations”. *Econometrica*. Vol. 50, no. 5, Sep., 1982, p. 1163).

<sup>288</sup> Jean TIROLE. “On the possibility of speculation under rational expectations”, 1175

<sup>289</sup> Tirole conclui assim a discussão sobre a miopia dos negociantes e a formação de bolhas: Nós supomos que os negociante nunca são restringidos pela opulência no montante de sua compra. Alguns podem perguntar se a presença de restrições de riquezas não poderia ser uma reação alternativa para excluir bolhas de preços. Contudo nós gostaríamos de argumentar que, mesmo se os esquemas de créditos não estejam designados para permitir os negociantes de comprar o ativo, as bolhas de preços devem continuar a existir com um infinito número de compradores, por exemplo, com sobreposição de gerações. Nós sabemos que a partir da teoria do crescimento que a economia deve crescer em uma taxa igual ou excedente à taxa de juros. Então não está claro que as bolhas de preços de crescimento exponencial poderiam em geral ser excluídas pela presença de restrições de crédito. Observação casual sugere que ativos como selos, moedas, pinturas, diamantes e algumas terras, etc., possuem preços de forma consistente acima de seus mercados fundamentais. Tradução Livre do seguinte trecho: “We have assumed that traders are never constrained by wealth in the amount they purchase. One may wonder whether the presence of wealth constraints would not be an alternative reason to rule out price bubbles. Let us first note that wealth constraints can be relaxed by the availability of credit. However we would like to argue that, even if credit schemes are not designed to enable the traders to buy the asset, price bubbles may still exist with an infinite number of traders, e.g., with overlapping generations. We know from growth theory that the economy may grow at a rate equal to or exceeding the rate of interest. Thus it is not clear that exponentially growing price bubbles would in general be ruled out by the presence of wealth constraints. Casual observation suggests that assets such as stamps, coins, paintings, diamonds, some land, etc., are consistently priced above their market fundamental”. (Jean TIROLE. “On the possibility of speculation under rational expectations”, 1179)

<sup>290</sup> Sobre as dificuldades apresentadas pela Teoria das Expectativas Racionais quanto ao encaixe das bolhas em sua explicação teórica: “A principal deficiência da teoria das bolhas racionais está no fato de que, para além da inclusão dos resultados formais, nada tem a dizer sobre a emergência das bolhas. Também a explosão da bolha é explicada apenas formalmente. Além disso, os determinantes da bolha (b) são tomados como independentes daqueles do valor fundamental (f) e as bolhas surgem e se dissolvem ‘de modo imprevisível, já que sua evolução não depende de algum parâmetro ligado aos determinantes fundamentais do preço’ (Aglietta, 1995:25). A especulação continua um corpo estranho no mundo das expectativas racionais”. (Otaviano CANUTO; Mariano Francisco LAPLANE. “Especulação e instabilidade na globalização financeira”. *Economia e Sociedade*. Campinas, nº 5, dez.1995, p. 42)

econômica, as bolhas e principalmente a fundamentação através do espírito animal, ressuscitavam o doutrinador de Cambridge.<sup>291</sup>

Pelas teorias das expectativas racionais, como resultado do acúmulo de experiência (em um curto período) ou mesmo instantaneamente através das interações entre os seus agentes, os preços dos ativos deveriam tender para próximo dos preços reais, tidos por corretos (calculados pelos retornos futuros esperados e baseados nos valores fundamentais). Contudo, nas bolhas, tais preços estão longe de seguir tal lógica.

Como bem destaca Alves Jr., Ferrari Filho e Paula, “a existência de bolhas nos mercados financeiros resulta de desajustes entre preços dos ativos e seus valores fundamentais, por períodos não-curtos, com preços associados positivamente a sua própria taxa de variação e, a cada momento, a expectativas que se autorrealizam, a despeito de desvios evidentes em relação aos níveis de equilíbrio”.<sup>292</sup>

Enquanto economistas de renome discutiam sobre a eficácia ou não da teoria das expectativas racionais, a política de desregulamentação estava sendo implementada pelo mundo afora como já demonstrado em momento

---

<sup>291</sup> Dymski destaca que o fato de surgir uma tendência crônica sobre determinadas condições estruturais não se relacionam com políticas ou expectativas equivocadas. E complementa, expondo que “a emergência ou não de bolhas de ativos depende em parte dos mecanismos institucionais da economia para canalizar influxos de poupanças e reservas para o investimento. E os efeitos de eficiência, equidade e fragilidade da intermediação dependem, por sua vez, do caráter da estrutura bancária. Assim, mudanças na estrutura bancária são cruciais; de fato, a perspectiva aqui desenvolvida enfatiza o feedback contínuo entre crescimento regional, condições macroeconômicas, estratégias concorrenciais dos bancos, impactos das decisões, bancárias e não-bancárias, de investimento e desenvolvimento, tomadas ao longo do tempo” (Gary A. DYMSKI. “Economia de bolha’ e crise financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky”. *Economia e Sociedade*. Campinas, nº. 11, dez., 1998, pp. 75).

<sup>292</sup> E complementa: Todavia, a teoria de bolhas racionais parece não ter uma explicação consistente sobre a emergência das bolhas, na medida em que estas surgem e se dissolvem de modo imprevisível, uma vez que seu comportamento não depende de algum parâmetro ligado aos determinantes fundamentais dos preços. (Antônio José ALVES JR; Fernando FERRARI FILHO; Luiz Fernando Rodrigues de PAULA. “Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana”. *Economia Contemporânea*, v. 4, n. 1, 2000, p. 84).

anterior. E utilizando-se das palavras de Greenspan,<sup>293</sup> as atividades especulativas já faziam suas vítimas.

Ver o que estava acontecendo nas economias de seus países e ler o que defendia a parte prevalecente da doutrina deixava qualquer gestor sem entender o que se passava. Era paradoxal.

A instabilidade arrasava tanto economias de nações como teorias econômicas.

Contudo, “tais crises não passavam de um estágio necessário de aprendizado”. Essa foi a bandeira levantada pelos teóricos que pregavam a racionalidade do mercado. Para se desenvolver, fazia-se necessário que se aprendesse com os seus próprios erros, sendo a reiteração de fatos suficientes para que o mercado conseguisse criar uma racionalidade para aquelas circunstâncias, o que tornaria a economia essencialmente estável. Quanto mais dados e experiências, menor seria a probabilidade de erro e maior o grau de estabilidade.

Logo se formulou uma interpretação adaptativa, no sentido de que as atividades dos especuladores (principalmente, caracterizadas como atividades de curto prazo) gerariam, em um primeiro momento, ineficiência na alocação do capital dos mercados financeiros, uma vez que trariam uma maior volatilidade aos valores dos ativos. Entretanto, com o decorrer do tempo, as operações dos especuladores acabariam sendo anuladas pelos fundamentos

---

<sup>293</sup> Após a crise mexicana e a decisão de intervenção no mercado daquele país através do Federal Reserve em auxílio à fuga da crise provocada pelo ataque especulativo ao peso mexicano, Alan Greenspan expôs que o fato de os povos ricos, porventura, “consertarem o telhado” daqueles países atingidos por crises, abririam um perigoso precedente, pois noticiaria a todos os “vizinhos” sobre tal garantia. Tradução livre do seguinte trecho: “INTERNATIONAL Good Neighbors So, was that Mexican rescue plan wise? Imagine a rich family's house in a row of attached houses. The family clearly has an interest in not having the house next door collapse -- its own walls could be damaged. And the teen-ager next door is a good babysitter. Does the analogy hold? Perhaps. "Mexico was unique," said Treasury Secretary Robert Rubin. Mexico spends nearly as much on American goods as Japan does. But Alan Greenspan, calling Mexico the "first casualty of the new international financial system," stressed the hazards of a precedent -- of, basically, sending all the neighbors the message that the rich folks will fix the roof.” (Hubert B. HERRING. Business Diary: February 19-24. *The New York Times*. Publicado em 26 de fevereiro de 1995. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/1995/02/26/business/business-diary-february-19-24.html>>. Último acesso em 14.03.2014).

imutáveis do setor real. Era o retorno do entendimento da década de 50, de Friedman, que havia sido superado pela instantaneidade da estabilidade da escola do novo-clássica.<sup>294</sup>

Certamente, essa foi a saída mais plausível a fim de se legitimar a teoria frente aos acontecimentos mundiais.

Na contramão do entendimento da “quase certeza” do futuro, Knight, ainda em 1921, publicou trabalho dissertativo em que distinguiu risco e incerteza, afirmando que aquele (risco) seria uma incerteza mensurável, ou seja, calculável, ao passo que a incerteza não seria calculável pela probabilidade (incerteza imensurável), trazendo uma redução do grau de segurança para o negócio em si.<sup>295</sup> Da mesma forma, em publicação realizada

---

<sup>294</sup> Milton FRIEDMAN. “The case for flexible exchange rates”. *Essays in positive economics*. Chicago: Univ. of Chicago Press, 1953, p. 157-203.

<sup>295</sup> Frank H. KNIGHT. *Risk, Uncertainty and Profit*. London: Houghton Mifflin, 1921, p. 19. Além das duas formas de incerteza acima descritas, em seu trabalho, Knight ainda trouxe mais outra forma: “incerteza verdadeira (true uncertainty)”. O doutrinador entrava no campo psicológico para afirmar que o ser humano tem uma propensão de erro inerente em nossos julgamentos, uma vez que se encontra induzido por suas perspectivas e desejos. Vejamos trecho da obra que caracteriza tal forma de incerteza: “É esse terceiro tipo de probabilidade ou incerteza que tem sido negligenciada na teoria econômica, e que nos propomos a colocar em seu devido lugar. Como temos repetidamente salientado, uma incerteza que pode por qualquer método ser reduzido a um objetivo, probabilidade quantitativamente determinada, pode ser reduzida a completa certeza pelo agrupamento de casos. O mundo dos negócios tem evoluído vários dispositivos de organização para efetivar essa consolidação, com o resultado de que, quando a técnica de organização comercial é claramente desenvolvida, as incertezas mensuráveis (risco) não introduzem no negócio qualquer incerteza que seja. Depois, em nosso estudo, devemos olhar apressadamente em alguns desses expedientes, que são o único efeito econômico da incerteza, no sentido de probabilidade; mas a presente e mais importante tarefa é seguir as consequências dessa forma superior de incerteza não suscetíveis a medição e, portanto, a eliminação. É esta verdadeira incerteza que ao impedir o desenrolar teoricamente perfeito das tendências da competição dá a forma característica de ‘empresa’ a organização econômica como um todo e é responsável pela renda peculiar do empresário”. Tradução livre do seguinte trecho: “It is this third type of probability or uncertainty which has been neglected in economic theory, and which we propose to put in its rightful place. As we have repeatedly pointed out, an uncertainty which can by any method be reduced to an objective, quantitatively determinate probability, can be reduced to complete certainty by grouping cases. The business world has evolved several organization devices for effectuating this consolidation, with the result that when the technique of business organization is fairly developed, measurable uncertainties do not introduce into business any uncertainty whatever. Later in our study we shall glance hurriedly at some of these organization expedients, which are the only economic effect of uncertainty in the probability sense; but the present and more important task is to follow out the consequences of that higher form of uncertainty not susceptible to measurement and hence to elimination. It is this *true uncertainty* which by preventing the theoretically perfect outworking of the tendencies of competition gives the characteristic form of “enterprise” to economic organization as a whole and accounts for the peculiar income of the entrepreneur”. (Frank H.

alguns anos mais tarde, Keynes destacou que “o fato de que nosso conhecimento do futuro ser flutuante, vago e incerto, torna a riqueza um assunto peculiarmente inadequado para os métodos da teoria econômica clássica”.<sup>296</sup> Em sua teoria, defende que existem eventos futuros que possuímos algum conhecimento e outros que simplesmente nada sabemos, sendo impossível a realização de qualquer quantificação probabilística.<sup>297</sup> Além disso, expõe que somos induzidos a realizar uma interpretação equivocada das possibilidades do futuro em função da necessidade de agirmos e do fato de subestimarmos fatores ocultos.<sup>298</sup>

---

KNIGHT. *Risk, Uncertainty and Profit*. London: Houghton Mifflin, 1921, título III, capítulo VII, ponto 48)

<sup>296</sup> Tradução livre do seguinte trecho: “Thus the fact that our knowledge of the future is fluctuating, vague and uncertain, renders Wealth a peculiarly unsuitable subject for the methods of the classical economic theory”. (John Maynard KEYNES. “The General Theory of Employment”. *The Quarterly Journal of Economics*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press Copyright, 1937, by the resident and Fellows of Harvard College, vol. 51, p. 213).

<sup>297</sup> Keynes expõe tal entendimento no seguinte trecho: “Por conhecimento 'incerto', deixe-me explicar, eu não quero meramente distinguir o que se sabe ao certo do que é apenas provável. O jogo de roleta não está sujeito, nesse sentido, à incerteza, nem à perspectiva de um *Victory bond* sendo desenhado. Ou, ainda, a expectativa de vida é apenas um pouco incerto. Até mesmo o tempo é apenas moderadamente incerto. O sentido em que estou usando o termo é aquele em que a perspectiva de uma guerra europeia é incerta, ou o preço do cobre e a taxa de juros daqui a vinte anos, ou a obsolescência de uma nova invenção ou a posição dos proprietários de riqueza em o sistema social em 1970. Sobre essas questões não há nenhuma base científica em que para formar qualquer probabilidade calcular o que quer. Nós simplesmente não sabemos.” Tradução livre do seguinte trecho: “By 'uncertain' knowledge, let me explain, I do not mean merely to distinguish what is known for certain from what is only probable. The game of roulette is not subject in this sense, to uncertainty; nor is the prospect of a Victory bond being drawn. Or, again, the expectation of life is only slightly uncertain. Even the weather is only moderately uncertain. The sense in which I am using the term is that in which the prospect of a European war is uncertain, or the price of copper and the rate of interest twenty years hence, or the obsolescence of a new invention or the position of wealth owners in the social system in 1970. About these matters there is no scientific basis on which to form any calculate probability whatever. We simply do not know.” (John Maynard KEYNES. “The General Theory of Employment”, p. 213-214)

<sup>298</sup> Sobre tal matéria vejamos as próprias palavras de Keynes: “A teoria ortodoxa do futuro pressupõe que temos um conhecimento do futuro de uma forma bem diferente tipo aquilo que realmente possuímos. Esta falsa racionalização segue as linhas do cálculo de Bentham. A hipótese de um futuro calculável leva a uma interpretação errônea dos princípios de comportamento que a necessidade de ação nos obriga a adotar, e uma subestimação dos fatores ocultos de dúvida absoluta, precariedade, esperança e medo”. Tradução livre do seguinte trecho: “The orthodox Theory of the future assumes that we have a knowledge of the future of a kind quite different form that which we actually possess. This false rationalization follows the lines of the Benthamite calculus. The hypothesis of a calculable future leads to a wrong interpretation of the principles of behaviour which the need for action compels us to adopt, and to an underestimation of the concealed factors of utter doubt, precariousness, hope and fear”. (John Maynard KEYNES. “The General Theory of Employment”, p. 222.)

Se estivermos atentos ao que acontece ao nosso lado e observarmos a história, somos obrigados a concordar com as ideias de Keynes de que o amanhã é “nebuloso”. Hoje, mais ainda, não sabemos com convicção quais as condições que encontramos no amanhã, não sabemos se o que conhecemos atualmente será importante, nem mesmo a própria existência do mercado podemos garantir. As informações que possuímos sobre o amanhã são incompletas. Da mesma forma, as informações que possuímos sobre como prosperar nossas riquezas também o são. Nossas incertezas são decorrentes em grande parte pela própria incerteza do amanhã. A cada dia que passa, vemos gênios matemáticos serem desmentidos ou desmascarados, sempre seguidos por uma onda de insegurança no mercado. Por isso que há de concordar com Keynes e seus seguidores quando afirmam que “o ‘valor intrínseco’ ou ‘fundamental’ dos preços dos ativos não é passível de cálculo num ambiente caracterizado pela incerteza”<sup>299</sup>.

E essa incerteza se reflete na redução da confiança dos agentes para com o mercado, aumentando a volatilidade dos preços. Alves Jr., Ferrari Filho e Paula bem retratam que “na visão pós-keynesiana o ‘valor intrínseco’ de um ativo, relacionado a valores derivados do desconto apropriado do fluxo de retornos esperados dos ativos, não existe, já que a taxa de desconto varia de acordo com as percepções de risco que se alteram em respostas a eventos e, por isso, não são passíveis de conhecimento”.<sup>300</sup>

Nesse sentido, Stiglitz manifestando-se sobre os motivos da volatilidade do mercado de ações expõe que “os preços no mercado de ações, como em outros mercados competitivos, são determinados pela intersecção da oferta e procura. Mas a demanda e a oferta de bens, como ações, diferem daquela por commodities, como o trigo, porque sua principal determinante é a expectativa das pessoas sobre qual desses ativos podem ser vendidos em algum momento

---

<sup>299</sup> Antônio José ALVES JR.; Fernando FERRARI FILHO; Luiz Fernando Rodrigues de PAULA. “Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana”. *Economia Contemporânea*, v. 4, n. 1, 2000, p. 85.

<sup>300</sup> Antônio José ALVES JR.; Fernando FERRARI FILHO; Luiz Fernando Rodrigues de PAULA. “Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional”, p. 86.



no futuro. Eles baseiam-se, em outras palavras, as expectativas, e estas expectativas podem obviamente mudar dramaticamente em curtos períodos de tempo. É por isso que os preços nos mercados de ações podem ser tão voláteis”.<sup>301</sup>

Em que pese Stiglitz se manifestar especificamente sobre o mercado de ações, tal entendimento se aplica a toda forma de negociação de curto prazo; pois, em termos abreviados, o objetivo de tal negociação decorrente da obtenção de informações de forma anterior aos seus outros concorrentes, na tentativa de auferir maiores lucros. Certamente, a imprecisão e ansiedade interferirão na eficiência da decisão tomada, pois “as informações obtidas com mais rapidez é provável que sejam também mais ruidosas”.<sup>302</sup>

E, como rapidamente mencionado, tal informação também gera outro problema à teoria das expectativas racionais e sua conversão perfeita da informação no preço, pois aqueles que buscam a obtenção da informação em momento anterior aos seus “concorrentes” têm custos maiores, não podendo os preços refletir perfeitamente a informação, uma vez que não haveria compensação para tal busca. Assim, “há fundamental conflito entre a eficiência com a qual os mercados propagam informação e os incentivos a aquisição de informação”.<sup>303</sup>

---

<sup>301</sup> Tradução livre do seguinte trecho: “Prices on the stock market—as in other competitive markets—are determined by the intersection of demand and supply. But the demand and supply of assets, such as stocks, differ from that for commodities like wheat because their principal determinant is individuals' expectations about what those assets can be sold for at some date in the future. They are based, in other words, on expectations, and these expectations can obviously change dramatically in short periods of time. That is why prices on stock markets can be so volatile”. (Joseph E. STIGLITZ. “Using tax policy to curb speculative short-term trading”. *Journal of Financial Services Research*, nº. 3(2/3), dezembro, 1989, p. 110).

<sup>302</sup> Tradução livre do seguinte trecho: *Indeed, there are other theoretical arguments to suggest that short-term trading contributes little to price stability. The objective in short-term trading is to obtain information before others do. Information obtained more quickly is likely to be noisier.* (Joseph E. STIGLITZ. “Using tax policy to curb speculative short-term trading”, p. 112).

<sup>303</sup> Tradução livre do seguinte trecho: We have argued that because information is costly, prices cannot perfectly reflect the information which is available, since if it did, those who spent resources to obtain it would receive no compensation. There is a fundamental conflict between the efficiency with which markets spread information and the incentives to acquire information

No nosso entendimento, a melhor e mais didática crítica à teoria das expectativas racionais pode ser encontrada em Canuto e Laplane, os quais trazem que os vários paradoxos da referida teoria quando aplicada aos mercados financeiros são decorrentes “da justaposição de um modelo de economia de escambo a uma economia de mercado plenamente desenvolvida, na qual o tempo, a mudança e a moeda são introduzidos de maneira *ad hoc*.”

304

Enfim, o que se pretende demonstrar é apenas que a instabilidade tornou-se uma constante na economia e que a incerteza, elemento vital no desenvolvimento da especulação odiosa, aumentou. As teorias que sustentavam que a esperada especulação que surgiria em função da adoção das taxas de câmbio flutuantes fosse trazer uma maior estabilidade foram desmentidas pelo próprio andar da história. E a referida instabilidade ainda foi potencializada pela liberalização financeira demonstrada anteriormente e pelos grandes avanços tecnológicos, em especial, na tecnologia de comunicação.

Assim, o câmbio flutuante além de ser uma indispensável ferramenta para o comércio internacional e outras transações internacionais, passou a estreitar os laços entre aqueles que objetivam fugir dos riscos criados pela instabilidade cambial e aqueles que buscam lucrar com a existência de tais riscos.<sup>305</sup>

A crescente desregulamentação e a eliminação dos controles sobre os fluxos de capitais produziram verdadeiras indústrias que deram gênese a

---

(Sanford J. GROSSMAN ; Joseph E. STIGLITZ. "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets". *The American Economic Review*, junho, 1980, p. 405).

<sup>304</sup> E complementa tal ideia com a seguinte colocação: “Conforme reconhecido por Hahn (1983:cap.1), um dos maiores expoentes da axiomática walrasiana, o modelo "mais desenvolvido" da teoria econômica não tem lugar para a moeda: mesmo que haja um papel de meio de circulação, nenhuma razão pode ser apontada para que uma mercadoria em particular seja constituída em moeda. Nos mercados de ativos, incorporados no escambo com choques aleatórios, não há lugar racional para especulação, visto que diferenças duráveis entre os preços de mercado dos ativos e seus valores fundamentais só podem aparecer como resultado de comportamentos irracionais dos operadores” (Otaviano CANUTO; Mariano Francisco LAPLANE. "Especulação e instabilidade na globalização financeira". *Economia e Sociedade*. Campinas, nº 5, dez.1995, p. 40).

<sup>305</sup> Por isso, há o entendimento de que, em qualquer transação internacional, há sempre um risco e um especulador juntos, pois somente este está na busca do que, normalmente, é rejeitado por outros.

incontáveis “produtos” financeiros, deixando frenético o mercado de ativos e elevando exponencialmente as transações cambiais.

A consequência de toda essa logística é o acúmulo de sucessivas crises nos mercados de títulos e de câmbio.

## **b) Capital Produtivo x Capital Financeiro**

Historiadores contam que grande parte da fortuna da família Rothschild se deveu ao fato de Nathan e seus irmãos terem a vantagem única de articular e explorar o preço do ouro e de outras mercadorias, uma vez que detinham à sua disposição uma rede bancária presente nas principais cidades europeias (Londres, Frankfurt, Paris, Amsterdam). “Se o preço do ouro fosse mais elevado em, por exemplo, Paris, do que em Londres, em Paris, James venderia ouro em troca de letras de câmbio, enviando-as para Londres, onde Nathan as utilizaria para comprar uma quantidade maior de ouro. O facto de as suas próprias transacções em nome de Herries serem suficientemente grandes para afectar tais diferenciais de preços só acrescia à rentabilidade do negócio”.<sup>306</sup>

Talvez inspirados nisso, segundo notícia da *financial times*<sup>307</sup>, quinze grandes bancos estavam sendo investigados por autoridades de supervisão dos mercados financeiros dos Estados Unidos, Reino Unido, UE, Hong Kong e Suíça de manipularem em conjunto as taxas de câmbio, “inclusive o mercado

---

<sup>306</sup> Niall FERGUSON. *A ascensão do dinheiro: uma história financeira do mundo*. Porto: Civilização Editora, 2009, p. 78. A rede bancária da família Rothschild estava disposta com “Nathan em Londres, Amschel em Frankfurt, James (o mais novo) em Paris, Carl em Amsterdão e Saloman onde quer que Nathan considerasse melhor”.

<sup>307</sup> Edição de 13 de novembro de 2013, “Forex probe widened at least 15 large banks”. Cinco desses bancos pagaram bilhões em multas e quatro se declararam culpados de acusações criminais em maio de 2015 como parte da investigação global do Departamento de Justiça.

do euro-dólar que, só por si, representa um volume diário de 1,3 trilhões de dólares.”<sup>308-309</sup>

Contudo, hoje, essa “vantagem única” está bastante estendida, sequer se faz mais necessário ser detentor de uma rede bancária para se ter proveito das conveniências de preços de mercadoria ou de taxa de juros ou de taxa cambial entre os diversos mercados. Para tirar proveito disso, existem hoje os chamados produtos financeiros.<sup>310</sup>

Como já exposto, com a ocorrência de uma maior instabilidade econômica no seu aspecto macro, ocorreu o aumento da incerteza da atividade empresária de forma geral. Assim, com a finalidade de evitar que o imprevisível se fizesse presente em meio à sua atividade, o empresariado passou a se socorrer de novos meios que lhe garantisse uma maior segurança. Acrescenta-se o fato de que o processo de liberalização financeira banuiu as formas de

---

<sup>308</sup> “Entre os bancos incriminados estão: Barclays, Citigroup, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JPMorgan, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland, Standard Chartered e UBS. Dezoito traders terão sido suspensos ou despedidos no âmbito deste caso com contornos ainda pouco definidos. As autoridades britânicas de supervisão declararam que a extensão dos danos provocados por essas manipulações é no mínimo igual à extensão dos danos causados pela manipulação da Libor e que levou ao pagamento de multas no valor de 6 bilhões de dólares”. (*Carta Maior*. “Os bancos especulam com divisas, manipulam mercado de câmbio e a Taxa Tobin está no Limbo”. Edição de 23 de abril de 2014).

<sup>309</sup> Contudo, em 2013, apenas o grupo de 4 bancos (Deutsche Bank, 15,2 %; Citigroup, 14,9 %; Barclays, 10,2 %; UBS, 10,1 %) controlavam mais de 50% do mercado de câmbio mundial. E se somarmos outros 6 (HSBC, JPMorgan, Royal Bank of Scotland, Crédit Suisse, Morgan Stanley, Bank of America), tal percentual vai a mais de 80%.

<sup>310</sup> Os produtos financeiros possuem destacadamente três funções principais, que são a de gerenciar a instabilidade das taxas; de modificação de segmentos do mercado para outro e mudar de moeda. Nesse sentido: “Eles se abraçam todas as dimensões da globalização financeira, ajudando a gerenciar a instabilidade das taxas de juros e de câmbio, mas, não só isso, ajudando a passar de um segmento do mercado (interno) para outro (taxa variável – taxa fixa; mercado à vista e mercado a prazo etc.), e também ajudando a mover mais facilmente de uma moeda para outra. O movimento de desregulamentação e as inovações convergiram para garantir aos operadores contra a incerteza, e também para lhes capacitá-los a fabricar a divisa que escolherem, e, portanto, terem, imediatamente, a ótica multdivisas implicada justamente pela globalização do mercado” Tradução livre do seguinte trecho: “Ils embrassent l'ensemble des dimensions de la globalisation financière: ' permettre de gérer l'instabilité des taux d'intérêt et du change mais, bien au-delà, de passer d'un compartiment du marché (interne) à un autre (taux variable - taux fixes; marché au comptant - marché à terme, etc.) et également à aller de plus en plus facilement d'une devise à une autre. Le mouvement de déréglementation et les innovations ont convergé pour assurer les opérateurs contre l'incertitude, mais aussi pour leur permettre de fabriquer la devise de leur choix, et donc d'avoir d'emblée cette optique multidevises qu'implique justement la globalisation du marché'. (H. Bourguinat, 1992, p. 92)” (H. Bourguinat, 1992, p. 92) (François CHESNAIS. *La Mondialisation du Capital*. Paris: Syros, 1994, p. 225).

regulamentação e de controle na fixação dos preços dos serviços bancários, em função pressão exercida com a desintermediação.<sup>311</sup>

É nesse encadeamento que os “produtos” financeiros<sup>312</sup> se tornaram um meio necessário à garantia da atividade do empresarial e ao aumento da sua própria lucratividade.

No contexto da garantia da atividade empresarial, podemos entender que, juntamente com aqueles que estão em busca de fugir às incertezas decorrentes da maior volatilidade e da maior instabilidade da economia, há aqueles que lucram com a sua existência e que fazem disso o seu meio de sobrevivência. Por isso, para este grupo, quanto maior a volatilidade, quanto maior a incerteza, quanto maior “o caos”, maior serão as oportunidades de fazer um bom negócio, ou seja, um negócio com alta lucratividade. Em outros termos, tal grupo luta para que a desordem permaneça instaurada, sob pena de reduzir sua parcela de lucratividade ou mesmo de quantidade de negócios.

Portanto, o certo seria vermos que, de um lado da moeda, estaria presente o empresariado na busca de garantir uma cobertura para os riscos provocados pela instabilidade, conferindo previsibilidade ao seu negócio e segurança às suas transações; ao passo que, do outro lado da moeda, estaria o especulador apostando no sentido contrário àquele que busca proteção, possibilitando a própria existência da cobertura. O problema é que este é “um jogo de ‘cara ou coroa’ com uma moeda viciada”, quase sempre dos dois lados

---

<sup>311</sup> Tal assunto foi desenvolvido na parte B.1.

<sup>312</sup> Como bem detalhado por José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS (*in Sobre a Evolução Recente do Sistema Financeiro*. Coimbra, 1996, p. 53), tal “a expressão <<novos produtos financeiros>>, vulgarizada pela gíria financeira, encerra uma contradição conceptual; com efeito, os novos <<produtos financeiros>> não são produtos ou <<bens materiais>>, mas sim serviços ou <<bens imateriais>>. (...)”

“No entanto, o quadro das estratégias de marketing das instituições financeiras, a designação de <<novos produtos>> facilita a promoção dos novos serviços financeiros e visa criar nos consumidores uma referência materializada, que permita estimular a fidelidade dos clientes e justifique os preços a pagar pela sua utilização. Esta tendência assume um relevo especial nos serviços financeiros que possibilitam a realização de manobras especulativas, desligadas de qualquer transacção real; a tentativa de materialização destes serviços contrabalança a abstracção intrínseca às manobras especulativas e legitima os ganhos ou perdas que lhes estão associados”.

estão presentes especuladores sedentos pela alta lucratividade que possam auferir com informações que obtiveram.

Já em 1992, dados mostravam que o montante das transações vinculadas ao comércio internacional de mercadorias não especulativas era de apenas 3%. Hoje – com dados de 2013 e poucos anos após uma grande crise mundial, que ainda produz seus efeitos – acredita-se que o quantitativo de troca de moeda para atividades não especulativas não ultrapasse os 5%.<sup>313-314</sup>

Assim, como bem usufruído pela família Rothschild através de sua rede bancária no começo do século XIX, hoje grande parte das negociações dos produtos financeiros decorre da tentativa de aplicação no mercado financeiros da teoria (ou princípio) das vantagens comparativas de David Ricardo,<sup>315</sup> ou

---

<sup>313</sup> “A principal função assumida dos mercados de divisas é facilitar a liquidação do comércio. Mas se estima que a quantidade de transações relacionadas ao comércio de bens representaram apenas 3% das transações diárias nos mercados cambiais, que superou (quando a última pesquisa realizada em 1992 pelo Banco de Compensações Internacionais), o 1,000 bilhões de dólares por dia”. Tradução livre do seguinte trecho: “La fonction principale des marchés des changes est supposée être de faciliter le règlement des échanges commerciaux. Or il a été estimé que le montant de transactions liées aux échanges de marchandises représentaient à peine 3% du montant des transactions quotidiennes sur les marchés des changes, qui dépassaient (lors de la dernière enquête réalisée en 1992 par la Banque des règlements internationaux) les 1000 milliards de dollars par jour” (François CHESNAIS. *La Mondialisation du Capital*. Paris: Syros, 1994, p. 209).

<sup>314</sup> No mesmo sentido: “somente uma ínfima fração de operações, estimada em 3% para observadores mais rigorosos e 8% para os mais condescendentes, tem por objetivo efetuar a compensação nas transações do capital internacional ou servir de veículo para as transferências de capital destinadas a os investimentos produtivos” (François CHESNAIS. *Tobin or not Tobin?* Tradução: Maria Teresa Van Acker... [et al.]. – São Paulo: Editora UNESP: ATTAC, 1999, p. 47).

<sup>315</sup> David Ricardo, explica que, até mesmo quando um Estado é superior em todos os aspectos comerciais na produção de bens em relação ao outro Estado, deve ser estimulado o comércio entre eles, pois se realizada a especialização no que cada Estado se destaca, acabaria por gerar benefícios para ambos e para todo o sistema (David RICARDO. *On the Principles of Political Economy and Taxation*. The Works and Correspondence of David Ricardo. V. 1. Indianapolis: Liberty Fund, 2004, pp. 128-149). O doutrinador propôs o famoso exemplo do comércio de vinhos e tecidos entre Portugal e a Inglaterra, afirmando que deveria a Inglaterra se empenhar mais em realizar aquilo que possui uma maior facilidade na produção, ou seja, a produção de tecido, deixando de lado a produção de vinho, em que era menos eficiente, passando a importá-lo de Portugal; ao passo que Portugal deveria se empenhar na produção de vinho, tornando-a mais produtiva e deveria importar tecido da Inglaterra. E assim destaca: “É assim que o dinheiro de cada país é distribuído a ele, em quantidades que possam ser necessárias para regular um comércio lucrativo de trocas. A Inglaterra exportava tecidos em troca de vinhos porque, ao fazê-lo, sua indústria se tornava mais produtiva; ela teria mais tecidos e mais vinho do que se produzisse para si mesma; Portugal importava tecidos e exportava vinho, porque a indústria de Portugal poderia ser mais beneficentemente empregada para ambos os países na produção de vinho. Se houver maior dificuldade na produção de tecidos, na Inglaterra, ou na produção de vinho em Portugal, ou maior facilidade na produção

seja, agentes que possuem condições favoráveis de acesso a um mercado, como diferentes fontes de financiamento, negociam com outros agentes que também possuem condições favoráveis mas em outro mercado, o que acaba por conferir um aumento da eficiência do mercado financeiro.<sup>316</sup> Neste ponto, temos a utilização dos produtos financeiros como mecanismo para o aumento da lucratividade.

Tal fato fez com que ocorresse, como é evidente, o crescimento da utilização de tais produtos e da atividade financeira como um todo, passando a extravasar sua importância não apenas nas atividades tipicamente financeiras, mas também nas atividades ditas não financeiras. Hoje, o cargo de direção financeira é de extrema e crucial importância para quase todas as empresas multinacionais, que passaram a se organizar através de holdings, sempre possuindo um centro financeiro com o objetivo de conseguir retirar o máximo proveito de tal atividade.

Portanto, as políticas liberais e desregulamentadoras que advieram, especialmente, a partir dos anos 80, possibilitaram a generalização da obtenção de lucro pelas atividades financeiras. Algo que era restrito a poucos intermediários, como a família Rothschild, passou a uma nova forma de acumulação de riqueza. Como decorrência direta disso, por mais incrível que pareça, cerca de 40% (quarenta por cento) dos lucros das empresas de

---

de vinho na Inglaterra, ou maior facilidade na produção de tecidos em Portugal, o comércio imediatamente deve cessar". Tradução livre do seguinte trecho: "It is thus that the money of each country is apportioned to it in such quantities only as may be necessary to regulate a profitable trade of barter. England exported cloth in exchange for wine, because, by so doing, her industry was rendered more productive to her; she had more cloth and wine than if she had manufactured both for herself; and Portugal imported cloth and exported wine, because the industry of Portugal could be more beneficially employed for both countries in producing wine. Let there be more difficulty in England in producing cloth, or in Portugal in producing wine, or let there be more facility in England in producing wine, or in Portugal in producing cloth, and the trade must immediately cease" (David RICARDO. *On the Principles of Political Economy and Taxation*. The Works and Correspondence of David Ricardo. V. 1. Indianapolis: Liberty Fund, 2004, cap. VII, p. 140).

<sup>316</sup> Sobre o assunto, vejamos o exemplo trazido por QUELHAS: "Duas operações paralelas de sentido contrário; cada interveniente procede à contractação de um empréstimo e à realização simultânea de uma aplicação de fundos, com o mesmo prazo de duração e idêntico montante de referência, mas com diferentes taxas de juros ou diferentes divisas. A transacção efetua-se com o intuito de aproveitar as diferentes vantagens comparativas de cada um dos operadores" (José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS. *Sobre a Evolução Recente do Sistema Financeiro*. Coimbra, 1996, p. 93).

atividades produtivas (não financeiras) vêm de atividades financeiras de seu grupo.<sup>317</sup>

Nesse sentido, vemos a insistente argumentação no sentido de está ocorrendo a preferência pela alta lucratividade decorrente de investimentos financeiros em detrimento dos investimentos na chamada “economia real” ou “economia produtiva”.<sup>318</sup>

É verdade que a preferência pela lucratividade exacerbada desempenha medidas conjuntas com tentativas de relativizar os direitos trabalhistas, bem como medidas publicitárias a fim de manipular e valorizar os ativos dos sujeitos participantes do mercado, sempre na busca do máximo de liquidez, mobilidade, rentabilidade e flexibilidade. “As consequências de suas operações sobre a acumulação e o nível de emprego ‘não são problemas deles’”.<sup>319</sup>

Para percebermos isso, basta se observar que os valores envolvidos nas negociações financeiras superam e muito o valor total do PIB mundial. Essa cadeia de créditos sem fim entre os seus envolvidos acaba por gerar mais e mais moeda, algo fora da realidade.

Estamos poucos anos após uma grave crise de proporções mundiais, a economia real está sofrendo ainda, a recuperação está lenta.<sup>320</sup> Em 2014,

---

<sup>317</sup> Joseph Stiglitz. O preço da desigualdade. Lisboa: Bertrand Editora, 2013, p. 28. Nesse mesmo sentido: Joseph STIGLITZ. “As entranhas do declínio americano”. *in Portal Vermelho*. Postado em 28.03.2013. Disponível em: <<http://www.vermelho.org.br/noticia/209497-1>>. Último acesso em 13.07.2016.

<sup>318</sup> Contudo, Piketty compartilha dados que demonstram que o percentual de repartição do valor adicionado das empresas entre capital e trabalho nos Estados Unidos, na França, e no Reino Unido entre 1920 e 1995 se manteve quase que constante. (Thomas PIKETTY. *A Economia da Desigualdade*. 1a Ed. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2015, p. 50).

<sup>319</sup> François CHESNAIS. *A mundialização do capital*. Tradução Silvana Finzi Foá – São Paulo: Xamã, 1996, p. 292-3.

<sup>320</sup> “A causa desta fraqueza duradoura do PIB não é clara. Poderia ser que a demanda agregada permaneça altamente deficiente (Hall 2011, Krugman 2012, Mian e Sufi 2014, Summers 2015), mas também poderia ser que a oferta enfraqueceu, por exemplo devido a efeitos de histerese (Ball 2014, DeLong and Summers 2012 ) ou excessiva consolidação fiscal (Fatás e Summers, 2015)”. Tradução livre do seguinte trecho: Eight years after the onset of the financial crisis, there has been only modest recovery of GDP in affected countries. The cause of this long-lasting weakness of GDP is not clear. It could be that the aggregate demand remains highly deficient (Hall 2011, Krugman 2012, Mian and Sufi 2014, Summers 2015), but it could also be that supply has weakened, for instance because of hysteresis effects (Ball 2014, DeLong and Summers 2012) or excessive fiscal consolidation (Fatás and Summers 2015)



“apesar disso, os principais índices bolsistas aumentaram cerca de 50% nos últimos dois anos. Para muitos, essa contradição serve para confirmar a ideia de que o financiamento existe dentro de um mundo próprio e está desconectado da economia ‘real’”.<sup>321</sup>

Na verdade, consideramos que isso não passa de um reflexo dos tempos atuais. A sociedade como um todo se modificou. Estamos em um momento onde triunfa a superficialidade.<sup>322</sup> Não é por outro motivo é que eclodiu a crise das *subprimes*. Não importa a origem, o conteúdo ou as consequências. A única coisa que importa, na realidade, é o lucro; e, de preferência, o mais rápido possível; da noite para o dia.

Tal mudança de concepção, somada aos inúmeros atrativos da atividade financeira, em especial, o “lucro certo, fácil e rápido” acabou por atrair as empresas que estão cada vez mais pressionadas pela necessidade de altos lucros para acalmar seus acionistas (não menos importante, também está o fato de que a alta cotação da bolsa vem sendo utilizada como forma de remuneração de seus administradores).<sup>323</sup>

---

(Frederic MALHERBE; Michael MCMAHON. *Financial sector origins of economic growth delusion*. London Business School and CEPR; 5 de janeiro de 2017, Disponível em: <[http://abfer.org/specialty-conference/docs/2-5sc201701-062-financial\\_origins\\_of\\_economic\\_growth\\_delusion.pdf](http://abfer.org/specialty-conference/docs/2-5sc201701-062-financial_origins_of_economic_growth_delusion.pdf)>. Último acesso em 15fev17).

<sup>321</sup> Tradução livre do seguinte trecho: “The economy is struggling but stock markets are soaring. As you know, although many countries are now seeing a marked recovery, the overall pace of growth remains disappointing. Recent figures for the US are below expectations. There’s still some uncertainty over Chinese growth. And the euro area is struggling to get off the ground. Despite this, the main stock market indices have risen by around 50% in the past two years. For many, this contradiction serves to confirm the idea that finance exists within a world of its own and is disconnected from the “real” economy. (Christian NOYER: “Is speculation the enemy of investment? Speech by Mr Christian Noyer, Governor of the Bank of France and Chairman of the Board of Directors of the Bank for International Settlements”, Aix-en-Provence Economic Forum, Aix-en-Provence, 5 de Julho de 2014, in *BIS central bankers’ speeches*. Disponível em: <<http://www.bis.org/review/r140714e.htm>>. Último acesso em 15fev17).

<sup>322</sup> Em conformidade com Richard Sennett no seu *A cultura do Novo Capitalismo*. Em trecho de outra obra, o doutrinador expõe que “as superficialidades da sociedade moderna são mais humilhante do que as superfícies e máscaras de arte”. Tradução Livre do seguinte trecho: “the superficialities of modern society are more demeaning than the surfaces and masks of art”. (Richard SENNETT. *The Corrosion of Character: The personal Consequences of work in the new capitalism*. New York: W. W. Norton & Company Inc., 1998, p.98).

<sup>323</sup> A doutrina francesa destaca “o poderoso efeito de atração, sobre os capitais potencialmente disponíveis para investimento de operações e para aplicações financeiras, oferecido por rendimentos mais altos e, salvo acidentes, mais fáceis do que o investimento na

Assim, hoje, a concorrência existente, dentro das próprias empresas, entre a escolha pelas atividades produtivas ou pelas atividades financeiras está muito acirrada. Como já dito, quase todas as grandes empresas, em especial, as multinacionais, possuem filiais especializadas na busca pela obtenção de lucros com atividades puramente financeiras. Retira-se grande parte dos investimentos que iriam para a esfera produtiva, de onde decorrem um maior quantitativo de empregos, de onde se distribui mais os valores arrecadados para vários trabalhadores, enfim, do setor que agrega algo à sociedade, realocando tais valores para uma esfera que busca tão-somente a valorização do capital.

A doutrina não tem suavizado nas críticas realizadas a tal consequência do liberalismo financeiro. O doutrinador francês François Chesnais, inclusive, usa árduas palavras afirmando que “a esfera financeira alimenta-se da riqueza criada pelo investimento e pela mobilização de uma força de trabalho de múltiplos níveis de qualificação. Ela mesma não cria nada. Representa a arena onde se joga um jogo de soma zero: o que alguém ganha dentro do circuito fechado do sistema financeiro, outro perde. Usando uma expressão de P. Salama e J. Valier (1991): ‘o milagre da multiplicação dos pães não passa de miragem’”.<sup>324</sup>

É indiscutível que, com o câmbio flutuante e a supremacia dos mercados, ocorreria essa intensa relação entre o grupo industrial e o setor financeiro; contudo, o modelo imposto mundialmente vem privilegiando, em demasia, as atividades predominantemente especulativas em detrimento das atividades produtivas, o que acaba gerar um distanciamento entre a “economia

---

produção”. (François CHESNAIS. *A mundialização do capital*. Tradução Silvana Finzi Foá – São Paulo: Xamã, 1996, p. 308)

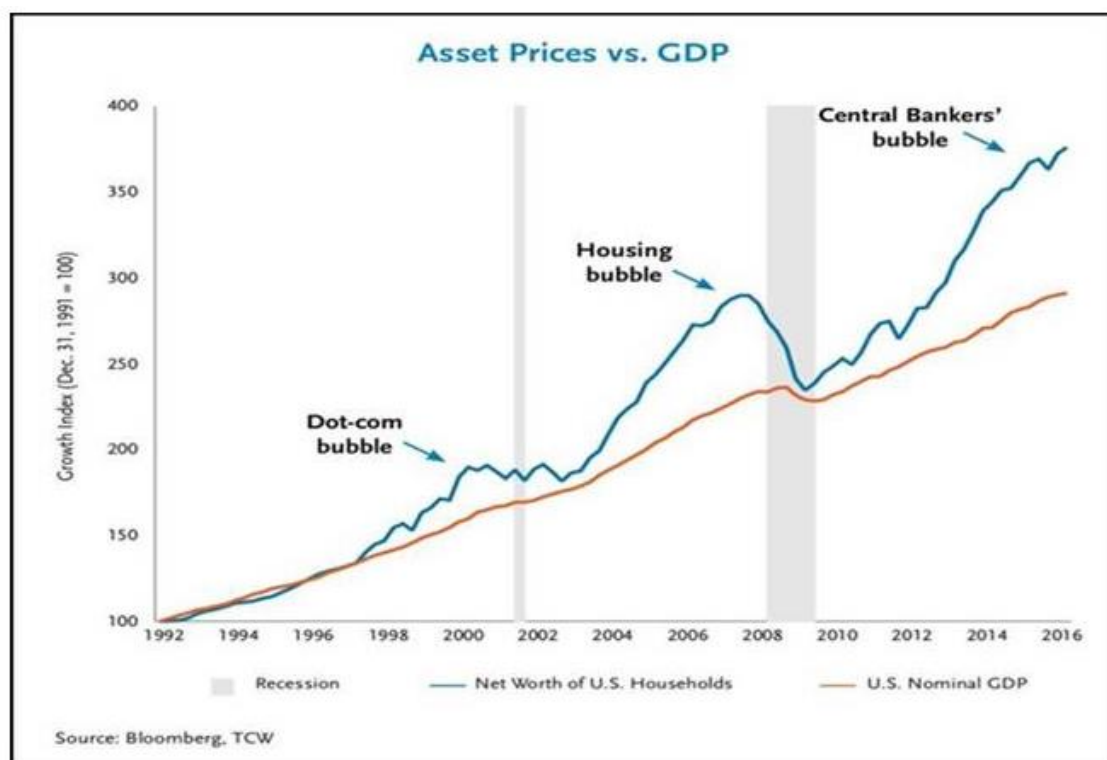
<sup>324</sup> *In A mundialização do capital*. Tradução Silvana Finzi Foá – São Paulo: Xamã, 1996, p. 241. No mesmo sentido, mas em outro ponto, o doutrinador ainda destaca o seguinte: “A esfera financeira alimenta-se da riqueza criada pelo investimento e pela mobilização de uma força de trabalho de múltiplos níveis de qualificação. Ela não cria nada por si própria. Representa a própria arena onde se joga um jogo de soma zero: o que alguém ganha, dentro do circuito fechado do sistema financeiro, outro perde. Quando a esfera financeira deixa de ser alimentada por fluxos substanciais, cuja origem encontra-se exclusivamente na esfera de produção (ver capítulo 10), as tensões dentro do circuito fechado se intensificam, e com elas a aproximação de crises financeiras.” (François CHESNAIS. *A mundialização do capital*. p. 308-9).

real” e a “economia financeira”, o que ocasiona instabilidade a todo o sistema. Tal fato decorre, em especial, por que os principais sujeitos do mercado financeiro possuem grandes quantidades de títulos e ações, o que acaba por induzir todo o comportamento da economia. Para ser visível aos olhos do atual mercado, faz-se necessário que os rendimentos sejam bastante líquidos e elevados, o que vai de encontro com as necessidades do capital produtivo, sobretudo, daqueles que dependem dele (os trabalhadores).

Como já exposto, é acentuada a divergência entre a taxa de crescimento das atividades financeiras e a das atividades produtivas.<sup>325</sup> E esse distanciamento decorre da autonomia que as finanças internacionais adquiriram, deixando em segundo plano o papel de financiamento da economia produtiva para se nutrir dela mesma (das próprias finanças), ocasionando o

---

<sup>325</sup> Como exemplo dessa divergência, vejamos o seguinte gráfico comparando o Produto Interno Bruto com a soma dos preços dos ativos financeiros acumulados no contexto norte-americano:



crescimento desmensurado a que presenciamos nas duas últimas décadas, em verdadeiro descompasso com o crescimento do PIB mundial.<sup>326-327-328</sup>

É um crescimento que não reflete nas transações comerciais de bens, nem investimento para criação de novos empregos ou melhoria da civilização. São apenas transações que circulam dentro daquele ambiente fechado das finanças. Contudo tal autonomia é apenas relativa, pois “a esfera financeira nutre-se da riqueza criada pelo investimento e mobilização de uma força de trabalho de múltiplas qualificações. Uma parte, hoje elevada, dessa riqueza é captada ou canalizada em proveito da esfera financeira, e transferida para esta. Somente depois de ocorrer essa transferência é que podem ter lugar, dentro do circuito fechado da esfera financeira, vários processos de valorização, em boa

---

<sup>326</sup> Isso pode ser entendido como o aprofundamento daquilo que Marx denominou de *fetichismo do capital portador de juros*, ou seja, o produto financeiro passa a ser valorado independente da atuação do processo industrial de produção do produto, “o capital aparece como fonte misteriosa, autocriadora de juro, de seu próprio incremento”. Marx expressa da seguinte forma: “No capital portador de juros, a relação capital atinge sua forma mais alienada e mais fetichista. Temos aí D-D’, dinheiro que gera mais dinheiro, valor que valoriza a si mesmo, sem o processo que medeia os dois extremos.(...)”

Enquanto o juro é apenas parte do lucro, isto é, da mais-valia que o capitalista funcionante extorque do trabalhador, o juro aparece agora, ao contrário, como o fruto próprio do capital, como o original, e o lucro, agora na forma de ganho empresarial, como mero acessório aditivo que lhe advém no processo de reprodução. Aqui a figura fetichista do capital e a concepção do fetiche capital está acabada. Em D – D’ temos a forma irracional do capital, a inversão e reificação das relações de produção em sua potência mais elevada: a figura portadora de juros, a figura simples do capital, na qual este é pressuposto de seu próprio processo de reprodução; a capacidade do dinheiro, respectivamente da mercadoria, de valorizar seu próprio valor, independentemente da reprodução – a mistificação do capital em sua forma mais crua (Karl MARX. Coleção os Economistas. *O capital: crítica da economia política*. Volume III, Tomo I. Tradução de Régis Barbosa e Flávio R. Kothe. São Paulo: Abril Cultural, 1983, pp. 293-4).

<sup>327</sup> Também nesse sentido: François CHESNAIS. *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998, p. 15.

<sup>328</sup> James TOBIN em famoso artigo “Commercial Banks as Creators of Money” expõe que “De acordo com a ‘nova visão’, a função essencial dos intermediários financeiros, incluindo bancos comerciais (além deste, neste artigo Tobin destaca ainda companhias de seguros, empresas de fundo mútuo, empresas de investimento, etc.), é a satisfazer simultaneamente as preferências de carteira de dois tipos de indivíduos ou empresas. De um lado estão os mutuários que desejam expandir suas participações em ativos reais (...) Por outro lado, estão os credores que desejam manter parte ou a totalidade de seu patrimônio líquido em ativos de valor monetário estável, com risco insignificante de inadimplência.” Tradução Livre do seguinte trecho: “According to the ‘new view’, the essential function of financial intermediaries, including commercial banks, is to satisfy simultaneously the portfolio preferences of two types of individuals or firms. On one side are borrowers, who wish to expand their holdings of real assets... On the other side are lenders who wish to hold part or all of their net worth in assets of stable money value with negligible risk of default.” (James TOBIN. “Commercial Banks as Creators of Money”. *Financial Markets and Economic Activity*, 1963, p. 3).

parte fictícios, que inflam ainda mais o montante nominal dos ativos financeiros”.<sup>329</sup>

Não bastasse, após ter um crescimento, em grande parte – segundo a doutrina marxista – fictício, alguma parte destes valores inflados no “mundo financeiro” voltam ao mundo produtivo e geram efeitos sobre este. Como efeitos danosos, podemos destacar uma maior concentração na renda, desencadeando a desigualdade entre os povos dentro de cada país e entre as nações.<sup>330</sup>

James Tobin, em 1963, através de importante artigo, argumentou que todos os intermediários financeiros (bancos, companhias de seguros, empresas de fundo mútuo, empresas de investimento, etc.) produziram moedas e estariam sujeitos a riscos de liquidez e a outros riscos.<sup>331</sup> Ou seja, na contramão da teoria monetarista, que prevaleceria nos anos seguintes, Tobin argumentou que com todos os intermediários financeiros, ao disponibilizarem seus “produtos”, estariam, na realidade, criando moeda assim como os bancos, uma vez que manteriam os níveis de renda, pois tais “produtos” financeiros seriam perfeitos substitutos da moeda do governo.<sup>332</sup>

---

<sup>329</sup> François CHESNAIS, *A mundialização do capital*, p. 246. Em outra passagem o mesmo doutrinador expõe o seguinte: “A autonomia do setor financeiro nunca pode ser senão uma autonomia *relativa*. Os capitais que se valorizam na esfera financeira nasceram – e continuam nascendo – no setor produtivo. Eles começam por tomar a forma, seja de lucros (lucros não reinvestidos na produção e não consumidos, parcela dos lucros cedida ao capital de empréstimo, sob forma de juros); salários ou rendimentos de camponeses ou artesãos, os quais depois foram objeto de retenções por via fiscal, ou sofreram a forma de agiotagem moderna dos ‘créditos ao consumidor’; por fim, depois de quarenta anos, salários diferidos guardados nos fundos privados de aposentadoria, mas cuja natureza se modifica ao entrarem na esfera financeira, tornando-se massas em busca de rentabilidade máxima”. (François CHESNAIS, *A mundialização do capital*, p. 241).

<sup>330</sup> Sobre o assunto, destacamos o escrito de Joseph E. STIGLITZ in *O preço da desigualdade*. Lisboa: Bertrand Editora, 2013.

<sup>331</sup> Em 1963, quando os bancos possuíam uma regulamentação específica enquanto os outros intermediários não tinham tal regulamentação, Tobin traz que era arbitrário afirmar que uma companhia de seguro ou um fundo de mútuo era uma atividade não bancária, uma vez que ele se diferenciava apenas na profundidade e não no tipo de serviço realizado. (in “Commercial Banks as Creators of Money”. *Financial Markets and Economic Activity*, 1963, p. 10).

<sup>332</sup> Na oportunidade, expôs também que a capacidade de criar moedas seria limitada pela economia de risco de crédito e gestão de capital e a capacidade de mantê-las é limitada

Marx, ainda no século XIX, explicou que em uma relação de crédito entre o prestamista e o mutuário, os dois passam a depender da mesma soma de dinheiro, que passa a ter uma dupla existência como capital de duas pessoas.<sup>333</sup> E expôs que apenas o valor que estaria com o mutuário possuiria existência real, sendo o outro, o título com direito sobre o mesmo valor, seria um capital novo, de origem puramente bancária.<sup>334</sup>

Como bem destacado por Ferdinando Meacci, a partir desta concepção deriva o que a teoria marxista chama de capital fictício, o qual surge a qualquer momento que o capital dinheiro não é empregado nem na produção ou na circulação como duas fases distintas da reprodução da riqueza. Assim, diferentemente do crédito comercial, o capital fictício é inútil e, diferentemente do capital portador de juros, perigoso.<sup>335-336</sup>

---

pela eficácia da sua gestão de liquidez. James TOBIN. "Commercial Banks as Creators of Money". *Financial Markets and Economic Activity*, 1963, pp. 1-11.

<sup>333</sup> Contudo, o lucro não se duplicaria, sendo necessário que ambos os envolvidos repartissem o lucro. (Karl MARX. Coleção os Economistas. *O capital: crítica da economia política*. Volume III, Tomo I. Tradução de Régis Barbosa e Flávio R. Kothe. São Paulo: Abril Cultural, 1983, p. 265). Sobre quais seriam os capitais fictícios, Marx destaca o seguinte: "A maior parte do capital bancário é, portanto, puramente fictícia e consiste em títulos de dívidas (letras de câmbio), títulos de dívida pública (que representam capital passado) e ações (direitos sobre rendimento futuro). Não se deve esquecer que o valor monetário do capital que esses papéis representam – mesmo à medida que são direitos sobre rendimentos seguros (como no caso dos títulos da dívida pública) ou à medida que são títulos de propriedade de capital real (como no caso das ações) – é completamente fictício e que é regulado de modo a se desviar do valor do capital real que, pelo menos parcialmente, representam; ou onde representam mero direito a rendimentos e não capital, o direito ao mesmo rendimento se expressa num montante sempre variável de capital monetário fictício". (Karl MARX. *O capital: crítica da economia política*. Volume III, Tomo II, p. 13).

<sup>334</sup> Diferentemente do crédito comercial, o crédito bancário não possui qualquer relação direta com a compra e venda de mercadorias.

<sup>335</sup> E complementa: "(...) Como, entretanto, o 'capital dinheiro' deve sempre obtido um juro apesar de não obter (criar) um lucro (mais-valia), quando ele não é utilizado na reprodução (por exemplo, quando se torna um capital fictício), segue-se que o capital do comerciante não é uma forma de capital fictício. De fato, é verdade que o lucro obtido pelo capital do comerciante é, tanto quanto os juros pagos sobre capital portador de juros, uma dedução do lucro obtido pelo capital produtivo. Mas deveria ser notado que esta dedução é necessária no caso do capital do comerciante, enquanto é desnecessária nos casos de capital portador de juros e de capital fictício, e que enquanto o capital do comerciante pertence à categoria de capital como função, capital fictício pertence, juntamente com capital portador de juros, à categoria de capital como propriedade." Tradução livre do seguinte trecho: "(...) Since, however, money capital must always earn an interest although it does not earn (create) a profit (surplus-value) when it is not employed in reproduction (i.e. when it becomes a fictitious capital), it follows that merchant's capital is not a form of fictitious capital. Indeed, it is true that the profit earned by merchant's capital is, as much as the interest paid on interest-bearing capital, a deduction from the profit earned by productive capital. But it should be noted that this deduction is necessary in

Contudo, não se pode afirmar que de nada serve o capital fictício. Na verdade, apesar de alguns defenderem que a proliferação de crédito decorrente dessa irrealdade possa potencializar a produção, entendemos que o referido capital traz consequências sociais, possivelmente, graves, como o desincentivo do próprio investimento na atividade produtiva com a consequente redução da quantidade de empregos (como já demonstrado); mas, sobretudo, o aumento irreal de riqueza para uma camada diminuta da sociedade. Por isso, apesar de não considerarmos como correta a sua conceituação de inútil, entendemos o seu significado, que seria a ausência de (ou com poucos) benefícios sociais.<sup>337</sup>

Como bem demonstrado na teoria de Marx, o movimento do capital fictício passa a ter autonomia em relação ao capital real, flutuando o seu valor de mercado de forma bastante independente, pois se está capitalizando rendimentos futuros em verdadeira inversão da ordem natural do capital real (no qual se determinaria o seu valor em período anterior ao rendimento). Em verdade, como bem destacado pelo doutrinador socialista, tal fato se comprova pela própria redução do valor do capital fictício (por exemplo, em tempos de

---

the case of merchant's capital while it is unnecessary in the cases of interest-bearing capital and of fictitious capital; and that while merchant's capital belongs to the category of capital as function fictitious capital belongs, along with interest-bearing capital, to the category of capital as property". (Ferdinando MEACCI. "Fictitious Capital and Crises". *Munich Personal RePEc Archive* - MPRA Paper No. 11761, publicado em 15 de janeiro de 2009, p. 5-6).

<sup>336</sup> Trata-se da interpretação do seguinte entendimento de Marx: "Com o desenvolvimento do capital portador de juros e do sistema de crédito, todo capital parece duplicar e às vezes triplicar pelo modo diverso em que o mesmo capital ou simplesmente o mesmo título da dívida aparece, em diferentes mãos, sob diversas formas. A maior parte desse "capital monetário" é puramente fictícia". (Karl MARX, *O capital: crítica da economia política*, Volume III, Tomo II, 14).

<sup>337</sup> Conscientes da ideia de capital fictício inútil e perigoso, vale destacar a diferença trazida por François Chesnais entre os investimentos estrangeiros no século XIX e os atuais: "No século XIX, quando ou poupadores privados dos países mais ricos subscreviam títulos de dívida pública emitido por estados estrangeiros, podia-se considerar que uma "riqueza" estava sendo transferida. No caso dos euromercados, créditos foram criados como que por encanto, dentro de uma rede fechada de bancos ligados entre si pelo emaranhado de suas posições devedoras e credoras, e oferecidos aos países em desenvolvimento. Não houve nenhuma transferência de poupança que tenha provocado algum 'sacrifício' dos consores de empréstimo." (*In A mundialização do capital*, p. 255). Além disso, os investimentos diretos estrangeiros atuais são em níveis inferiores, bem mais concentrados e bem mais propensos a se "desvencilharem rapidamente".

crise), quando ele pouco se relaciona com o valor real que representam; mas, principalmente, relaciona-se com a solvência dos seus proprietários.<sup>338</sup>

Hoje, a multiplicação do capital de origem bancária está ampliada pela alavancagem decorrente dos produtos financeiros, uma vez que podem ser realizadas várias transações “a descoberto”, o que aumenta drasticamente as perdas, assim como os lucros.<sup>339</sup> Utilizando as palavras de Alan Greenspan, os níveis de valorização são “uma verdadeira exuberância irracional”.<sup>340</sup>

Quando essas irracionalidades ultrapassam certos limites, surgem as crises, numa tentativa de chegar mais próximo dos valores racionais.<sup>341</sup>

E tal crise abrange todos os campos da economia; pois, como já expressamos, a autonomia do capital financeiro é apenas relativa. Seu crescimento se dá através de relações internas desapegadas à economia

---

<sup>338</sup> Karl MARX. *O capital: crítica da economia política*, Volume III, Tomo II, pp. 11 - 13; e p. 31.

<sup>339</sup> Como meio para a alavancagem, podemos citar o comum emprego dos diversos produtos financeiros sobre divisas, taxas de juros ou índices, através dos quais, com o emprego de um reduzido montante, consegue-se movimentar somas bem superiores, sempre apostando na tendência evolutiva das cotações (seja cambiais, seja das taxa de juros, seja de um índice específico), de forma a aumentar deliberadamente a exposição dos elementos do balanço aos riscos de variação de tais taxas e índices ou, mesmo, a assumir posições independentes de qualquer transação real.

<sup>340</sup> “É evidente que a inflação baixa sustentada implica menos incerteza sobre o futuro, e os prêmios de baixo risco implicam preços mais elevados de ações e de outros ganhos de ativos. Podemos ver que na relação inversa exibida pela razão preço/lucro e a taxa de inflação no passado. Mas como sabemos quando exuberância irracional tem escalado indevidamente valores dos ativos, que então se tornaram sujeitos a contrações inesperadas e prolongadas, como eles têm escalado, no Japão, na última década?” Tradução livre do seguinte trecho: “Clearly, sustained low inflation implies less uncertainty about the future, and lower risk premiums imply higher prices of stocks and other earning assets. We can see that in the inverse relationship exhibited by price/earnings ratios and the rate of inflation in the past. But how do we know when irrational exuberance has unduly escalated asset values, which then become subject to unexpected and prolonged contractions as they have in Japan over the past decade?” (“The Challenge of Central Banking in a Democratic Society”, *in the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research*, Washington, D.C. em 05 de dezembro de 1996. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm>>. Último acesso em 31 de março de 2014). Sobre o assunto, conferir Robert J SHILLER. *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000.

<sup>341</sup> Nesse sentido, Karl Marx ainda no século XIX destacou: “Enquanto o caráter social do trabalho aparecer como existência monetária da mercadoria e por isso, como uma coisa fora da produção real, as crises monetárias, independentemente de crises reais ou como seu agravante, são inevitáveis” (Karl MARX, *O capital: crítica da economia política*, Volume III, Tomo II, 49).



produtiva, mas os valores lá constantes possuem direta relação com esta, representando bens e riquezas e que estão entrelaçadas com a produção real. Assim, quando ocorrem as crises, a economia como um todo é afetada, ocasionando desemprego, aumento da pobreza e as consequências decorrentes desta.

Enfim, o que impõe concluir, neste ponto, é que, baseado em uma pequena parcela da economia real, houve verdadeiro inchaço da esfera financeira, que deixa em segundo plano o financiamento da economia produtiva, criadora de empregos.<sup>342</sup> Contudo, as consequências danosas decorrentes desse inchaço possui estreita relação com a economia real, uma vez que a referida autonomia é apenas relativa.

---

<sup>342</sup> Nesse sentido: “é só do investimento que pode nascer o emprego; é o investimento que ajuda a determinar, no longo prazo, o ritmo da criação de riquezas.” (François CHESNAIS. *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998, p. 14)



### 3. O combustível da Especulação: o êxito da alquimia.

Além da formação do próprio instinto dos indivíduos, ou seja, além de decidir qual é a ventura buscada pelas pessoas – de forma paradoxalmente escancarada e imperceptível –, encorajando o predomínio da sede de riqueza e de avareza como paixões absolutas,<sup>343</sup> a notícia/imprensa (em sentido amplo) desempenha um papel de extrema importância na bolha especulativa, pois ela avultava ainda mais a irracionalidade dos seus seguidores com informações favoráveis à especulação.

Temos incontáveis exemplos disso, como nas notícias contadas sobre o capitão William Phipps em 1687, que havia encontrado um navio espanhol naufragado cheio de tesouros e que gerou uma distribuição de dividendos de mais de 10.000% (dez mil por centos) ao fundo acionário que financiara a sua expedição, ocasionando uma gigantesca corrida para investimento em empresas de busca de riquezas nos oceanos, inflando o preço das ações de tais empresas em 500% (quinhentos por cento).<sup>344</sup> Da mesma forma, os jornais do período dos séculos XVIII (na bolha de Mississipi e na bolha da South Sea), XIX (na bolha das companhias mineradoras da América do Sul, como na bolha das ferrovias de 1844, onde se destacam os vários jornais ferroviários – principalmente, o *Railway Times*, mas também o *Iron Times*, *Railway Express*, *Railway World*, *Railway Examiner*, *Railway Globe*, *Railway Standard*, *Railway Mail*, *Railway Engine*, *Railway Telegraph*, *Shareholders Advocate*, *Railway Director*, *Railway Register*, *Railway Review*, *Railway*

---

<sup>343</sup> Relacionando a ostentação à crise especulativa: “Nos primórdios históricos do modo de produção capitalista — e cada parvenu capitalista percorre individualmente essa fase — predomina a sede de riqueza e a avareza como paixões absolutas. Mas o progresso da produção capitalista não cria apenas um mundo de prazeres. Ele abre com a especulação e o sistema de crédito milhares de fontes de súbito enriquecimento. Em certo nível de desenvolvimento, um grau convencional de esbanjamento, que é ao mesmo tempo ostentação de riqueza e, portanto, meio de obter crédito, torna-se até uma necessidade do negócio para o “infeliz” capitalista. O luxo entra nos custos de representação do capital. Além do mais, o capitalista não se enriquece, como o entesourador, em proporção a seu trabalho pessoal e seu não-consumo pessoal, mas na medida em que ele extrai força de trabalho alheia e impõe ao trabalhador a renúncia a todos os prazeres da vida”. (Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. v. I, tomo 2. São Paulo: Nova Cultural, [1867] 1996, p. 226)

<sup>344</sup> Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder: Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, p. 52-3.

*Chronicle, Railway Record, John Herapath's Railway Journal e Railway Gazette*)<sup>345</sup> e XX (na crise de 1929).<sup>346</sup>

Na especulação, o papel da informação e da notícia passa por conferir a (falsa) crença de confiança aos especuladores (ou de retirar a confiança), dando a percepção de que estão agindo de forma racional ou também produzindo impulsos à irracionalidade especulativa. Em outros termos, as notícias difundidas pelos canais próprios funcionam como combustível da especulação.<sup>347</sup>

Inclusive, bem ressalta Alfred Marshall que, quando a confiança é formada simplesmente por rumores, a desconfiança será ignorante e feroz, ultrapassando as figuras das pessoas imediatamente envolvidas nas transações e trazendo consequências violentas para os sistemas financeiros envolvidos. Em função da importância, vejamos nas suas próprias palavras:

Os males da negociação irresponsável são sempre aptos a se espalhar além das pessoas imediatamente envolvidas (...) quando rumores se ligam ao crédito de um banco, causam um estouro selvagem de pessoas vendendo todos os títulos que possam ter; sua confiança foi ignorante, sua desconfiança será ignorante e feroz. Tal corrida muitas vezes levou à falência um banco que poderia lhes pagar gradualmente. A falência de um deles faz a desconfiança se espalhar entre outros e põe abaixo bancos realmente sólidos; como um incêndio se espalha de uma casa de madeira para outra até que mesmo os prédios à prova de fogo sucumbam a uma grande conflagração.<sup>348</sup>

---

<sup>345</sup> “A criatura mais repreensível na mania das ferrovias era o “Especulador da Imprensa” (Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder: Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, p. 160).

<sup>346</sup> Explicando como se impulsionavam as crises especulativas no século XIX, vejamos Chancellor: “Vários meios foram empregados para pôr em prática esse ‘logro’: exigia-se apenas um pequeno depósito sobre ações novas, espalhavam-se boatos para atrair novos participantes ao mercado, empregavam-se corretores para manipular os preços das ações e pagava-se a jornalistas para elogiar as empresas nas colunas sobre o ‘mercado financeiro’ que haviam aparecido recentemente nos jornais. O editor do Morning Chronicle acusou seus colegas editores de destruir sua integridade de jornalistas aceitando ações de muitos dos novos esquemas (...)”. (Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder: Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, p. 131-132)

<sup>347</sup> “a confiança de um país, ou de qualquer outro grande grupo, tende a girar em torno de histórias”. (George A. AKERLOF; Robert J. SHILLER. *Animal Spirits*. Princeton: Princeton University Press, 2009, p. 58)

<sup>348</sup> Tradução livre do seguinte trecho: The evils of reckless trading are always apt to spread beyond the persons immediately concerned.... When rumours attach to a bank's credit, they make a wild stampede to exchange any of its notes that they may hold; their trust has been

E, como demonstrado anteriormente (como nas bolhas de Mississipi e da South Sea, como na crise de 1929), por finalidades distintas do objetivo do bem comum, vários políticos incendeiam a especulação com seus pronunciamentos favoráveis ao momento especulativo, passando a trazer as consequências advindas da especulação para o próprio governo estatal, como bem ressaltou Keynes quando discorreu sobre a crise de 1929.<sup>349</sup>

Assim, as informações e notícias afetam completamente o comportamento dos especuladores, que estão ansiosos para evitar a perda de qualquer valor, bem como estão ansiosos para lucrar um valor qualquer da forma mais rápida possível. E como “tempo é dinheiro”, seus movimentos tendem a serem rápidos e pouco refletidos. Assim, com a chegada de uma informação boa ou ruim sobre determinado investimento, sua atitude deve ser a mais rápida possível (ou melhor, antes dos outros), a fim de seus ganhos serem os maiores (altista) ou suas perdas serem as menores (baixista) possíveis.

Portanto, a “confiança e a desconfiança podem ser tão contagiosos como doenças”, disseminando-se na mais alta velocidade do mundo moderno da comunicação instantânea.<sup>350</sup> Então, as informações e notícias acabam influenciando na formação de uma espécie de realidade alternativa para o mercado – principalmente, quando relacionados de valor de difícil estipulação, apesar de serem inúmeros os casos de bolhas sobre bens comuns. Assim, em consonância com a ideia de reflexividade proposta por Soros, os

---

ignorant, their distrust is ignorant and fierce. Such a rush often caused a bank to fail that might have paid them gradually. The failure of one caused distrust to rage around others and to bring down banks that were really solid; as a fire spreads from one wooden house to another until even fireproof buildings succumb to the blaze of a great conflagration. (Alfred MARSHALL. *Money credit and commerce*. London: Macmillan, [1923] 1929, p. 307).

<sup>349</sup> Em uma de suas mais famosas citações: “Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser malfeito.” (John Maynard KEYNES. *Os Economistas: A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural Ltda., p. 168).

<sup>350</sup> Nesse sentido: “A difusão de histórias segue um modelo de disseminação de epidemias. Elas assemelham a vírus e se espalham por propaganda boca a boca, como que por contágio. (...) A confiança e a desconfiança podem ser tão contagiosos como doenças”. (George A. AKERLOF; Robert J. SHILLER. *Animal Spirits*. Princeton: Princeton University Press, 2009 – *O Espírito Animal: como a psicologia impulsiona a economia e a sua importância para o capitalismo global*. Trad. Port. Afonso Celso de Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, pp. 59-60).

especuladores acabam por alterar a “realidade” do mercado, para conferir fundamento para aquilo por eles especulado. Seriam as chamadas profecias autorrealizáveis (ou destruidoras) dos investimentos. Nesse sentido, vejamos as palavras do próprio George Soros:

"O meu ponto é que há ocasiões em que o viés afeta não apenas os preços de mercado, mas também os chamados fundamentos. É quando a reflexividade se torna importante. Não acontece o tempo todo, mas quando isso acontece, os preços de mercado fluem em um padrão diferente. Eles também desempenham um papel diferente: não refletem apenas os chamados fundamentos; eles próprios se tornam um dos fundamentos que moldam a evolução dos preços. Esta relação recursiva torna a evolução dos preços indeterminada e a evolução dos preços indeterminada e o chamado preço de equilíbrio irrelevante." <sup>351</sup>

De forma mais simplificada, isso significa que o valor de um ativo, pelos seus próprios fundamentos, não deveria aumentar; contudo, em função da atuação dos especuladores que investiram nele, ele começará a ser observado de outra maneira por outros investidores – de uma forma mais atrativa –, o que acaba alterando o seu valor, ou seja, aumentando de fato.

Importante destacar que o próprio Soros afirmou que chega a um momento em que o “mundo paralelo” fica tão distante do “mundo real” que ocorre a quebra e “as pessoas são forçadas a reconhecer que um equívoco está envolvido”. <sup>352</sup>

E, em função da concentração de capital pelos conglomerados econômicos – cada vez maiores –, para a concretização das profecias autorrealizáveis (ou destruidoras de investimentos) não se necessitam de muitos envolvidos. Ainda bem antes da grande concentração de renda

---

<sup>351</sup> Tradução livre do seguinte trecho: “My point is that there are occasions when the bias affects not only market prices but also the so-called fundamentals. This is when reflexivity becomes important. It does not happen all the time but when it does, market prices flow a different pattern. They also play a different role: they do not merely reflect the so-called fundamentals; they themselves become one of the fundamentals which shape the evolution of prices. This recursive relationship renders the evolution of prices indeterminate and the so-called equilibrium price irrelevant.” (George SOROS. *The alchemy of finance: reading the mind of the market*. New York: John Wiley & sons, Inc., 1994).

<sup>352</sup> “Eventually, market expectations become so far removed from reality that people are forced to recognize that a misconception is involved.” (George SOROS. “Fallibility, reflexivity, and the human uncertainty principle”. *Journal of Economic Methodology* 20(4): 309-329, p. 323).

promovida pela liberalização financeira, “no início dos anos 70, um relatório do Senado americano procurou responder às acusações de que as multinacionais teriam participado dos ataques especulativos contra determinadas moedas. Conclui que, embora seja impossível aceitar essa acusação em bloco, o montante das somas suscetíveis de serem acionadas é tão alto, que basta um pequeno número de grandes grupos tenham comportamento especulativo, para desencadear uma crise. Detalha que, em 1969, quando das grandes ofensivas contra a libra esterlina, os ativos de curso prazo das multinacionais americanas, detidos essencialmente por suas filiais no exterior, representavam cerca de 40% do total de ativos aplicados nos mercados. Na época, bastaria que 1% do total de ativos se comportasse de maneira agressiva, para detonar uma crise financeira de primeira grandeza (US Senate, 1973, p. 539)”.<sup>353</sup>

Da mesma forma, no início dos anos 90, o Fundo Monetário Internacional (FMI), em um estudo sobre ataques especulativos realizado em 1992, destacou a atuação dos especuladores era restrita a três grupos: O primeiro grupo seria formado pelos trinta maiores bancos e um pequeno número de corretoras de valores. Sendo que em torno de 40% (quarenta por cento) da especulação realizada nos principais centros financeiros era realizada pelos dez maiores bancos. O segundo grupo era formado por fundos especulativos especializados (Hedge Funds ou fundos de cobertura de riscos). E o terceiro grupo seria formado por investidores institucionalizados e por departamentos financeiros de grupos empresariais (fundos de pensão e fundos de mútuos).

Assim, sem nem mesmo a necessidade de um acordo entre tais grupos, em função do grande poderio financeiro de cada um deles, suas atividades especulativas geram grande influência no mercado, tornando aquilo que não real bem próximo da realidade. Então, a proposta realizada por esses grupos, passa a ser seguida pelo restante da manada o mais rápido possível, na busca

---

<sup>353</sup> François CHESNAIS. *A mundialização do capital*. Tradução Silvana Finzi Foá – São Paulo: Xamã, 1996, p. 278.

por tirar o maior proveito, tornando aquela ilusão inicial em realidade. É aquilo chamado por Soros como “êxito da Alquimia da finança”.<sup>354</sup>

Agora imagine que se, além desse grupo influente detentor de grande concentração de capital, existisse uma forma de se divulgar uma informação que geraria forte confiança nos seus seguidores no sentido de guiá-lo a investimentos específicos e que tal informação tivesse uma repercussão tão forte que seu conteúdo fosse tido por inquestionável, tendo até imposição legislativa para segui-las. Imagine também – somando-se a isso – que tais informações abrangessem um sem número de indivíduos, guiando-os a um investimento específico, selecionado por tal notícia. Certamente, seria como jogar um posto de gasolina na chama da especulação, criando labaredas gigantescas.

E agora se soubéssemos que isso tudo existe e que quem apresenta tais informações são financiados pelos próprios avaliados, que, em regra, é parte daquele grupo influente a pouco mencionado. No mínimo, seria estranho não? Pois bem, vamos analisar agora as conhecidas agências de notação de risco.

### **A) As agências de cotação de risco (agências de *rating*):**

#### **I. As agências de notação de riscos (agências de *rating*)<sup>355</sup> e os problemas que giram em seu entorno**

---

<sup>354</sup> Conferir George SOROS. *The alchemy of finance: reading the mind of the market*. New York: John Wiley & sons, Inc., 1994.

<sup>355</sup> O conceito de agências de rating ou de notação de riscos já foi positivado no âmbito da União Europeia, como se pode observar pelo art. 3º, n.º 1, alínea a), do Regulamento (CE) 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009, através do qual pode-se afirmar que notação de risco é “um parecer relativo à qualidade de crédito de uma entidade, de uma obrigação de dívida ou obrigação financeira, de títulos de dívida, de acções preferenciais ou outros instrumentos financeiros, ou do emitente de tais obrigações de dívida ou obrigações financeiras, títulos de dívida, acções preferenciais ou outros instrumentos financeiros emitidos através de um sistema de classificação estabelecido e definido com diferentes categorias de notação.”



É de pleno conhecimento que o sucesso das agências de *rating*, assim como o próprio sistema monetário, baseia-se na confiança. Tal confiança foi sendo forjada desde o século XIX, principalmente quando Henry Varnum Poor publicou *History of the Railroads and Canals of the United States* (1860) e o primeiro volume anual do *Poor's Manual of the Railroads of the United States* (1868), fornecendo o máximo de informações e estatísticas financeiras sobre as companhias ferroviárias dos Estados Unidos;<sup>356</sup> e quando John Moody publicou *Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities* (1900), onde fornecia informações e estatísticas de ações e obrigações de instituições financeiras.<sup>357</sup> Os anos posteriores às publicações destes manuais foram de pleno reconhecimento e notoriedade aos seus autores, que, já antes da 1ª Grande Guerra do Século XX, iniciaram a constituição de agências especializadas na notação do risco dos créditos.

Até a década de 70, as agências de *rating* trabalhavam basicamente utilizando informações disponíveis ao público para realizarem suas avaliações sobre a credibilidade das empresas, sendo as suas remunerações decorrentes do pagamento daqueles interessados em ter acesso à análise do mercado realizada pelas agências antes de realizar o seu investimento. Era o modelo chamado “assinatura paga”.<sup>358</sup>

A credibilidade e confiança conferida às agências se tornaram tamanhas que a Comissão de Valores Mobiliários estadunidense (*Securities and Exchange Commission* – SEC) decidiu conferir especial *status* de Organizações de *Rating* Reconhecidas Nacionalmente (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*) às principais agências dos Estados Unidos da América.<sup>359</sup> O que, convenhamos, além de servir como uma verdadeira barreira

---

<sup>356</sup> History of Standar & Poor's. Disponível em: <<http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>>. Último acesso em 07.04.2013.

<sup>357</sup> Moody's History: A Century of Market Leadership. Disponível em <<http://www.moody's.com/Pages/atc001.aspx>>. Último acesso em 07.04.2013.

<sup>358</sup> Raquel García ALCUBILLA; Javier Ruiz Del POZO. *Credit Rating agencies on the Watch List: analysis of european regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 4.

<sup>359</sup> Nesse sentido: Robert D. PILIERO, Esq., Butzel LONG. *Westlaw Journal Derivatives. The credit rating agencies: Power, responsibility and accountability*. Publicado em 07 de julho de 2012. Disponível em: <[http://newsandinsight.thomsonreuters.com/Legal/Insight/2012/07\\_-\\_Jul](http://newsandinsight.thomsonreuters.com/Legal/Insight/2012/07_-_Jul)>. Último acesso em 03.03.2013.

de acesso ao mercado de novas agências, privilegiando e conferindo o mercado quase que exclusivamente àquelas agências detentoras do “título” atribuído pelo órgão estatal, conferiu um respaldo estatal às agências.

Talvez por esse impulso de confiança dado pelo Estado, *as maiores agências de rating* passaram a cobrar valores dos emissores e dos investidores pela análise das emissões a pedido dos mesmos, o que deu início ao criticado método emitente-pagador.<sup>360</sup>

A justificativa para a mudança, segundo a própria Moody's, foi que “os emitentes devem pagar pelas classificações objetivas de valor substancial que representam em termos de acesso ao mercado. Além disso, reconheceu-se que a crescente complexidade dos mercados de capital demandam pessoal em níveis mais elevados de compensação do que poderia ser recebida a partir de assinaturas de publicação sozinhas.”<sup>361</sup>

Então, com a injeção de confiança depositada pela maior potência capitalista às notações realizadas pelas agências, a vida dos investidores pareceu facilitada na análise do mercado: antes de investir se tornava regra, primeiramente, decorrente do bom-senso e, posteriormente, decorrentes dos

---

<sup>360</sup> Sobre o problema da imparcialidade das agências de rating, além de inúmeros trabalhos, interessante observar o a Resolução legislativa do Parlamento Europeu, de 16 de janeiro de 2013, sobre a proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o Regulamento (CE) n.º 1060/2009 relativo às agências de notação de risco (COM(2011)0747 – C7-0420/2011 – 2011/0361(COD)), onde há pleno destaque para a presente questão, vejamos trecho elucidativo: “O facto de as agências de notação de risco serem seleccionadas e remuneradas pela entidade que é objeto de notação (modelo emitente-pagador) gera conflitos de interesses inerentes . Este modelo incita as agências a emitirem notações de risco favoráveis ao emitente para assegurar a perenidade da relação comercial, assegurando assim a estabilidade das suas receitas ou permitindo-lhe serviços e receitas adicionais. Além disso, as relações entre os acionistas das agências de notação de risco e as entidades que são objeto de notação podem desencadear conflitos de interesses que não estão suficientemente acautelados nas normas atuais, pelo que as notações de risco emitidas no âmbito do modelo emitente-pagador podem ser vistas como as notações que convêm ao emitente e não as de que o investidor necessita.”

<sup>361</sup> Tradução livre do seguinte trecho: “Also in the 1970s, the major rating agencies including Moody's began the practice of charging issuers as well as investors for rating services. The rationale for this change was, and is, that issuers should pay for the substantial value objective ratings provide in terms of market access. In addition, it was recognized that the increasing scope and complexity of the capital markets demanded staffing at higher levels of compensation than could be received from publication subscriptions alone.” (Moody's History: A Century of Market Leadership. Disponível em: <<http://www.moody.com/Pages/atc001.aspx>>. Último acesso em 07.04.2013).

contratos e até da lei (!!), buscar o entendimento de uma agência de *rating* para ver a confiabilidade do “crédito”.<sup>362</sup>

Assim, por imposição do mercado, dos contratos e da própria lei, como requisitos para realização de altas e importantes negociações, ser bem visto pelas agências de *rating* passou a ser necessário.

Tais agências tornaram-se tão influentes que os efeitos de suas notações passaram a ser comparadas ao poderio bélico do Estado dos Estados Unidos, em decorrência dos efeitos catastróficos que podem ocasionar à economia de várias nações, reduzindo o país à condição miserável, retirando o emprego e bem-estar da população, dentre outras coisas.<sup>363</sup>

Contudo, a maior ambiguidade decorre do fato de tais agências serem entidades privadas (apesar de exercerem, por alguns, reconhecidas funções públicas, de forte impacto econômico e com repercussões globais<sup>364</sup>) e suas principais fontes de sustento advirem dos emitentes que passaram a “pagar” altos valores pela opinião das agências de *rating* sobre suas emissões.<sup>365</sup>

Devido à ausência de regulamentação – por decorrência lógica da posição liberal ora dominante, que impunha a autorregulação – e devido à própria lógica capitalista, os emitentes na busca da melhor avaliação para

---

<sup>362</sup> Convém destacar que o termo crédito aqui utilizado é apenas um facilitador de entendimento, pois, como já mencionado, as agências de *rating*, segundo conceituação da IOSCO (Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários) apresenta opinião sobre a credibilidade de uma entidade, um compromisso de crédito, uma dívida ou uma dívida enquanto segurança ou de um emitente de tais obrigações.

<sup>363</sup> Thomas Friedman expressou o seguinte: “Existem duas superpotências no mundo em minha opinião: os Estados Unidos e a Moody’s. O primeiro pode destruir-te jogando bombas; o segundo, reduzindo o valor de suas obrigações. E, acredite em mim, não está claro, algumas vezes, quem é mais poderoso. Tradução livre do seguinte trecho: “There are two Superpowers in the world in my opinion. There`s the United States and there`s Moody`s Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody`s can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it`s not clear sometimes who`s more powerful.” (Entrevista de David Gergen a Thomas Friedman em *Free Market Society*, em 13 de fevereiro de 1996. Disponível em: <[www.pbs.org/newshour/gergen/friedman.html](http://www.pbs.org/newshour/gergen/friedman.html)>. Último acesso em 07.04.2013).

<sup>364</sup> Nesse sentido: Steven L. SCHWARCZ. *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*. University of Illinois Law Review, Vol. 2002, No. 1, 2002; Duke Law School, Public Law Working Paper No. 18. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=267273>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.267273>>, p. 2 e 3.

<sup>365</sup> O montante gira em torno de dois terços dos valores totais arrecadados pelas agências. (Raquel García ALCUBILLA; Javier Ruiz Del POZO. *Credit Rating agencies on the Watch List: analysis of european regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 7).

concretização dos seus fins, passaram a submeter suas emissões <sup>366</sup> à avaliação das principais agências, escolhendo permanecer com aquelas que melhor os avaliassem, numa atitude chamada de “*rating shopping*”. <sup>367</sup>

É evidente que as agências mais severas, que possuem critérios mais rígidos, passariam ser deixadas de lado na escolha dos emitentes para realizar suas avaliações. E, como tais agências estavam sendo remunerados pela sua análise, acabavam perdendo, desta forma, grande parcela dos seus lucros.

As críticas que vieram em decorrência desse modelo “emitente-pagador” são fortes. No parecer do Comitê Econômico e Social Europeu sobre a Proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o Regulamento (CE) n. o 1060/2009, de relatoria de Viliam Páleník, expõe claramente a preocupação de manobras especulativas ditadas pelos próprios efeitos do anúncio da notação, em decorrência da dependência do mercado às tais classificações. Vejamos trecho dessa preocupação:

1.11 O problema dos conflitos de interesse, que a proposta apresentada procura resolver através de algumas medidas, continua a ser uma questão fundamental em aberto. O CESE releva, contudo, uma vez mais que estas medidas não são suficientes para alcançar o objetivo estabelecido. O problema deve-se à aplicação do modelo «emitente-pagador», sobretudo no caso da emissão das notações solicitadas e da atribuição de notações a países. Notações e perspectivas de notação negativas das dívidas soberanas são vantajosas para os adquirentes das correspondentes obrigações emitidas em resultado das taxas de juro e dos prémios de risco mais elevados. Em certos casos, poderão surgir conflitos de interesse se esses adquirentes são também os «emitentes» que pagam às agências de notação de risco para notarem os seus instrumentos financeiros. <sup>368</sup>

---

<sup>366</sup> Em sentido convergente, também é possível constatar que a IOSCO (Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários) apresenta uma noção semelhante: “é uma opinião sobre a credibilidade de uma entidade, um compromisso de crédito, uma dívida ou uma dívida enquanto segurança ou de um emitente de tais obrigações, expressa através de um sistema estabelecido e definido de rating não sendo recomendações de compra, venda ou manutenção de qualquer título”. Cfr, THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE IOSCO, - Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. Disponível em: <www.IOSCO.org>.

<sup>367</sup> Sobre o assunto: Vasiliki SKRETA; Laura VELDKAMP. "Ratings shopping and asset complexity: A theory of ratings inflation," *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 56(5), julho, 2009, pp. 678-695.

Ainda, de forma mais resumida e citando tabela exemplificativa: Nomura Fixed Income Research. *Rating Shopping – Now the Consequences*. Edição de 16 de fevereiro de 2006.

<sup>368</sup> Ainda sobre o problema do emitente-pagador: “1.8. (...) É evidente que o emitente tem todo o interesse em obter a mais alta notação possível, o que faz duvidar de certo modo da independência da notação emitida, pois atrás desta avaliação esconde-se muitas vezes uma

Além disso, a imparcialidade das agências é questionada nas relações duradouras com as empresas emitentes, seja para evitar que os investidores considerem que o emitente está praticando o “*rating shopping*”, assim abrindo questionamentos sobre a solvabilidade do mesmo ou ainda pela criação de vínculos afetivos que ultrapassem a análise profissional, fazendo com que as agências se submetam aos desejos dos emitentes.

Entretanto, como se pode observar, mesmo com a necessária imparcialidade das agências de notação de risco bastante comprometidas, o mercado continuou (e continua) preso à plena confiança das suas avaliações.

Os motivos vão desde a grande liquidez do mercado, que gerou uma grande dissociação entre os verdadeiros fins creditícios e a preocupação com a situação da economia real, até a comum cegueira-eufórica do mercado especulativo e o comodismo na busca de novas alternativas.

A questão é que grandes e sucessivos erros de análise de risco foram sendo realizados pelas agências de notação de risco, os quais vêm retirando aquele vetor fundamental de sustentação das agências – a confiança – e geram questionamentos sobre a imparcialidade e consequente capacidade de prever (ou expor) futuros problemas.

Como exemplos de erros, o próprio parecer do CESE, de relatoria de Viliam Páleník, traz o seguinte:<sup>369</sup>

- em 1975, a cidade de Nova Iorque recebeu uma notação muito favorável na véspera de declarar falência (suspensão de pagamentos),
- um pouco mais tarde, a agência Standard and Poor’s garantiu aos investidores que o Orange County (Califórnia) se encontrava em boa situação económica e que estava a ser muito bem gerido, apesar de se terem desfeito em fumo 2 mil milhões de dólares devido a especulações

---

manobra especulativa ditada, no mínimo, pelo efeito causado pelo anúncio da notação”. (Parecer do Comité Económico e Social Europeu sobre a Proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o Regulamento (CE) n. o 1060/2009 relativo às agências de notação de risco [COM(2011) 747 final – 2011/0361 (COD) (2012/C 181/13)], de relatoria de Viliam PÁLENÍK).

<sup>369</sup> Parecer do Comité Económico e Social Europeu sobre a Proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o Regulamento (CE) n. o 1060/2009 relativo às agências de notação de risco COM(2011) 747 final – 2011/0361 (COD) (2012/C 181/13); Relator: Viliam PÁLENÍK.

com derivados. Posteriormente, a agência teve de responder a várias ações judiciais (2<sup>370</sup>),

— houve uma situação semelhante com o fundo de retorno absoluto Long Term Capital Management, do Bank of Credit and Commerce International (BCCI), da falência de seguradoras americanas e das falências fraudulentas da Enron, da Tyco, etc., e ainda no caso do Lehman Brothers (3<sup>371</sup>),

— antes da crise financeira, as agências chegaram mesmo a atribuir a classificação AAA aos derivados hipotecários mais suspeitos (subprimes), convencendo, assim, os investidores, por exemplo, os fundos de pensões, a comprá-los em massa (4<sup>372</sup>),

— antes do início da crise financeira, em 2008, as agências de notação de risco atribuíam unanimemente a melhor classificação a bancos e fundos que possuíam títulos sem qualquer valor, inventados pelos especuladores, como no caso da seguradora americana AIG (5<sup>373</sup>);

— por exemplo, em dezembro de 2009, a Standard and Poor's atribuiu a classificação A- à dívida grega, ou seja, a mesma que foi atribuída à Estónia, a qual se preparava para entrar na área do euro (6<sup>374</sup>).

Certamente, estas são apenas alguns exemplos daquelas que se distanciaram bastante da realidade e geraram a quebra já exposta anteriormente, pois muitas das avaliações que seriam equivocadas acabavam sendo concretizadas pela reflexividade levantada por Soros (demonstrada anteriormente), provocando profecias autorrealizáveis.

A crise de 2008 tentou trazer mudanças no status intocável das referidas agências. Diante da necessidade de encontrar um grande vilão para a crise a fim de se “solucionar” rapidamente o problema e dar continuidade à cegueira especulativa do grande capital, as agências de *rating* por sua “capacidade” comprometida acabam sendo a escolhida, sofrendo alteração da sua histórica proteção, primeiro, no campo político e, depois, no campo jurisprudencial.

## II. Contexto Atual

---

<sup>370</sup> Ibrahim WARDE, «Ces puissantes officines qui notent les Etats», *Le Monde diplomatique*, fevereiro de 1997.

<sup>371</sup> Marc ROCHE, «Le capitalisme hors la loi», *Éditions Albin Michel* 2011, p. 70.

<sup>372</sup> Joseph E. STILGITZ, «Le triomphe de la cupidité», *Les lignes qui libèrent* 2010, p. 166.

<sup>373</sup> Hervé KEMPF, «L'oligarchie ça suffit, vive la démocratie», *Éditions du Seuil*, Paris 2011, p. 72.

<sup>374</sup> Idem.

Ao se abrir o *The New York Times* na 2ª semana de fevereiro do ano de 2013, pôde-se observar o entusiasmo do influente jornal estadunidense com o ajuizamento da ação civil de recomposição de danos pelo Departamento de Justiça dos Estados Unidos em desfavor da importante agência de *rating* Standard & Poor's. Naquela semana, os seguintes trechos puderam ser absorvidos pelos leitores no mundo inteiro:

A crise financeira poderia nunca ter acontecido se as agências de notação de risco não tivessem concedido avaliações ostentosas (*stellar ratings*) para seguros de hipotecas tóxicas que inflaram a bolha.<sup>375</sup>

A bolha não teria acontecido sem [os atos praticados pela] Standard & Poor's e [por] seus pares.<sup>376</sup>

Precisamente, em 05 de fevereiro de 2013, no dia seguinte ao ajuizamento, o portal eletrônico do governo dos Estados Unidos disponibilizou a petição inicial, na qual se observa os fundamentos que dão sustento à acusação da prática de fraude nos chamados Títulos Lastreados em Hipoteca Residencial (RMBS) durante os anos que antecederam a crise financeira pela citada agência de *rating*.<sup>377</sup>

Em verdade, tratou-se da primeira ação ajuizada pelo governo federal contra uma agência de *rating* nos Estados Unidos. Antes de seu ajuizamento, na qual o governo dos Estados Unidos pretende recuperar parte dos gastos realizados para trazer uma maior estabilidade ao mercado, já eram grandes as manifestações públicas contra as agências de *rating*.

---

<sup>375</sup> Tradução livre do seguinte trecho: "The financial crisis could never have happened without the credit-ratings agencies issuing stellar ratings on toxic mortgage securities that inflated the bubble". *The New York Times*. Editorial. Opinion Pages. Publicado em 5 de fevereiro de 2013. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2013/02/06/opinion/standard-poors-stands-accused.html>>. Último acesso em 12.03.2013.

<sup>376</sup> Tradução livre do seguinte trecho: "The bubble would not have happened without S.& P. and its peers". (Floyd NORRIS. "Actions, S.&P. Risked Andersen's Fate". *In: Business Day of The New York Times*. Publicado em 7 de fevereiro de 2013. Disponível em: <[http://www.nytimes.com/2013/02/08/business/sp-may-have-tempted-arthur-andersens-fate.html?pagewanted=all&\\_r=0#h\[\]](http://www.nytimes.com/2013/02/08/business/sp-may-have-tempted-arthur-andersens-fate.html?pagewanted=all&_r=0#h[])>. Último acesso em 12.03.2013).

<sup>377</sup> Pode ser acessado no seguinte endereço: <<http://www.justice.gov/opa/pr/2013/February/13-ag-156.html>>. Último acesso em 12.03.2013)

Apesar disso, antes de 2012, o cenário jurisprudencial sempre foi bastante favorável às agências de notação, consoante bem expôs o confiante chefe executivo da McGraw-Hill, que controla a agência de *rating* S&P e também está no polo passivo da demanda, a ação do governo deve seguir o mesmo caminho dos outros 41 (quarenta e um) casos similares já derrubados na Corte de Justiça.<sup>378</sup>

De fato, nas ações pesquisadas antes desse período nas principais cortes norte-americanas, poucas foram as exceções que obtiveram resultado favorável ao demandante. É comum a consagração do conhecido argumento de que classificações realizadas pelas citadas agências são opiniões independentes, protegidas pela Primeira Emenda.<sup>379</sup>

Por isso, várias foram as discussões travadas sobre a necessidade de atribuir maior responsabilidade às agências de notação de risco com o objetivo de impor um maior esforço das mesmas em reduzir suas falhas, além da necessidade de conferir maior imparcialidade com o objetivo de trazer maior segurança ao mercado, impedindo novas crises especulativas.

Desde 2010, estava claro que ocorreria uma modificação do cenário jurisprudencial favorável às agências nos Estados Unidos.<sup>380</sup> E tal modificação começou com importantes atos políticos:<sup>381</sup>

---

<sup>378</sup> Stephen FOLEY. "McGraw-Hill says \$5bn S&P suit will fail". *Financial Services*. publicado em 12 de fevereiro de 2013. Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/0/083c85f4-7515-11e2-8bc7-00144feabdc0.html#ixzz2NTYyCjTD>>. Último acesso em 12.03.2013.

<sup>379</sup> A título de exemplo: *Ohio Police & Fire Pension Fund v. Standard & Poor's Financial Services*, 813 F. Supp. 2d 871 (S.D. Ohio 2011).

Outra defesa que tem sido bem sucedida das agências de classificação de crédito é que os investidores carecem de legitimidade para a fazer alegações contra eles por negligência ou fraude, uma vez que as suas opiniões sobre o risco de solvência foram emitidas exclusivamente em benefício daqueles que pagaram por eles. Nesse sentido: Robert D. PILIERO, Esq., Butzel LONG. Westlaw Journal Derivatives. *The credit rating agencies: Power, responsibility and accountability*. Publicado em 07 de julho de 2012. Disponível em: <<http://newsandinsight.thomsonreuters.com/Legal/Insight/2012/07 - Jul>>. Último acesso em 03.03.2013.

<sup>380</sup> Nesse sentido: Robert D. PILIERO, Esq., Butzel LONG. Westlaw Journal Derivatives. *The credit rating agencies: Power, responsibility and accountability*. Publicado em 07 de julho de 2012. Disponível em: <<http://newsandinsight.thomsonreuters.com/Legal/Insight/2012/07 - Jul>>. Último acesso em 03.03.2013.

<sup>381</sup> Convém lembrar que o Poder Judiciário estadunidense, apesar de ter grande respaldo da sociedade, é altamente político, pois a escolha dos magistrados, desde o primeiro



Em julho de 2010, o Congresso aprovou o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, que retirou o efeito de regras que davam suporte a interpretação (também consagrada jurisprudencialmente) que eximia de responsabilização civil as agências de *rating* por ofensa aos dispositivos da seção 11 do *Securities Act (1933)*, também aumentou a exposição passiva com base no dispositivo § 933 (b) (2) (B), abordou a questão dos conflitos de interesse, tentou impedir a prática de *rating shopping* pelos emissores e tentou reduzir a dependência de avaliações de crédito. As conclusões do Dodd-Frank Act, podem ser vistas no §913:

Na recente crise financeira, as avaliações sobre produtos financeiros estruturados provaram impreciso.

Essa imprecisão contribuiu significativamente para a má gestão de risco por parte das instituições financeiras e investidores, que por sua vez impactou negativamente a saúde da economia nos Estados Unidos e ao redor do mundo.

Tal imprecisão necessita de uma maior responsabilização por parte das agências de notação de crédito.<sup>382-383</sup>

---

grau, é inteiramente política, seja por eleição de candidatos inclusive com inscrição partidária, seja por escolha do chefe do Poder Executivo com posterior referendo do Poder Legislativo.

<sup>382</sup> Tradução livre do seguinte trecho: Dodd-Frank Act §913 (5) findings

"In the recent financial crisis, the ratings on structured financial products have proven to inaccurate."

"This inaccuracy contributed significantly to the mismanagement of risk by financial institutions and investors, which in turn adversely impacted the health of economy in the United States and around the world"

"such inaccuracy necessitates increased accountability on the part of credit rating agencies"

<sup>383</sup> Em 2012, o Competitive Enterprise Institute juntamente com o State National Bank of Big Spring, o estado do Texas e o 60 Plus Association ajuizaram uma demanda judicial no Tribunal de Distrito dos EUA no Distrito de Columbia, alegando a inconstitucionalidade das disposições de Dodd-Frank Act, numa tentativa de invalidar a lei, uma vez que a referida lei estaria atribuindo poderes sem precedentes e sem qualquer controle ao governo federal. Posteriormente, ainda integraram o polo ativo da ação vários outros estados americanos (Oklahoma, Carolina do Sul, Michigan, Kansas, Geórgia, Ohio, Nebraska, Montana e Virgínia Ocidental), que buscavam, em conformidade com os interesses das instituições financeiras, defenderem-se do abusivo poder concedido ao governo federal. Em 2013, a ação foi julgada improcedente pelo Juízo distrital por ausência de legitimidade ativa para propositura da demanda (State National Bank of Big Spring, et al. v. Lew, no. 12-01032, D.D.C, August 1, 2013), decisão que restou parcialmente confirmada pela Corte de Apelação do Circuito do Distrito de Columbia em julho de 2015, no sentido de confirmar a ausência de legitimidade dos Estados, mas reformar no sentido da legitimidade da instituição financeira para o ajuizamento

Em efeitos práticos, o *Dodd-Frank Act* busca a retirada, ao menos no campo legislativo e teórico, da necessidade de demonstrar o aspecto subjetivo na esfera da responsabilidade das agências de *rating*.<sup>384</sup>

No início do ano de 2011, após 18 (dezoito) meses de trabalho, foi publicado o relatório do inquérito sobre a crise financeira (*Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*) com mais de 600 (seiscentas) páginas através das quais se demonstram conclusões que também apontam os principais motivos para a crise, dentre elas – merecendo grande destaque – a atuação das agências de notação de risco de crédito, vejamos trechos da conclusão:

Concluimos que as falhas das agências de rating foram engrenagens essenciais na roda da destruição financeira.

(...)

Você também lerá [neste relatório] sobre as forças que trabalham por trás do colapso da Moody's, incluindo os modelos de computador falhos, a pressão exercida pelas empresas financeiras que pagaram pelas classificações, a unidade implacável por participação de mercado, a falta de recursos para fazer o trabalho, apesar de lucros recordes e a ausência de supervisão pública significativa. E você verá que sem a participação ativa das agências de rating, o mercado de títulos relacionados com hipotecas não poderia ter sido o que se tornou.<sup>385</sup>

---

da demanda. (State National Bank of Big Spring, et al. v. Lew, no. 13-5247, D.C. Cir, July 24, 2015).

<sup>384</sup> Fala-se aqui que ao menos no campo teórico porque a força das agências de *rating* são tamanhas que, logo que promulgada a lei, a SEC enviou uma carta de “não ação” inicialmente por seis meses e depois estendida para tempo indeterminado, devido à negativa das agências de *rating* de incluírem suas notações nos registros conforme previsto na lei, que poderiam responsabilizá-las de forma objetiva por má qualidade das mesmas, o que gerou uma crise no mercado, em especial, para as sociedades por cotas que necessitavam registrar seguros lastreados em ativos. Inclusive, já foi aprovado na Câmara estadunidense *Asset-Backed Market Stabilization Act of 2011* (H.R. 1539), que retornaria ao sistema de responsabilidade anterior ao *Dodd-Frank Act*.

<sup>385</sup> Tradução livre do seguinte trecho: “We conclude the failures of credit rating agencies were essential cogs in the wheel of financial destruction”

(...)

“You will also read about the forces at work behind the breakdowns at Moody's, including the flawed computer models, the pressure from financial firms that paid for the ratings, the relentless drive for market share, the lack of resources to do the job despite record profits, and the absence of meaningful public oversight. And you will see that without the active participation of the rating agencies, the market for mortgage-related securities could not have been what it became.” (Conclusions of the Financial Crisis Inquiry Report. Final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the united states. Official

Em trecho bem explicativo, demonstrou-se bem a relação existente entre as classificações dadas pelas agências e seus interessados:

As agências de rating foram essenciais para o bom funcionamento do mercado de títulos lastreados em hipotecas. Emissores precisavam deles para aprovar a estrutura de seus negócios, os bancos precisavam suas avaliações para determinar o montante de capital a realizar; mercados compromissados precisavam das suas classificações para determinar os termos do empréstimo, alguns investidores podiam comprar títulos apenas com uma classificação triplo A, e o julgamento das agências foi formado em acordos colaterais e outros contratos financeiros.<sup>386</sup>

Apesar de o foco do inquérito apresentado ter sido todo relacionado à Moody's Investors Service e vários jornais noticiarem que existirão novas ações contras as principais agências de rating, interessante observar que a ação foi, primeiramente, proposta contra S&P. Ponto que parece ser relevante para a presente questão pode ser o fato de que, em agosto do mesmo ano (2011), a Standar & Poor's (S&P), em decisão inédita,<sup>387</sup> reduziu a nota de crédito estadunidense de AAA para "AA+", em decorrência do alto nível de endividamento.

Os reflexos dessa exposição e enfraquecimento político, pode ser visto já em 2012, quando houve grande repercussão da decisão da Corte de *Southern District de New York*, no Case 1:09-cv-08387-SAS, que entendeu pela procedência da reclamação de *King County, Washington* e *Iowa Student Loan Liquidity Corporation*, contra *IKB Deutsche Industriebank AG*, *IKB Credit*

---

government edition. Submetido por Pursuant to Public Law 111-21. Janeiro, 2011, p. XXV. Disponível em <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>>. Último acesso em 12.03.2013).

<sup>386</sup> Tradução livre do seguinte trecho: The rating agencies were essential to the smooth functioning of the mortgage-backed securities market. Issuers needed them to approve the structure of their deals; banks needed their ratings to determine the amount of capital to hold; repo markets needed their ratings to determine loan terms; some investors could buy only securities with a triple-A rating; and the rating agencies' judgment was baked into collateral agreements and other financial contracts. ("The Financial Crisis Inquiry Report. Final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States". Official government edition. Enviado de acordo com a lei pública 111-21. Janeiro, 2011, p. 118.. Disponível em: <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>>. Último acesso em 12.03.2013).

<sup>387</sup> Das agências de Rating norte-americanas, pois a agência de Rating chinesa Dangong Global já havia reduzido a nota de risco dos EUA de A+ para A uma semana antes.

Asset Management, GMBH, Moody's Investors Service, INC., Moody's Investors Service Limited, The McGraw Hill Companies, INC. (d/b/a Standard & Poor's Ratings Services), Fitch, INC., Morgan Stanley & CO. Incorporated, and Morgan Stanley & CO. International Limited, ou seja, contra as principais agências de *rating* e um banco alemão que tinha grande influência sobre as agências. Em tal julgado, restou decidido que as avaliações questionáveis não eram opiniões, mas deturpações (informações falsas, imprecisões), uma vez que restou desenvolvido, em 60 (sessenta) laudas, que as notações foram feitas com o objetivo de induzir o grupo de investidores a realizarem tais investimentos.<sup>388</sup> Vejamos nas palavras da magistrada:

Independentemente de seus papéis históricos, as agências de rating não se limitaram meramente a proferir classificações de risco; antes, elas estavam profundamente entrelaçadas na criação e operação da Rhinebridge.(...)

Além disso, as agências de rating sabiam que suas classificações eram falsas ou enganosas, porque: (1) tiveram acesso a informações confidenciais sobre os activos detidos por Rhinebridge; (2) tinham conhecimento indisponível para o público sobre os pressupostos e metodologias utilizadas na classificação do SIV e (3) sabiam que, embora o objetivo de um SIV seja a aquisição de ativos de alta qualidade tornando-o digno de uma "avaliação superior", o SIV Rhinebridge havia incluído ativos hipotecários tóxicos de baixa qualidade.<sup>389</sup>

---

<sup>388</sup> Tal decisão de 04 de maio de 2012, documento 244 do Case 1:09-cv-08387-SAS, que pode ser encontrada no seguinte endereço eletrônico: <<http://dealbreaker.com/uploads/2012/05/King-County-v.-IKB-Deutsche-Industriebank-ruling-May-2012.pdf>>. Último acesso em 26.02.2013.

<sup>389</sup> Tradução livre do seguinte trecho: "Regardless of their historical roles, the Rating Agencies did not merely provide ratings; rather, they were deeply entrenched in the creation and operation of Rhinebridge". (...)

Moreover, the Rating Agencies knew that their ratings were false or misleading because they: (1) had access to confidential information about the assets held by Rhinebridge; (2) had knowledge unavailable to the public regarding the assumptions and methodologies used in rating the SIV; and (3) knew that, although the goal of an SIV is to acquire high-quality assets making it worthy of a "Top Rating," the Rhinebridge SIV included low-quality toxic mortgage-backed assets.(Decisão proferida em 04 de maio de 2012, documento 244 do Case 1:09-cv-08387-SAS, p. 12. Disponível em: <<http://dealbreaker.com/uploads/2012/05/King-County-v.-IKB-Deutsche-Industriebank-ruling-May-2012.pdf>>. Último acesso em 26.02.2013)..

Após a referida decisão, já se pode observar várias ações ajuizadas contras as agências de Rating, mas a que mais surpreendeu foi a ação já referida do governo federal contra a Standard & Poor's.<sup>390</sup>

Enquanto isso, o cenário europeu encontrava-se bastante similar. Em 16 de setembro de 2009, houve a aprovação do Regulamento (CE) n.º 1060/2009 relativo às agências de notação de risco,<sup>391</sup> que possui objeto similar ao *Dodd-Frank Act*, mas que, inicialmente, recebeu críticas por que carecia de uma maior atribuição de responsabilidade às agências. Tal responsabilização civil foi incluída com a proposta de alteração aprovada em 16 de janeiro de 2013.

392

---

<sup>390</sup> Mais a frente, buscamos analisar os argumentos jurisprudenciais, com suas virtudes e defeitos.

<sup>391</sup> O regulamento 1060/2009 possuía como objeto o seguinte: “O presente regulamento introduz uma abordagem regulamentar comum destinada a reforçar a integridade, a transparência, a responsabilidade, o bom governo e a independência das atividades das agências de notação de risco, contribuindo para a qualidade das notações de risco emitidas na União, e dessa forma para o funcionamento eficiente do mercado interno, garantindo simultaneamente um elevado nível de proteção dos consumidores e dos investidores.”

“O presente regulamento define condições para a emissão de notações de risco e normas aplicáveis à organização e à conduta das agências de notação de risco, incluindo os respectivos acionistas e membros, a fim de promover a sua independência, evitar conflitos de interesses e consolidar a proteção dos consumidores e dos investidores.”

“O presente regulamento estabelece ainda determinadas obrigações para os emitentes, entidades cedentes e patrocinadores estabelecidos na União no que diz respeito aos instrumentos financeiros estruturados”. (art. 1.º do Regulamento (CE) 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009, já após a alteração de 16 de janeiro de 2013).

<sup>392</sup> “O Regulamento (CE) n.º 1060/2009, com a redação que lhe foi dada em 2011, habilita a Comissão a adotar atos delegados no que diz respeito ao seguinte:

- Taxas a pagar à Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (ESMA) pelas agências de notação de risco (ANR) para o seu registo e supervisão (artigo 19.º, n.º 2,);
- Regras processuais relativas ao exercício dos poderes de imposição de multas ou de sanções pecuniárias compulsórias pela ESMA (artigo 23.º-E, n.º 7,);
- Medidas destinadas a especificar ou a alterar os critérios de equivalência dos regimes de países terceiros (artigo 5.º, n.º 6); bem como
- Alteração dos anexos do Regulamento (CE) n.º 1060/2009 (artigo 37.º).”

O relatório da comissão sobre o exercício do poder de adotar atos delegados conferidos à comissão nos termos do Regulamento (CE) n.º 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco, em 18/12/2014, foi enviada ao Parlamento Europeu e ao Conselho, não tendo mais alteração desde então.

### III. Indução do mercado pelas agências de rating. Modificação jurisprudencial do consagrado entendimento de que a atuação das agências seria “mera opinião”.

Como já rapidamente demonstrado, as agências de notação de risco possuíam muita força política e isso refletia na jurisprudência estadunidense que consagrava a ideia de ausência de responsabilidade civil das agências em relação aos efeitos gerados por suas equivocadas avaliações.

Como representação dessa força, em 1981, foi promulgada a Regra 436 (g), que excluía as agências de *rating* (NRSRO) da classificação da Seção 11 (a) (4) “especialistas” (“*experts*”) do *Securities Act* de 1933, o que, na prática, isentou as agências da responsabilidade civil objetiva decorrente da referida Seção, pois muito se tentou enquadrá-las nos outros itens dessa seção, mas não se obteve sucesso nas cortes norte-americanas.<sup>393</sup>

Como bem destacado pela doutrina norte americana, “na época, a Comissão de Valores Mobiliários estadunidense (SEC) identificou o propósito da regra 436 (g) como o de ‘excluir qualquer [agência de *rating*] cuja notação

---

<sup>393</sup> A seção 11 do *Securities Act* impõe responsabilidade objetiva por erros materiais ou omissões cometidos em declarações de registro protocoladas junto à Comissão de Valores Mobiliários estadunidense (Securities and Exchange Commission – SEC), sendo tal responsabilidade decorrente apenas para as pessoas listadas na seção 11 (a) desta lei, que incluem: (1) signatários da declaração de registro; (2) diretores ou sócios da emissora no momento da apresentação; (3) aqueles que consentirem em ser nomeados na declaração de registro como diretor ou sócio; (4) contadores ou outros especialistas que consentirem em ser nomeados para preparar ou certificar parte da declaração de registro e (5) os subscritores dos títulos em questão.

Tradução livre do seguinte trecho: Section 11(a) of the Act. These include: (1) signatories to the registration statement; (2) directors or partners of the issuer at the time of filing; (3) those consenting to be named in the registration statement as a director or partner; (4) accountants or other experts consenting to be named as preparing or certifying part of the registration statement; and (5) underwriters of the securities at issue.

Nesse sentido: Daniel D. EDELMAN; Rodney M. ZERBE. “Second Circuit Declines to Impose Securities Act Liability Against Rating Agencies”. *Financial Services Alert*. May.16.2011. Disponível em: <<http://www.crowell.com/NewsEvents/AlertsNewsletters/Financial-Services-Alert/Second-Circuit-Declines-to-Impose-Securities-Act-Liability-Against-Rating-Agencies>>. Último acesso em 09.04.2013.

Ainda: Frank PARTNOY. “Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective (July 6, 2009)”. *Council of Institutional Investors*, April 2009; San Diego Legal Studies Paper No. 09-014, p. 14. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1430608>>. Último acesso em 09.04.2013.

de segurança seja divulgada em uma declaração de registro de responsabilidade civil nos termos da Seção 11'.<sup>394</sup>

Nesse sentido, podemos observar na fundamentação trazida Corte do Distrito Federal de Houston, pronunciamento da Juíza Melinda Harmon, em 16 de fevereiro de 2005, no caso *Newby versus Enron Corporation*:

Depois de analisar a jurisprudência em relação à matéria de agências de notação de risco e uma série de relatórios e artigos de análise da lei, este Tribunal considera que, geralmente, as cortes de justiça não têm acolhido a responsabilização das agências de notação pela alegada negligência profissional ou fraude e que os demandantes não têm prevalecido no litígio contra elas. Além disso, há ainda uma exclusão legal [de responsabilidade] nos termos do *Securities Act* de 1933, pela Seção 11, às reclamações contra as agências de notação de crédito, como os três réus aqui que foram designados "Organizações de *Rating* Reconhecidas Nacionalmente" ou "NRSROs".<sup>395</sup>

Além dessa expressa disposição legal que impossibilitava a caracterização da responsabilização civil objetiva da *Securities Act* às agências de notação de risco de crédito, outro argumento que possuía grande acolhimento jurisprudencial para isentar de responsabilidade as agências é a da "liberdade de expressão" trazida pela Primeira Emenda estadunidense.<sup>396</sup>

Segundo as cortes norte-americanas, as agências de notação de risco deveriam se submeter ao mesmo tratamento dado às editoras de imprensa, pois suas cotações eram meras opiniões. Houve cortes ainda que

---

<sup>394</sup> Tradução livre do seguinte trecho: "At the time, the Securities and Exchange Commission identified the purpose of Rule 436(g) as "exclude[ing] any [rating agency] whose security rating is disclosed in a registration statement from civil liability under Section 11." ( Daniel D. EDELMAN; Rodney M. ZERBE. Second Circuit Declines to Impose Securities Act Liability Against Rating Agencies. *Financial Services Alert*. May.16.2011. disponível em: <<http://www.crowell.com/NewsEvents/AlertsNewsletters/Financial-Services-Alert/Second-Circuit-Declines-to-Impose-Securities-Act-Liability-Against-Rating-Agencies>>. Último acesso em 09.04.2013).

<sup>395</sup> Tradução livre do seguinte trecho: "After reviewing the case law regarding credit rating agencies and a number of reports and law review articles, this Court finds that generally the courts have not held credit rating agencies accountable for alleged professional negligence or fraud and that plaintiffs have not prevailed in litigation against them. Moreover, there is even a statutory exemption under the Securities Act of 1933 for Section 11 claims against credit rating agencies like the three Defendants here that have been designated 'nationally recognized statistical rating agencies' or 'NRSROs.'" (Newby v. Enron Corporation, 511 F. Supp. 2d 741 (S.D. Tex. Feb. 16, 2005) at 815-17).

<sup>396</sup> A primeira vez em que foi utilizado tal entendimento foi em 1923 no caso tão conhecido *Jaillet vs. Cashman*.

sustentassem que as notações praticadas pelas agências eram apenas opiniões que avaliavam o valor atual e não o valor futuro dos créditos.

Como demonstrativo da posição jurisprudencial favorável às agências de notação de risco, podemos citar o seguinte trecho representativo de algumas das mais importantes causas sobre a matéria:

As agências de *rating* foram processadas várias vezes por descumprimento [das obrigações notadas de forma equivocada], incluindo litígio de ação classista relacionadas ao descumprimento do Sistema de Abastecimento de Energia Pública de Washington (*Washington Public Power Supply System*) em 1983; reclamações relacionadas à falência do *Executive Life* em 1991; processo do Condado de Jefferson, Colorado, *School District* contra Moody's em 1995 e reclamações do Condado Orange, Califórnia, baseada em negligência profissional contra S&P em 1996. Contudo, o único elemento comum nesses casos foi que as agências de *rating* venceram.<sup>397</sup>

Certamente, a posição jurisprudencial estadunidense é totalmente passível de crítica. Considerar como meras opiniões os posicionamentos das agências de notação de risco de crédito é desconsiderar a total influência que as mesmas possuem no mercado financeiro mundial, é desconsiderar as manipulações especulativas que podem ocorrer por vontade das agências.<sup>398</sup>

Como já exposto, as notações de risco servem de base para grande parte dos investimentos de grande escala atualmente, sendo determinante para

---

<sup>397</sup> Tradução livre do seguinte trecho: Rating agencies were sued following a number of defaults, including class action litigation related to the Washington Public Power Supply System default in 1983; claims related to the Executive Life bankruptcy in 1991; a suit by the Jefferson County, Colorado, School District against Moody's in 1995; and claims by Orange County, California, based on professional negligence, against S&P in 1996. However, the only common element in these cases was that the rating agencies won. (Frank PARTNOY. "Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective (July 6, 2009)". *Council of Institutional Investors*, April 2009; San Diego Legal Studies Paper No. 09-014, p. 14. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1430608>>. Último acesso em 09.04.2013).

<sup>398</sup> Convém destacar que tal posicionamento foi afastado em alguns casos importantes, como, em 2003, no caso *American Savings Bank FSB v. UBS PaineWebber Inc.*, uma vez que o tribunal considerou que, quando a agência de notação de risco participa da própria estrutura da operação, não se limita a emitir uma opinião, pois fica condicionado pela sua participação. Também, em 2004, no caso *Commercial Financial Services, Inc. v. Arthur Andersen LLP*, restou decidido em sentido similar, afirmando a corte estadunidense que, quando se paga uma agência de *rating* para emitir uma notação, retira-se a imparcialidade de tal opinião, não merecendo permanecer ao abrigo da Primeira Emenda Constitucional estadunidense. Também, mais recentemente, em 2009, afastou-se a aplicação da Primeira Emenda no caso de a notação não ter como destinatário o público em geral, mas um pequeno grupo de investidores. (re *Abu Dhabi Commercial Bank*).



a tomada de decisões relacionadas a investidores, mutuários, emitentes e Estados, inclusive, sendo obrigatórias em grande parte dos investimentos por decorrências contratual ou mesmo legal.

Na exposição de motivos do Regulamento (CE) nº. 1060/2009, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009, podemos observar a importância de tais entidades para o Conselho Europeu, uma vez que “as instituições de crédito, sociedades de investimento, empresas de seguros e de resseguros, organismos de investimento colectivo em valores mobiliários (OICVM) e instituições de realização de planos de pensões profissionais podem utilizar essas mesmas notações de risco como referência para o cálculo dos seus requisitos de fundos próprios, para efeitos de solvência ou para o cálculo do risco das suas actividades de investimento. Assim, as notações de risco têm um impacto significativo no funcionamento dos mercados e na confiança dos investidores e dos consumidores”.<sup>399</sup>

Portanto, temos em mente que as notações de riscos promovidas por tais agências não são meras opiniões, uma vez que as mesmas promovem alterações sobre toda a economia. Principalmente, se considerarmos o nosso contexto atual, em que a economia encontra-se bastante fluida e especulativa, e, por isso, pode ocorrer uma grande movimentação do capital, devastação de empresas e países em decorrência de uma má “opinião” das agências que conhecem tão bem o mercado e possuem pleno conhecimento dos efeitos desencadeados por suas notações. Em outros termos, entendemos que tais notações são dotadas de poder de dirigir a economia como um todo.<sup>400</sup>

---

<sup>399</sup> Ponto (1) da exposição de motivos do Regulamento (CE) 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009.

<sup>400</sup> Em sentido similar, vejamos trecho da exposição de motivos da Resolução legislativa do Parlamento Europeu, de 16 de janeiro de 2013, sobre a proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o Regulamento (CE) n.º 1060/2009 relativo às agências de notação de risco (COM(2011)0747 – C7-0420/2011 – 2011/0361(COD)):

“As notações de risco, ao contrário das análises de investimento, não são simples opiniões sobre o valor ou o preço de um instrumento ou de uma obrigação financeira. As agências de notação de risco não são meros analistas financeiros ou consultores de investimento. As notações de risco têm valor regulamentar para os investidores sujeitos a regulamentação, como as instituições de crédito, as empresas de seguros e os outros investidores institucionais. Embora os incentivos à excessiva dependência relativamente às das notações de risco estejam a ser atenuados, as notações de risco ainda norteiam as estratégias de investimento, nomeadamente devido a assimetrias de informação e por motivos de

Em função disso, as modificações legislativas mais recentes giram em torno de retirar a força de tais agências, a fim de evitar manobras decorrentes da ausência de imparcialidade e trazer de volta “a paz e a tranquilidade desejada” ao mercado.<sup>401</sup>

Nos Estados Unidos, como já trazido, em julho de 2010, foi aprovado o *Dodd-Frank Act*, através do qual, na seção 939G, retirou efeito da Regra 436 (g),<sup>402</sup> que excluía a possibilidade de as agências de *rating* serem responsabilizadas objetivamente nos termos do *Securities Act*, por não se encaixarem no conceito de especialistas. Além disso, tal lei trouxe dispositivos através dos quais, agora, os “investidores podem processar as agências de notação de crédito, por consciente ou inconscientemente não conduzirem uma investigação razoável de fatos ou por não obter uma análise a partir de uma fonte independente”.<sup>403-404</sup>

---

eficiência. Neste contexto, as agências de notação de risco devem ser independentes e ser vistas como tal pelos intervenientes no mercado, e os seus métodos de notação devem ser transparentes e também considerados como tal”.

<sup>401</sup> Como será a frente demonstrado, não bastará isso para evitar novas crises decorrentes da especulação, pois as agências de rating apenas atuaram como catalizadores das manobras especulativas.

<sup>402</sup> Dodd-Frank Act, §939G - "Rule 436 (g) ...shall have no effect".

<sup>403</sup> Dodd-Frank Act, § 933(b)(2)(B): "In the case of an action for money damages brought against a credit rating agency or a controlling person under this title, it shall be sufficient, for purposes of pleading any required state of mind in relation to such action, that the complaint state with particularity facts giving rise to a strong inference that the credit rating agency knowingly or recklessly failed -

(i) to conduct a reasonable investigation of rated security with respect to the factual elements relied upon by its own methodology for evaluating credit risk; or

(ii) to obtain reasonable verification of such factual elements (which verification may be based on a sampling technique that does not amount to an audit) from other sources that the credit rating agency considered to be competent and that were independent of issuer and underwriter."

<sup>404</sup> Tradução Livre do seguinte trecho: In light of these obstacle to plaintiffs bringing suits against credit rating agencies, in the aftermath of the financial crisis the US legislator introduced a private cause of action in the Dodd Frank Act under which investors can sue credit rating agencies for knowingly or recklessly failing to conduct a reasonable investigation of facts or for failing to obtain an analysis from an independent source (HAAR, Brigitte. "Civil Liability of Credit Rating Agencies – Regulatory All-or-Nothing Approaches Between Immunity and Over-Deterrence". *Center of Excellence SAFE*, p. 8. Disponível em: <[http://safe-frankfurt.de/policy-publications/index.php?option=com\\_jresearch&view=publication&task=show&id=193&Itemid=426](http://safe-frankfurt.de/policy-publications/index.php?option=com_jresearch&view=publication&task=show&id=193&Itemid=426)>. Ultimo acesso em 15.04.2013).

No ano seguinte, como também já mencionado, o relatório do inquérito sobre a crise financeira (*Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*), de forte impacto político, demonstrou a atuação das agências de *rating* como uma das engrenagens essenciais para a crise.<sup>405</sup>

Ainda em maio de 2011, a Corte de Apelação do *Second Circuit* norte-americana [[\*In re Lehman-Brothers Mortgage-Backed Securities Litigation\*](#), Nos. 10-0712-cv; 10-0898-cv; and 10-1288-cv (2d. Cir. May 11, 2011)], mesmo entendendo pela improcedência da demanda contra a agência de *rating* em considerá-la responsável nos termos da seção 11, (a) (5), do *Securities Act*, que indica a responsabilidade do “subscritor” (utilizando o argumento de que não há o correto enquadramento no conceito legal trazido pela própria lei), [aquela Corte de 2º Grau] já indicou a possibilidade de modificação jurisprudencial, ao ressaltar a questão do ajuizamento de ações contra as agências de *rating* baseados na alteração do *Dodd-Frank Act*, exatamente encaixando na responsabilidade do especialista [Seção 11, (a) (4) do *Securities Act* (1933)].

Ainda sem utilizar tal argumentação de responsabilização objetiva (pela impossibilidade de aplicação prática), mas já como reflexo dessa exposição e do enfraquecimento político, em 2012, como rapidamente mencionado, houve grande repercussão a decisão da Corte de *Southern District* de *New York*, que entendeu pela procedência da reclamação contra o banco alemão IKB e as principais agências de *rating*, desconsiderando a argumentação tradicional de que as notações de risco das agências são expressões de meras opiniões, e, em síntese, baseando-se no fundamento de que houve fraude entre os demandados, pois as notações tinham por objetivo induzir o grupo de

---

<sup>405</sup> “Conclusions of the Financial Crisis Inquiry Report. Final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States”. Official government edition. Enviado de acordo com a lei pública 111-21. Janeiro, 2011.. Disponível em <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>>. Último acesso em 12.03.2013, p. 118 e ss.

investidores a realizarem os seus investimentos em créditos que não condiziam com o verdadeiro risco indicado, deturpando a realidade.<sup>406</sup>

Em fevereiro deste ano de 2013, o Governo Federal dos Estados Unidos ajuizou ação de responsabilidade cível inédita contra a Standard&Poor's fundamentando-se igualmente na prática de fraude<sup>407</sup>, mas com base no “*Financial Institutions Reform Recovery and Enforcement Act*” – lei aprovada em 1989 após a crise de poupança e empréstimos, que permitiu ao governo dos EUA procurar se ressarcir por danos em nome de instituições financeiras – e não na notação de má-qualidade, que se baseia no *Securities Act*, como costumeiramente são fundamentadas as ações de responsabilidade civil contra as agências de *rating*.<sup>408</sup>

---

<sup>406</sup> Tal decisão de 04 de maio de 2012, documento 244 do Case 1:09-cv-08387-SAS, que pode ser encontrada no seguinte endereço eletrônico:

<<http://dealbreaker.com/uploads/2012/05/King-County-v.-IKB-Deutsche-Industriebank-ruling-May-2012.pdf>>. Último acesso em 26.02.2013.

<sup>407</sup> The New York Times: “For many years, the ratings agencies have defended themselves in civil lawsuits by private parties by saying that their ratings are independent opinions, protected by the First Amendment. A court ruling has found that the questionable ratings are not opinions, but misrepresentations. The government’s case will benefit from that view. By charging S.&P. with violating its own standards in issuing top ratings for trashy securities, the government has lifted the allegations out of the realm of shoddy practices and into the realm of fraud — where they belong.” The New York Times. Editorial. Opinion Pages. Publicado em 5 de fevereiro de 2013. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2013/02/06/opinion/standard-poors-stands-accused.html>>. Último acesso em 12.03.2013.

<sup>408</sup> Em resumo, após justificar a jurisdição e as partes, a extensa peça processual traz conceitos básicos do RMBS e CDO, demonstrando o papel central da agência de rating S&P na aquisição dos RMBS. Então, depois de discorrer sobre a estrutura, lucratividade e os processos de classificação e vigilância dos RMBS e CDO da S&P (e sua importância), passa a expor o esquema de fraude da S&P.

A peça traz que, apesar de a S&P afirmar suas classificações refletiam a verdadeira, objetiva e independente opinião da S & P atual sobre os riscos de crédito, tal afirmação era falsa, pois o modelo utilizado pela S&P era falho, não tendo os mesmos observado o crescente risco de crédito de subprime RMBS e que, na verdade, o desejo da S & P de aumentar as receitas e as quotas de mercado levou a tal agência a favorecer os interesses desses bancos sobre os interesses dos investidores.

Acusa, ainda o estado norte americano que, no final de 2006, a S & P tomou conhecimento de que o desempenho dos não-prime RMBS estava demonstrando deterioração sem precedentes; que, em fevereiro de 2007, a equipe de vigilância RMBS recomendou ações de rating negativas em grande número de subprimes RMBS. Entretanto, tal recomendação foi desconsiderada e a S & P emitiu votos inflados que deturpavam os verdadeiros riscos dos títulos de crédito.

Então, baseado em notas, e-mails e mensagens de texto enviada pelos analistas e executivos da S. & P entre 2004 e 2007, o departamento de justiça dos Estados Unidos

Em verdade, o fundamento principal para a imposição da responsabilidade civil às agências de *rating* – meio pedagógico para a melhoria do desempenho de suas notações – é muito prejudicado pela simples instituição ou aumento do valor pago ao seguro. As agências realizam seguros para cobrir suas perdas em caso de sua responsabilização e com o aumento da probabilidade de responsabilidade, aumenta-se apenas o valor pago ao seguro, sendo a diferença repassada no valor dos seus serviços e, assim, sucederá o repasse em cadeia, diluindo no mercado o valor acrescido.

Em outros termos, acontece o que a doutrina chama de socialização da responsabilidade: “esta deixa de gravar, pesadamente e isoladamente, um patrimônio individual, para se diluir no seio das respectivas colectividades de riscos constituídas por aqueles que pagam os prêmios do seguro, (...) podendo até, tendencialmente, identificar-se com a própria coletividade nacional, na medida que os seguros seja incluídos nos preços dos produtos de consumo generalizado”.<sup>409</sup>

Inclusive, o grande argumento para a aprovação na Câmara dos Deputados estadunidense de uma lei que derroga o *Dodd-Frank Act* na imposição de responsabilidade civil, em especial, no que se refere à remoção do efeito do §436 (g) do *Securities Act*, baseia-se no argumento de que a aplicação de tal lei "elevaria o custo das notações de títulos de cerca de US \$ 100.000 por notação para aproximadamente um milhão de dólares, e isso pode resultar em alguns títulos não conseguirem uma notação, o que impediria tais obrigações de chegar ao mercado", ocasionando um efeito devastador no setor automobilístico e qualquer outro que utilize obrigações seguradas por ativos para financiar seu negócio.<sup>410</sup>

---

encontrou alguns indícios que demonstravam que a S&P estava colocando os interesses de curto prazo comerciais à frente da verdade.

<sup>409</sup> Rui ALARCÃO. *Direito das Obrigações*, Lições policopiadas. Coimbra, 1983, p. 187.

<sup>410</sup> Tradução livre da seguinte notícia: A group of Republican Representatives known as the Financial Services Working Group, which Mr. Stivers is a member of, claim that Dodd-Frank's removal of 436(g) "would raise the cost of rating bonds from approximately \$100,000 per rating to approximately \$1 million, and it could result in some bonds not getting a rating, which would prevent those bonds from coming to market." The Group claims that "this provision has a devastating effect on auto manufacturers and other who use asset-backed bonds to finance their business." (Adam TEMPKIN. "IFR-ABS: Bill reversing rating agency liability

Por tais motivos, talvez o efeito desejado mais visível adquirido com a responsabilização civil seja o de enfraquecer o poder exercido pelas agências no mercado, uma vez que a contínua notícia de condenação por responsabilização civil retirará, aos poucos, a credibilidade das agências, ou seja, retirará o ponto de sustentação de todo os seus sucessos, conforme demonstrado no início.

Percebemos que resta mais claro no campo legislativo e jurisprudencial que, como já mencionamos várias vezes, as agências de *rating* podem acabar com a economia de um país através do poder exercido por meio de suas notações de risco, ocasionando vários problemas sociais e políticos.<sup>411</sup>

Entretanto, para não estarmos atribuindo excessiva responsabilidade às agências de notação de risco, apesar de a imprensa fazer parecer, necessário esclarecer que as agências de *rating* não agem sozinhas numa relação especulativa. As agências de *rating* agem como verdadeiros catalizadores dessa relação, tornando os “produtos” vendidos pelos especuladores mais irresistíveis e ocasionando corridas desenfreadas na busca pela aquisição de tais produtos com objetivo de contrair maiores lucros.

Como é de fácil percepção, os principais atores determinantes do desastre financeiro são os grandes especuladores. Entretanto, como se pode perceber, tais agentes, normalmente, possuem forte respaldo (apoio) por parte do Estado e, inclusive, até incentivos ao serem tributados de forma mais favorável que o restante da população.

---

advances”. *Reuters Edition*. Notícia de 20 de julho de 2011. Disponível em: <<http://www.reuters.com/article/2011/07/20/abs-ratingagencies-idUSN1E76J17U20110720>>. Último acesso em 15.04.2013).

<sup>411</sup>Apesar disso, existem doutrinadores, em especial no direito norte-americano, que afirmam que não há efeitos danosos na macroeconomia de imediato, uma vez que, no mercado secundário, as perdas de um são ganhos de outros.

#### 4. Síntese dos elementos estruturais

Após a Grande Depressão, a especulação odiosa encontrava-se aparentemente mais controlada através de medidas que reduziam o campo de atuação dos especuladores, traziam maior previsibilidade ao mercado e privilegiavam a manutenção da estabilidade econômica. Em termos, tais medidas, em parte, foram consagradas no acordo de *Bretton Woods* (controle do movimento de capitais, mecanismos de ajuste de desequilíbrios da balança de pagamentos e da taxa de câmbio) e, em parte, como princípios que deixavam controlados a *ganância habitual* dos grandes especuladores.

Contudo, com o fracasso do, até então, grande rival do capitalismo e a desnecessidade de sua roupagem *mais humana*, as ideias liberais ganharam vida novamente com nova aparência e, aos poucos – de forma consciente ou não –, toda a estrutura montada para controlar a especulação odiosa foi sendo desarticulada.

O Estado, a partir de então, condenado como grande culpado de todos os males vivenciados na sociedade, por imposição do capital externo e pelas medidas de retirada de sua soberania, passou a ser um completo subserviente dos interesses dos grandes especuladores, restringindo o seu papel ao de coadjuvante na economia, basicamente, sendo chamado a intervir somente para manter a estrutura especulativa.

Então, com a dissolução do acordo de *Bretton Woods*, a incerteza aumentou em proporções colossais. O valor da taxa cambial dos países estava nas mãos dos investidores e, por isso, passou a depender das estratégias e avaliações destes. Em outras palavras, o novo sistema deixou o valor da taxa cambial sujeito ao papel dos grandes especuladores, o que apenas aumentou – e muito – a sua volatilidade, bem como a das reservas internacionais, a dos preços dos ativos financeiros, etc. desencadeando, *sem qualquer coincidência*, o aumento dos riscos e das incertezas, as seguidas crises financeiras de repercussões globais, bem como a concentração de renda no mais alto topo da pirâmide social. Além disso, vem representando o triunfo do capital financeiro

sobre a economia produtiva, passando aquele setor a possuir grande parte da atenção das empresas, que deveria ser voltada apenas à economia produtiva.

Outrossim, de forma concorrente, conscientemente ou não, algumas informações sobre o mercado foram içadas como dotadas de verdade – quase infalível – com poder para guiar uma gama de especuladores para um objetivo comum pretendido. Trata-se das informações trazidas pelas agências de notação de risco.

Tais informações passaram a exercer grande poder sobre todo o mercado, sendo, inclusive, em muitos casos, suas notações vinculantes e regulatórias em decorrência de várias leis e contratos. As agências de *rating* conduzem à consagração ou ao completo repúdio ao objeto especulado, atuando como verdadeiro catalizador da especulação. Mesmo que inexistam motivos para aquele objeto especulado ter uma alta ou uma baixa no seu valor, as informações prestadas por tais agências fazem com que aquilo que ainda não é (nem seria) se torne real. Como numa ilusão fraudulenta.

Assim, coincidentemente ou não, ocorreu a conjugação da ampliação dos elementos estruturais da especulação odiosa. Como bem destacado, entre os principais elementos da especulação odiosa externos à pessoa do especulador (elementos estruturais), temos a necessidade de grandes mercados ou investimento em larga medida; a alavancagem da riqueza desocupada pelo crédito fácil e/ou barato; a incerteza; e a influência das informações sobre o bem a ser especulado. Portanto, percebe-se que toda essa estrutura para a formação da especulação odiosa ou abusiva foi desenvolvida e bem aperfeiçoada:

- Deu-se condições para os especuladores terem um mercado cada vez maior, um maior poder na escala dos investimentos assim como o aumento do poderio para sua alavancagem, através do Liberalismo Financeiro e de sua política de incentivo à desregulamentação, uma vez que se desfez a antiga divisão de tarefas do setor financeiro, que tentava impossibilitar a confusão e a sobreposição de tarefas entre os seus diversos setores e o financiamento (transferência de



recursos) de um setor para outro, bem como se impôs que países ainda não completamente estruturados abrissem completamente o seu mercado ao capital estrangeiro aumentando o seu campo de atuação dos grandes especuladores.

- Houve, da mesma forma, um imponente aumento do grau de incerteza através da quebra do acordo de *Bretton Woods* e com a conseqüente instauração do atual sistema de câmbio flutuante.

- Atribuiu-se grande grau de confiança e, conseqüentemente, de influência às informações trazidas pelas agências de notação de risco, possibilitando a constituição de uma realidade paralela para o mercado com a realização das profecias autorrealizáveis ou auto destruíveis dos investimentos, que guiam cegamente os especuladores ao objetivo definido pela especulação odiosa.

Com o picadeiro formado e farto de possibilidades de entretenimento aos especuladores, outra não poderia ser a consequência: os reiterados ataques especulativos, suas conseqüentes crises e – o pior – o crescente aumento da desigualdade social.



# PARTE C



# DOS ELEMENTOS INTERNOS DA ESPECULAÇÃO ODIOSA

## 1. DOS ELEMENTOS RELACIONADOS AO INDIVÍDUO NA ESPECULAÇÃO ODIOSA OU ABUSIVA: DA NECESSIDADE DE OBJETIVAÇÃO DA CONDUTA

Como bem retratado anteriormente, a especulação odiosa ou abusiva é um daqueles vários institutos que são de antiga e forte utilização (há registro de sua utilização desde o império romano, como já visto), mas que continuam de difícil precisão.<sup>412</sup> Como elementos da sua ideia, temos alguns que ultrapassam a figura do indivíduo especulador (chamados por nós de elementos estruturantes), bem como elementos relacionados à conduta dos sujeitos individualmente.<sup>413</sup> Dentre estes últimos (ato de investir em curto prazo; ausência de comprometimento com o desenvolvimento/viabilidade daquilo investimento; finalidade lucrativa imediata; irracionalidade), temos aspectos subjetivos, que estão ainda bastantes fortes na composição do que se pode entender por seu conceito, o que dificulta a instrumentalização de institutos jurídicos para proteger a sociedade.

Com a finalidade de trazer um suporte teórico e um meio para se tentar reduzir o grau de indeterminação do instituto a fim de conferir instrumentalidade no seu combate, bem como para tentar se esquivar das críticas promovidas – adiante demonstradas – pelo que a doutrina que entende que o atual estágio

---

<sup>412</sup> No sentido da dificuldade e imprecisão na conceituação de especulação financeira: Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder: Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, p.10.

<sup>413</sup> Como já demonstrado, os principais elementos do conceito de especulador odioso são: a) Investimento de curto prazo; b) ausência de comprometimento com o desenvolvimento/viabilidade do investimento; c) finalidade lucrativa imediata; d) irracionalidade; d) necessidade de grandes mercados ou investimento em larga escala; e) Influência das informações, das notícias e da ostentação; f) necessidade de um nível de incerteza; g) riqueza desocupada alavancada pelo crédito fácil e/ou barato.

do direito está submetido ao imperialismo da moral,<sup>414</sup> interessa-nos, neste ponto, demonstrar o desenvolvimento do pensar em relação à objetivação da conduta, conferindo uma maior precisão e certeza na aplicação do Direito.

Em outros termos, proporemos que interessa ao Direito, independentemente dos aspectos subjetivos dos sujeitos dos atos de abuso do direito de especular, a análise dos aspectos objetivos de atitudes abusivas dos especuladores que promovam aquelas consequências conhecidas. Ou seja, independentemente da ação do especulador possuir o aspecto subjetivo que seria componente daquilo que a doutrina entende por especulação odiosa ou não, uma vez que, dificilmente, saber-se-á, realizando-se o ato objetivo que provoque, comumente, a desestabilização econômica e todas aquelas suas reprováveis consequências, deve tal ato ser reprimido pelo Direito como se praticada a especulação odiosa fosse.

Valemo-nos, como suporte teórico para determinar a necessidade de objetivação da conduta, dos ensinamentos hegelianos sobre o momento do espírito objetivo.<sup>415</sup>

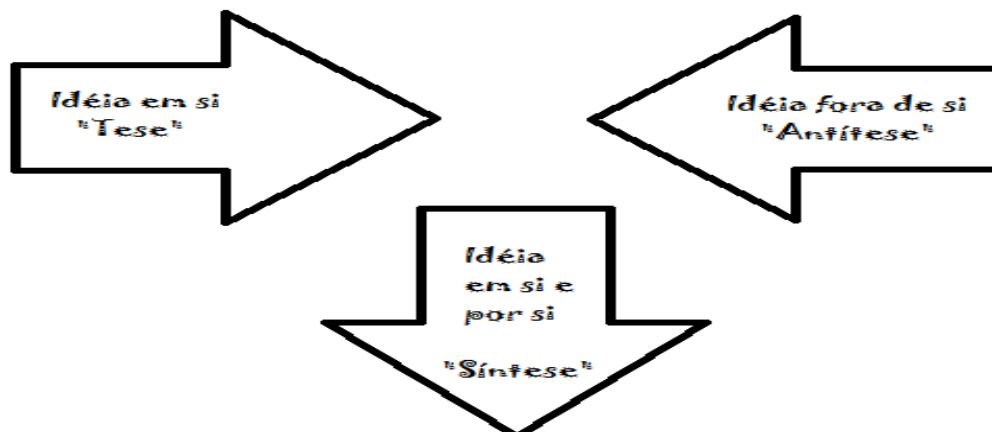
---

<sup>414</sup> Nesse sentido: Paolo COMANDUCCI. “Formas de (Neo)Constitucionalismo: Un Análisis Metateórico”. In: Miguel CARBONELL. *Neoconstitucionalismo(s)*. Madrid: Trotta, 2003, p. 75-98; Mauro BARBERIS. “Neoconstitucionalismo, Democracia e Imperialismo de la Moral”. In: CARBONELL, Miguel. *Neoconstitucionalismo(s)*. Madrid: Trotta, 2003, p. 270.

<sup>415</sup> Em especial na seguinte obra: Georg Wilíelm Friedrich HEGEL, 1770-1831. *Princípios da filosofia do direito* / G.W.F. Hegel; tradução. Orlando Vitorino. - São Paulo: Martins Fontes, 1997. Original: *Grundlinien der Philosophie der Rechts*. (1821).

Com o fim de melhor enquadrar o raciocínio, impõe-nos expor, em “apertadíssima síntese” e sem a pretensão da completude, o sistema filosófico proposto por HEGEL:

HEGEL fazia parte de uma filosofia idealista transcendental onde a origem de tudo estava na ideia, e que, através de um jogo dialético, fazia surgir novas ideias, conforme o esquema abaixo:



Portanto, de uma ideia (tese) em confronto com outra ideia (antítese), gera-se uma terceira ideia (síntese) influenciada pelas duas primeiras, nunca chegando ao ponto em que o homem pare de gerar novas sínteses.

Neste contexto, HEGEL denomina tal ideia de espírito e o divide em três:

- a) espírito subjetivo (Antropologia, Fenomenologia do Espírito e Psicologia), que representa o espírito numa dimensão pura, constituído pela alma, consciência e razão;
- b) espírito objetivo (Direito, Moralidade e Moralidade Social), que representa as influências do mundo, constituídos pela família, sociedade civil e Estado;
- c) espírito absoluto (Arte, Religião Revelada e Filosofia), que representa a síntese destas duas primeiras.

Abaixo segue um quadro que demonstra a relação dialética entre os três citados espíritos de HEGEL:



Especificamente sobre a objetivação da conduta, observamos, principalmente, nos seus escritos sobre a moralidade, que, apesar das enormes críticas que recebe, em especial, por seguir na direção oposta dos doutrinadores modernos e vincular conceitos de moral, direito e religião, traz raciocínios plausíveis ainda hoje sobre o tema. HEGEL, em síntese, procurou demonstrar uma maior abrangência do conteúdo da moralidade, passando a desenvolver o seu pensamento do direito abstrato à moralidade subjetiva e, posteriormente, à moralidade objetiva. ("Moralität" e "Sittlichkeit", que, segundo a tradução realizada pela doutrina italiana, significa, respectivamente, moralidade e eticidade. Mas a tradução realizada pela doutrina francesa traz as expressões utilizadas acima, quais sejam, moralidade subjetiva e moralidade objetiva).

No desenvolver de suas ideias, o doutrinador afirma que a segunda perspectiva da moralidade, ou seja, a moralidade objetiva (ou eticidade) não teria sido observada no

Em termos, o fato de não ter consciência interna, ou plena convicção, das consequências de seus atos não retira a sua responsabilidade sobre o que foi praticado. Ou seja, a ignorância do que seus atos poderão trazer para a sociedade não pode servir de desculpa para excluir as suas responsabilidades.

416

Desse modo, para cumprir a finalidade aqui buscada, devemos tentar compreender e analisar a conduta humana, observando as suas consequências. E, para cada ação realizada, existem as consequências prováveis e mais conhecidas. Caso ocorram tais consequências, não pode o sujeito se eximir de sua responsabilidade levantando aspectos subjetivos; pois, apesar de serem imprevisíveis as ações humanas, as consequências de suas condutas eram previsíveis.

Isso é o que buscamos destacar quando tratamos da necessidade de objetivação da conduta.

---

pensamento kantiano, sendo a grande diferenciação do seu pensamento para o daquele doutrinador a ausência de importância dada às consequências, como meio de fundamentar a moralidade, pois sua finalidade maior seria a de determinar o princípio supremo do agir.

THADEU WEBER, ao confrontar o pensamento kantiano com o hegeliano, expõe sobre a importância das consequências de uma ação e imprevisibilidade dessa ação, bem como a responsabilização do agente que, ao agir, se entrega à exterioridade. Vejamos:

“Dois aspectos devem ser salientados: a) não se podem ignorar as consequências, porque elas constituem a própria ação; manifestam e explicitam o que é a ação mesma; b) muitos aspectos exteriores à própria ação se agregam a ela de modo contingente e não se constituem diretamente a própria ação. (...) Como distinguir as consequências, que pertencem à natureza da ação mesma, das que não pertencem à ação ou que lhe são acrescentadas de modo contingente? O encaminhamento da solução parece estar na passagem do propósito para a intenção. O propósito é mais subjetivo. A intenção inclui aspectos objetivos: é uma universalização do propósito. Considera as consequências das ações particulares sobre o universal. Só o que eu sabia sobre as circunstâncias me pode ser imputado. Mas há consequências necessárias que se ligam a toda ação. Não posso prever certas circunstâncias, que poderiam evitar-se, mas devo conhecer a natureza universal do fato particular. (...) no que se refere à responsabilidade, a intenção inclui a ligação entre subjetividade e objetividade. O propósito é individual. A intenção é o propósito universal. A intenção é o "conhecimento de que há universalidade nas ações particulares" (Valcárcel A. Hegel y la Ética. Barcelona: Anthropos, 1988:363).” (Thadeu WEBER. *Ética e Filosofia Política: Hegel e o Formalismo Kantiano*. Porto Alegre: EDIPUCRS, 1999, p.102-103).

<sup>416</sup> Nesse sentido: D'Hondt J. Hegel, Filósofo de La História Viviente. Buenos Aires: Amorrortu, 1966:211. Thadeu WEBER. *Ética e Filosofia Política: Hegel e o Formalismo Kantiano*, 103.



Portanto, busca-se a atribuição de uma maior ênfase à “atitude objetiva”, que seria aquela que ocorre quando da concretização do abstrato, ou seja, quando deixa de ser apenas um ato interno e passa a ser um ato externo, procurando a realização das suas finalidades.<sup>417</sup>

Tratando especificamente da vontade, Hegel expõe o entendimento sobre o significado de objetividade de forma clara, afirmando que “a objetividade é, finalmente, a forma unilateral que se opõe à determinação subjetiva da vontade, é, portanto, a imediateidade da existência como realidade exterior; neste sentido, a vontade só se torna objetiva no momento de realizar os seus fins”.<sup>418</sup>

Logo, uma vez superada e guardada a subjetividade do ato individual, passa-se à análise da atitude de forma objetiva,<sup>419</sup> ou seja, após transcorrer os aspectos subjetivos, chega-se a um nível superior – o que seria no entendimento de Hegel, eticidade ou moralidade objetiva – onde o indivíduo é avaliado pelos resultados e consequências de suas ações.<sup>420</sup>

Portanto, as consequências de um ato podem (e devem) servir de meio para caracterizar o preenchimento do fim ético daquela conduta. E,

---

<sup>417</sup> Nesse sentido, Hegel destaca o trânsito da moralidade subjetiva para a moralidade objetiva. Vejamos o seu entendimento sobre a necessidade de determinação do Bem (liberdade realizada) e da consciência moral (vontade subjetiva), que se encontram na forma abstrata: “O Bem, que é uma substância universal da liberdade mas ainda uma forma abstrata, apela para determinações e para um princípio de tais determinações que lhe seja idêntico, ao passo que, reciprocamente, a consciência moral, que é princípio de determinações, mas apenas abstrato, apela para a universalidade e para a objetividade. Estes dois termos, cada um deles por si elevados à totalidade, revelam-se como indefinidos e devem ser determinados. Ora, a integração destas duas totalidades relativas na determinação absoluta já em si mesma efetuada precisamente quando a certeza subjetiva de si, ao desvanecer-se no vazio, se torna idêntica à universalidade abstrata do Bem. A identidade, agora concreta, do bem e da vontade subjetiva, a sua verdade, é a moralidade objetiva”. (Georg Wilhelm Friedrich HEGEL. *Princípios da Filosofia do Direito*; tradução Orlando Vitorino. – São Paulo: Martins Fontes, 1997. – (Clássicos) – Parágrafo 141, p. 138-139)

<sup>418</sup> Georg Wilhelm Friedrich HEGEL. *Princípios da Filosofia do Direito*, Parágrafo 26, alínea “c”, p. 29.

<sup>419</sup> Georg Wilhelm Friedrich HEGEL. *Princípios da Filosofia do Direito*, Parágrafo 142, p. 141.

<sup>420</sup> Nesse sentido: “Se na moralidade o sujeito é avaliado, a partir dos aspectos subjetivos determinantes no seu agir, na eticidade ele é considerado como membro (Mitglied) de uma comunidade ética, ou seja, é qualificado, a partir das determinações objetivas - dos resultados e consequências - de suas ações”. (Thadeu WEBER. *Ética e Filosofia Política: Hegel e o Formalismo Kantiano*. Porto Alegre: EDIPUCRS, 1999, p.102-103, p.109).

consequentemente, passível de enquadramento jurídico para sua continuidade ou sua repressão.

Nesse sentido, demonstrando a importância da objetivação da conduta pelo seu conteúdo previsível e que ocorre reiteradas vezes:

“O conteúdo objetivo da moralidade que se substitui ao bem abstrato é, através da subjetividade como forma infinita, a substância concreta. Em si mesma, portanto, estabelece ela diferenças que, assim, são pelo conceito ao mesmo tempo determinadas; por elas a realidade moral objetiva obtém um conteúdo fixo, necessário para si, e que está acima da opinião e da subjetividade da boa vontade. É firmeza que mantém as leis e instituições, que existe em si e para si”.<sup>421</sup>

HANNAH ARENDT também se manifesta sobre a importância da conduta nos relacionamentos humanos no mesmo sentido acima destacado, evidenciando a imprevisibilidade da ação e a necessidade de segurança dos homens entre seus pares.<sup>422</sup>

Resgatando as ideias de Aristóteles sobre a imprevisibilidade, infinitude e fragilidade da ação humana, HANNAH ARENDT se apoia no sentido de que a promessa seria a força estabilizadora e ordenadora em luta constante contra os efeitos desta imprevisibilidade da conduta, contra as mudanças das circunstâncias provocadas pela própria ação conjunta dos homens; portanto, a promessa seria o modo exclusivamente humano de ordenar o futuro, tornando-o previsível e seguro até onde for humanamente possível.<sup>423-424</sup>

---

<sup>421</sup> Georg Wilhelm Friedrich HEGEL. *Princípios da Filosofia do Direito*; tradução Orlando Vitorino – São Paulo: Martins Fontes, 1997, p. 141-142.

<sup>422</sup> Afirma a doutrinadora que "toda organização dos homens, seja social ou política, se baseia fundamentalmente na capacidade do homem de fazer promessas e mantê-las" (Hannah ARENDT. *Crises da República*. São Paulo: Ed. Perspectiva, 1973, p. 82).

<sup>423</sup> Embora adote a noção grega da imprevisibilidade da conduta, Arendt expõe o entendimento que tal imprevisibilidade demonstra a liberdade do homem, libertando-se das amarras metafísicas da ação política que Aristóteles pregava (Silvia Regina Pontes LOPES. *Vida, Anencefalia Fetal e argumentação judicial: fundamentos para a legitimidade discursiva da ADPF nº 54-8/DF: contribuições de Hannah Arendt e de Jürgen Habermas para diferenciação do discurso jurídico*. Brasília: Unb, 2007, p. 18-33).

<sup>424</sup> Flávia SCHILLING. In *Ética, Promessas*. An. 3 Col. LEPSI IP/FE-USP 2002, disponível em: <[http://www.proceedings.scielo.br/scielo.php?pid=MSC0000000032001000300002&script=sci\\_arttext#back1](http://www.proceedings.scielo.br/scielo.php?pid=MSC0000000032001000300002&script=sci_arttext#back1)>, Último acesso em 09.08.2017.

ARISTÓTELES, em *Ética a Nicômaco*, destaca a insuficiência do elemento psicológico interno para garantir a formação da consciência ética e a importância da conduta.<sup>425</sup> Por sua vez, JHERING, em *Espírito do Direito Romano*, demonstra a importância da análise da conduta objetiva ao concluir que os institutos todos em sua essência decorrem de uma síntese abstrata da realidade objetiva da vida.

Reforçando nosso posicionamento sobre a necessidade da objetivação da conduta baseada nas consequências de seus atos, temos os ensinamentos de Giorgio DEL VECCHIO e a sua própria ideia daquilo que seja Direito.

Segundo o doutrinador bolonhês, qualquer princípio ético se desdobra em duas ordens de valoração: os atos humanos podem ser considerados relativamente ao sujeito ativo deles, como podem ser comparados com outras ações possíveis de outros sujeitos. No primeiro caso, o princípio ético efetua-se no campo subjetivo, pois aquilo que se deve fazer ou deixa de fazer se referem ao mesmo sujeito, ao passo que, no segundo caso, passa-se a instituir uma coordenação objetiva de operar.

Esta coordenação objetiva que manifesta uma série correlativa de possibilidade e impossibilidades de conteúdo com respeito a vários sujeitos é o campo do Direito. Assim, as ações humanas podem ser consideradas tão-somente a parte subjetiva e a parte objetiva; portanto, respectivamente, os campos da Moral e do Direito. Nas palavras do professor da Universidade de Roma:

“As ações humana ou são consideradas a *parte subjecti* – e estamos no campo da moral – ou a *parte objecti* – e estamos no campo do Direito. Entre estes dois termos não há um terceiro: *tertium nom datur*. Todas as tentativas de modificar esta classificação bipartida são falazes”.<sup>426-427-428</sup>

---

<sup>425</sup> ARISTÓTELES. *Ética a Nicômacos*. Trad. Mário de Gama Cury. Brasília: Ed.UnB, 1995, p. 109.

<sup>426</sup> Giorgio Del VECCHIO. *Lições de Filosofia do Direito*. Coleção STVDIVM (nº. 58 e 59). Temas filosóficos, jurídicos e sociais. 5ª edição. Tradução: Antônio José Brandão. Revista e prefaciada por L. Cabral de Moncada e Atualizada por Anselmo de Castro. Armênio Amado – Editor, Sucessor – Coimbra, Portugal, 1979, p. 356-7.

<sup>427</sup> Importa deixar claro que Del Vecchio não se omite sobre a flagrante dificuldade existente em classificar aquilo que seja direito e aquilo que seja moral. Vejamos nas suas palavras: “É verdade que a realidade empírica, na sua concreta existência, ao lado das duas

Com a distinção acima enunciada, fica o entendimento que aquilo que deve ser considerado como Direito deve ser objetivamente analisado; pois, enquanto o juízo moral pressupõe uma análise voltada ao interior do indivíduo, somente sendo possível quando nos posicionamos “idealmente, e quase artificialmente, dentro da consciência alheia que se considera”,<sup>429</sup> o “julgar do próprio Direito só é possível na medida em que nos colocamos, de certo modo, fora de nós – ou seja: na medida em que conseguirmos olhar para nós mesmos objectivamente; e isto também não é fácil. Daí o conhecido adágio: *Nemo iudex in causa propria*”.<sup>430</sup>

Assim, ao contrário da Moral, que age na consciência subjetiva e sua pluralidade de possibilidades de formas de agir; no Direito, estabelece-se uma ordem objetiva necessária à própria coexistência dos indivíduos, pois se passa a exigir limitações nos aspectos exteriores das ações dos indivíduos. E acrescento, principalmente, nas consequências destas ações.

Portanto, observa-se a necessidade do emprego da objetivação da conduta, através da utilização de suas atitudes determinadas e suas consequências decorrentes, até mesmo para dar efetividade ao Direito, reduzindo a indeterminabilidade produzida pelo estágio vivenciado, como bem destacam os doutrinadores críticos do imperialismo da moral.<sup>431</sup>

---

formas da Moral e do Direito, com variado conteúdo histórico, oferece outros fenômenos em que também se reflecte, por assim dizer, a apreciação ética ou deontológica, sem que assumam nitidamente carácter moral ou jurídico (...) Mais tarde, mesmo depois de diferenciada a diferenciação entre ambos, permanece no meio social uma zona cinzenta ocupada por aqueles deveres cuja índole é parcialmente moral e parcialmente jurídica.” (Georg Del VECCHIO. *Lições de Filosofia do Direito*, 357).

<sup>428</sup> Também é importante destacar que Del Vecchio não considerava que o Direito estaria longe da análise da esfera psíquica dos indivíduos, pois considerava o aspecto externo tão-somente como um ponto de partida predominante, nunca de uma consideração exclusiva, pois sem atentar na esfera do psíquico, segundo o doutrinador, jamais se poderia conhecer integralmente as ações. Vejamos nas suas palavras: “Fica sempre o mesmo o objecto da apreciação : a acção humana na sua integridade. Seria absurdo considerar o Direito como incompetente na esfera psíquica, como já o observamos a propósito das chamadas acções internas”. (Georg Del VECCHIO. *Lições de Filosofia do Direito*, p. 373).

<sup>429</sup> Nas próprias palavras de Del Vecchio “coisa certamente nada fácil” (Georg Del VECCHIO. *Lições de Filosofia do Direito*, 372).

<sup>430</sup> Georg Del VECCHIO. *Lições de Filosofia do Direito*, 372.

<sup>431</sup> Paolo COMANDUCCI. “Formas de (Neo)Constitucionalismo: Un Análisis Metateórico”. In: CARBONELL, Miguel. *Neoconstitucionalismo(s)*. Madrid: Trotta, 2003, p. 75-98; Mauro

Como um campo onde se pode observar a atitude especulativa odiosa atualmente e as suas consequências é no estudo dos ataques especulativos, de onde podemos retirar ou confirmar os aspectos objetivos para definição da conduta a ser protegida pelo direito, buscando se evitar as graves consequências da citada atitude especulativa.



## 2. ATAQUES ESPECULATIVOS

“Com a crise russa, um ano depois, Hong Kong voltou a ser atacada por especuladores. As autoridades monetárias do país venderam, em duas semanas, US\$15 bilhões de suas reservas de US\$96,5 bilhões. A âncora cambial se manteve. Com isso, o Brasil se tornou a bola da vez. Especuladores e investidores desconfiavam que o Banco Central não fosse capaz de manter sua política de venda de dólares a fim de manter o câmbio relativamente inalterado (na Ásia, apenas Hong Kong havia obtido sucesso). O crescente endividamento do governo prenunciava calotes. Temerosos quanto a este calote e quanto a uma iminente desvalorização do real, investidores estrangeiros começaram a tirar seus dólares do Brasil. Paralelamente, os especuladores também atacaram.”

(...)

“Até que, no dia 13 de janeiro de 1999, com as reservas na metade de onde estavam em abril de 1998, o Banco Central simplesmente desistiu de vender dólares para segurar o câmbio. Simplesmente deixou que ele flutuasse”.<sup>432</sup>

Na tentativa de buscarmos objetivar a conduta abusiva do especulador passível de limitação pelo Estado, em função da sua desestabilização da economia – em termos, em função do abuso do direito de especular –, podemos analisar as atitudes dos indivíduos durante as várias formas dos atuais ataques especulativos, que vêm muito bem definidos na doutrina e que podem representar tais atos desestabilizadores.

Os trechos acima destacam o fenômeno de um ataque especulativo à moeda brasileira. Na época, a sistema econômico brasileiro estava submetido ao regime de banda cambial,<sup>433</sup> ou seja, a moeda brasileira sofria intervenção do Banco Central com objetivo de mantê-la em intervalos pré-fixados, com

---

<sup>432</sup> Reportagem publicada em, 30 de junho de 2012, pelo sítio do Instituto Ludwig von Mises Brasil, com título “Uma breve história do Plano Real, aos seus 18 anos..” por Leandro Roque. Disponível em: <<http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1294>>. Último acesso em 26.08.2015.

<sup>433</sup> Nesse regime de câmbio, o Banco Central estabelecia um valor máximo e mínimo em que o câmbio poderia flutuar.

valores próximos ao dólar americano, o qual servia de âncora com a finalidade de conter a historicamente descontrolada inflação do país.

Após nove meses de luta para manter a estabilidade da moeda, logo depois da vitória do presidente da situação, o Banco Central sucumbiu à luta com os especuladores no dia 13 de janeiro de 1999. Naquele exato dia, com R\$ 1,12 (um real e doze centavos), comprar-se-ia \$ 1,00 (um dólar americano).

Após se reduzir a metade das reservas nacionais com a luta contra os especuladores e a vitória destes, o fim da intervenção no câmbio ocasionou rápida depreciação da moeda brasileira: Em 31 de janeiro de 1999 (ou seja, 18 dias depois da data acima destacada), eram necessários R\$2,25 (dois reais e vinte e cinco centavos) para adquirir \$1,00 (um dólar americano).

Portanto, apenas 18 (dezoito) dias depois, com a redução de metade das reservas nacionais na luta contra a especulação, o dólar mais que dobrou o seu valor.

Tal fato acabou minando todo planejamento econômico do país com o conseqüente aumento da inflação (o IGP-M passou de 1,79% em 1998 para 20,10% em 1999), bem como a redução do déficit da balança comercial (de US\$ 6,5 bilhões em 1998 para US\$ 1,2 bilhão em 1999 e US\$ 0,7 bilhão em 2000).

Logicamente que, se não tivesse o Banco Central travada uma forte luta contra os especuladores para não ver a moeda brasileira desvalorizada, o valor do dólar não teria aumentado tanto e de forma tão abrupta; tal luta acabou por tornar ainda mais íngreme a ruptura e por concretizar, em maior escala, os objetivos dos especuladores. Contudo, a inexistência da intervenção poderia significar a inexistência de estabilidade econômica do país depois de décadas de luta contra a hiperinflação.

Independentemente de alguns aspectos positivos terem ocorrido com a desvalorização da moeda brasileira após o ataque especulativo,<sup>434</sup> temos que

---

<sup>434</sup> Cumpre destacar, entretanto, que muitos setores agradeceram a desvalorização da moeda, uma vez que reaqueceu a indústria nacional seja internamente seja externamente, pois os preços dos produtos estrangeiros internamente se tornaram caros e os produtos brasileiros externamente se tornaram baratos, o que facilitou a sua exportação.



o que interessa neste ponto é, em função dos ataques especulativos – que utilizavam o câmbio não para cumprir suas finalidades próprias, mas para lucrar em cima do desespero de um país –, não se pode cumprir um planejamento e objetivos inicialmente previstos pelo Estado.

Os ataques especulativos são estudados com profundidade desde o final da década de 70 e com o desenvolvimento do estudo do tema pela doutrina, acabou-se dividindo os ataques especulativos por gerações, uma vez que as primeiras formas de ataques não foram suficientes para explicar as seguintes, e assim por diante.

Cumprir destacar, desde já, que tais ataques especulativos, apesar de sua concentração de estudo ser principalmente nas variações das taxas cambiais, não se restringem somente a esse ativo específico, podendo se relacionar na flutuação de preços de vários outros ativos financeiros. Entretanto, as consequências para os países que sofrem os ataques especulativos mudam; pois, quando o ataque especulativo se dá contra o câmbio do país, pode ocorrer o fenômeno chamado “milagres da fênix” (*phoenix miracle*), uma vez que a abrupta depreciação da moeda torna as importações bastantes dispendiosas e as exportações bastante competitivas, levando a um saldo positivo na balança comercial,<sup>435</sup> ao passo que se o ataque especulativo for direcionado (e eficaz) contra outros ativos – como no caso da crise de 2008 dos Estados Unidos, que foi direcionado ao valor do imóvel e dos CDO’s –, não se observará, em regra, esse efeito macroeconômico, que gera ganhos indiretos ao país.<sup>436</sup>

A seguir realizaremos uma rápida análise das gerações dos ataques especulativos.

---

<sup>435</sup> Guillermo A. CALVO; Alejandro IZQUIERDO; Ernesto TALVI. “Phoenix Miracles” in *Emerging Markets: Recovering Without Credit from Systemic Financial Crises*. Working paper 12101. Cambridge: National Bureau of Economic Research, março, 2006, p. 37-38.. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w12101>>. Último acesso: 25.03.2017. Ainda no mesmo sentido: Guillermo A. CALVO; Alejandro IZQUIERDO; Ernesto TALVI. “Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets”. *American Economic Review*, Vol. 96, No. 2, maio, 2006, pp. 405-410.

<sup>436</sup> Paul KRUGMAN. *Crises*. Princeton: Princeton University, janeiro 2010, pp. 12-13. Disponível em: <<https://www.princeton.edu/~pkrugman/CRISES.pdf>>. Último acesso em 25.03.2017.

## I. Ataques especulativos de 1ª geração.

Em 1978, Stephen W. Salant e Dale W. Henderson publicaram um artigo,<sup>437</sup> onde se discutiam os efeitos das antecipações das políticas de vendas do governo sobre o preço real do ouro, com destaque ao fato de a tentativa do governo em fixar o preço ou defender um teto de preço com as vendas de seu estoque acabariam resultando em ataques especulativos desestabilizadores.

Em síntese – analisando-se o objetivo do presente trabalho –, o que se demonstrou no referido artigo é que, quando existem previsões no sentido de que o governo aumentará a sua demanda sobre determinado ativo, o valor atual para possuir tais ativos aumentará, entretanto a manutenção de tais ativos pelos especuladores ocorrerá apenas enquanto o seu lucro for similar ao lucro de outros ativos. Quando o preço fixado pelo governo for superior àquele valor fictício sem a intervenção, ocorrerá um súbito ataque de vendas do ativo.

Portanto, fixar artificialmente o valor de um ativo ocasionará um campo propício para ataques de especuladores, que, agindo de forma racional, apenas permanecerão com o ativo enquanto estiver gerando lucros superiores ao de outros ativos.

Como os autores bem destacaram, apesar de o foco do artigo ser o mercado de ouro, o mesmo também seria aplicável às tentativas de se restringir o preço de qualquer recurso exaurível por meio de um estoque regulador.<sup>438</sup>

---

<sup>437</sup> Stephen W. SALANT; Dale W. HENDERSON. "Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold". *The Journal of Political Economy*, Vol. 86, No. 4, Chicago: The University of Chicago Press, agosto, 1978, pp. 627-648.

<sup>438</sup> Nesse sentido: Este artigo focalizou o mercado do ouro. Mas, para concluir, gostaríamos de notar a sua pertinência para outros problemas de preocupação atual. A análise da seção anterior, por exemplo, indica que as tentativas de restringir o preço de qualquer recurso exaurível por meio de um estoque regulador resultarão inevitavelmente em um ataque especulativo. Nesse sentido, as propostas recentes para a estabilização internacional dos preços de certos metais parecem estar destinadas ao fracasso.

Com base em essas ideias semelhantes, Paul R. Krugman, no ano seguinte, escreveu um artigo de grande repercussão sobre ataques especulativos racionais em mercados cambiais.<sup>439</sup> Basicamente, analisando a circunstância da gradual perda de reservas por um pequeno país na tentativa de manter fixa a taxa de câmbio da sua moeda corrente, Krugman observa a transformação do problema de balança de pagamentos em uma crise cambial decorrente da atuação dos especuladores, que, cientes da incerteza da disponibilidade do governo para usar as reservas para defender a taxa de câmbio, retiram o capital do país, para em seguida retornar com altos lucros.<sup>440</sup>

Como pontos importantes desse modelo trazido por Krugman, temos a constatação da suposta racionalidade na concretização dos agentes especuladores, que observam a depreciação da política econômica de um país,

---

Tradução livre para o seguinte trecho: This paper has focused on the gold market. But, in concluding, we would like to note its pertinence to other problems of current concern. The analysis of the previous section, for example, indicates that attempts to restrict the price of any exhaustible resource by means of a buffer stock will inevitably result in a speculative attack. In this sense, recent proposals for the international stabilization of the prices of certain metals seem destined to fail. (Stephen W. SALANT; Dale W. HENDERSON. "Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold", 644).

<sup>439</sup> Paul R. KRUGMAN. "A model of balance-of-payments crises". *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, Issue 3, Columbus: Ohio State University Press, agosto, 1979, pp. 311-325.

<sup>440</sup> Krugman destaca as limitações das suas conclusões da seguinte forma: "A análise está sujeita a duas grandes limitações. O primeiro é que se baseia num modelo macroeconómico altamente simplificado. Isso facilita o desenvolvimento dos principais argumentos, o que significa que a análise dos fatores que desencadeiam uma crise da balança de pagamentos é incompleta. A segunda limitação é que a suposição de que apenas dois ativos estão disponíveis coloca uma restrição irrealista sobre as possíveis ações do governo, porque a única maneira que ele pode pegar taxa de câmbio é vendendo suas reservas. Num modelo mais realista, teríamos de permitir a possibilidade de outras políticas estabilizarem a taxa de câmbio, como as vendas de valores mobiliários de mercado aberto ou a intervenção no mercado a prazo. Apesar dessas limitações, no entanto, a análise é sugestiva, e as ajudas ajudam a explicar por que os esforços para defender as taxas de câmbio fixas muitas vezes levam a crises." Tradução livre para o seguinte trecho: The analysis is subject to two major limitations. The first is that it is based on a highly simplified macroeconomic model. This makes it easier to develop the main points of argument, but means that the analysis of the factors triggering a balance-of-payments crisis is incomplete. The second limitation is that the assumption that only two assets are available places an unrealistic constraint on the possible actions of the government, because the only way it can peg exchange rate is by selling its reserves. In a more realistic model we would have to allow for the possibility of other policies to stabilize the exchange rate, such as an open-market sales of securities or intervention in the forward market. In spite of these limitations, however, the analysis is suggestive, and does help explain why efforts to defend fixed exchange rates so often lead to crises. (Paul R. KRUGMAN. "a model of balance-of-payments crises", 324)

caracterizada pela distância visível entre a realidade econômica das riquezas do país e o valor da sua moeda, para então realizar a atitude especulativa.

Após Krugman, vários outros economistas trataram do ataque especulativo de 1ª geração sempre dando ênfase às expectativas racionais dos investidores quanto à “falta de consistência entre o financiamento monetário do déficit orçamental pelo governo e a concomitante fixação das taxas de câmbio pelo banco central”,<sup>441</sup> o que desencadeia uma resposta natural e previsível em forma de ataque especulativo.<sup>442</sup>

## II. Ataques especulativos de 2ª geração.

Os modelos iniciais de ataques especulativos são simples e estão em conformidade com a teoria econômica prevalecente após a década de 70. Os ataques especulativos da década de 90, entretanto, retiraram o grau de universalidade dessa teoria canônica. Apesar da então prevalência da teoria dos mercados eficientes para explicar os motivos dos ataques, surgiram novos fundamentos que ultrapassavam aqueles trazidos pela teoria dos ataques especulativos de primeira geração, que não podia explicar os ataques a contento.

A desvalorização da moeda inglesa no começo da década de 90, após um forte ataque especulativo – assim como ocorreu em 1931 –,<sup>443</sup> foi ponto de

---

<sup>441</sup> José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS. *Sobre as crises financeiras, o risco sistêmico e a incerteza sistemática*. Dissertação de doutoramento em ciência jurídico-Econômicas na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Coimbra: Almedina, 2012, p.114.

<sup>442</sup> Especial destaque para o trabalho de Robert FLOOD; Peter GARBER. “Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples”. *Journal of International Economics*, Vol. 17, 1984, pp. 1–13, que deixou mais claro o trabalho realizado por Krugman.

<sup>443</sup> Sobre a crise de 1931, vejamos as palavras de Krugman: “Mais convincente, a meu ver, foi o fato de que a história não parece se encaixar muito bem com o que realmente aconteceu em muitas crises monetárias, especialmente em países avançados. Por exemplo, nem a crise da libra esterlina de 1931 nem a de 1992 pareciam ser principalmente sobre a diminuição das reservas cambiais. Em vez disso, ambos pareciam ser sobre governos que descobriram que seu compromisso com uma taxa de câmbio fixa estava interferindo com as tentativas de alcançar os objetivos domésticos, especialmente o pleno emprego. Quando os especuladores começaram a apostar em um abandono da moeda para lidar com preocupações domésticas, as taxas de juros crescentes acentuaram o custo de defender essa posição - daí uma crise, com os especuladores, na verdade, forçando a mão do governo.” Tradução livre do seguinte trecho: More compelling, in my view, was the fact that the story didn't seem to fit very

grande importância para o aprofundamento da matéria, uma vez que as exclusivas deformidades macroeconômicas não estariam sendo mais suficientes para justificar a vitória dos especuladores.

Na oportunidade, o estado inglês entendeu que seria mais coerente com os seus objetivos políticos deixar de assumir novas dívidas, permitindo a desvalorização da sua moeda, passando a se dedicar à concretização de uma política social, objetivando a redução do alto índice de desemprego que o país estava vivenciando.<sup>444</sup>

Naquele período, os países que possuíam a taxa cambial fixa, em geral, passavam por um constante questionamento sobre a manutenção do citado regime ou não. Os motivos para a manutenção do regime eram os mais diversos e iam desde a necessidade de uma âncora para gerar confiança e estabilidade à moeda – muito em função do seu passado de descontrole e hiperinflação do país –, passando pela possibilidade de conferir uma maior facilidade ao cumprimento de compromissos internacionais, até o cumprimento de questões patriotas. Ao passo que o abandono da taxa de câmbio fixa conferiria ao país a possibilidade de depreciação da moeda nacional com a

---

well with what actually happened in many currency crises, especially in advanced countries. For example, neither the sterling crisis of 1931 nor that of 1992 seemed to be mainly about dwindling foreign exchange reserves. Instead, both seemed to be about governments who found that their commitment to a fixed exchange rate was interfering with attempts to achieve domestic objectives, especially full employment. When speculators began to bet on an abandonment of the currency peg to deal with pressing domestic concerns, spiking interest rates sharply increased the cost of defending that peg – hence, a crisis, with speculators in effect forcing the government's hand. (Paul KRUGMAN. *Crises*. Princeton: Princeton University, janeiro, 2010, p. 6. Disponível em: <<https://www.princeton.edu/~pkrugman/CRISES.pdf>>. Último acesso em 25.03.2017).

<sup>444</sup> Nesse sentido: O ponto principal dos modelos de segunda geração pode ser afirmado desta forma: a verdadeira causa das crises monetárias não é tanto o que você está realmente fazendo, como o que os mercados financeiros suspeitam que você pode querer fazer. A política monetária da Grã-Bretanha como membro do Sistema Monetário Europeu era impecável; Mas Soros e outros corretamente suspeitaram que quando pressionado o governo escolheria o emprego sobre a taxa de câmbio. Para ter que evitar tal ataque, o governo britânico teria que mudar não suas políticas, mas suas preferências.. Tradução livre para o seguinte trecho: “the main point of second-generation models may be stated this way: the real cause of currency crises is not so much what you are actually doing, as what the financial markets suspect you might want to do. Britain's monetary policy as a member of the ERM was impeccably correct; but Soros and others correctly suspected that when push came to shove the government would choose employment over the exchange rate. In order to have to prevented such an attack, the British government would have had to change not its policies but its preferences”. (Paul KRUGMAN. "Currency Crises". *International Capital Flows*. Chicago: University of Chicago Press, janeiro 1999, p. 439)

consequente redução da dívida pública em moeda nacional – desde que não indexadas –, o fortalecimento da indústria nacional conferindo maior competitividade de preços aos produtos produzidos no país, o possível combate ao desemprego, etc.<sup>445</sup>

Contudo, quando os especuladores passavam atacar a moeda, aumentavam-se os custos para a manutenção do câmbio fixo, alterando o peso da balança dos questionamentos da política econômica adotada pelo país, passando a inclinar a difícil decisão política para o abandono do regime de taxa de câmbio fixa ou ainda uma crise cambial.

Em alguns casos, a doutrina bem destacou que, em função das consequências das decisões de grandes especuladores, poderia ocorrer o desencadeamento de crises sem nem mesmo existir motivos (fundamentos reais) para tanto.<sup>446</sup> Portanto, a distinção existente entre os modelos de primeira geração e os de segunda geração é que, “enquanto os primeiros alicerçam as crises cambiais nos fundamentos reais, os segundos desvalorizam esses fundamentos. Com efeito, nos modelos de ‘segunda geração’, as crises ganham causalidade e dinâmica próprias e podem ocorrer, apesar de os fundamentos reais apontarem em sentido contrário”.<sup>447</sup>

---

<sup>445</sup> Nesse sentido: José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS. *Sobre as crises financeiras, o risco sistêmico e a incerteza sistemática*. Dissertação de doutoramento em ciência jurídico-Econômicas na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Coimbra: Almedina, 2012, p.118, notas 124, 125 e 126.

<sup>446</sup> Nesse sentido: OBSTFELD destaca quais seriam, no seu entender, os cinco mecanismos para concretização de uma crise monetária em um país que não teria uma grande probabilidade de ocorrência de uma crise: a dívida pública de curto prazo ou remuneráveis com taxa de juros variáveis; influência negativa sobre a estabilidade financeira dos intermediários financeiros (bancos) em decorrência do aumento da taxa de juros, o que faz o banco central ser chamado a intervir como prestador de última instância; o aumento da taxa de juros acaba por promover uma redistribuição de renda que pode ir de encontro aos interesses políticos do Estado; em função do aumento das taxas de juros reais, inicia-se uma grande pressão sobre o governo para a desvalorização autorrealizável; e o efeito contágio. (Maurice OBSTFELD. “Models of currency crises with self-fulfilling features”. *European Economic Review* 40, 1996.: 1037-1047, pp. 1044-1045).

<sup>447</sup> José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS. *Sobre as crises financeiras, o risco sistêmico e a incerteza sistemática*. Dissertação de doutoramento em ciência jurídico-Econômicas na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Coimbra: Almedina, 2012, p.119.

Os países identificados pelos especuladores como vulneráveis ou em estado similar àqueles que seriam vulneráveis poderiam sofrer o ataque especulativo quando ocorressem graus distintos de desconfiança:

- ou quando os próprios especuladores acreditassem que uma crise naquele país estaria próxima;
- ou, mesmo sabendo que o país não estava em estado tão crítico, eles esperassem que os outros especuladores acreditassem que o país estava próximo de uma crise.

Assim, em casos como tais, ocorre, portanto, algo similar àquela metáfora trazida por Keynes sobre o comportamento dos especuladores e sua tentativa de adivinhar a escolha do mercado acionário:

Para variar um pouco de metáfora, o investimento por parte de profissionais pode ser comparado aos concursos organizados pelos jornais, onde os participantes têm de escolher os seis rostos mais belos entre uma centena de fotografias, ganhando o prêmio o competidor cuja seleção corresponda, mais aproximadamente, à média das preferências dos competidores em conjunto; assim, cada concorrente deverá escolher não os rostos que ele próprio considere mais bonitos, mas os que lhe parecem mais próprios a reunir as preferências dos outros concorrentes, os quais encaram o problema do mesmo ponto de vista.

Não se trata de escolher os rostos que, no entender de cada um, são realmente os mais lindos, nem mesmo aqueles que a opinião geral considere realmente como tais. Alcançamos o terceiro grau, no qual empregamos a nossa inteligência em antecipar o que a opinião geral espera que seja a opinião geral. E há pessoas, segundo creio, que vão até o quarto e o quinto grau, ou mais longe ainda.<sup>448</sup>

Basicamente, os novos fundamentos dos ataques especulativos dessa segunda geração partiam daquilo já apontado em momentos anteriores nesse trabalho:<sup>449</sup> o movimento circular do espírito dos especuladores acaba sendo bastante suscetível à manipulação de grandes especuladores, os quais

---

<sup>448</sup> John Maynard KEYNES. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Coleção Os Economistas. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, pp. 166-7.

<sup>449</sup> Como bem destacado por OBSTFELD, “[c]omo uma corrida em um banco, a especulação contra uma moeda cria condições econômicas objetivas que tornam a desvalorização da responsabilidade mais provável”. tradução livre para o seguinte trecho: like a run on a bank, speculation against a currency creates objective economic conditions that make liability devaluation more likely. (Maurice OBSTFELD. “Models of currency crises with self-fulfilling features”. *European Economic Review* 40, 1996: 1037-1047, p. 1039)

influenciam o comportamento de manada, e finda originando crises autorrealizáveis.<sup>450</sup> Além disso, o efeito contágio da crise de um país passa a gerar efeitos em outros países com condições econômicas distintas.<sup>451</sup>

Em suma, nessas primeiras gerações de ataques especulativos, os especuladores tentam se valer de uma âncora a que o alvo da especulação esteja submetido e buscam, através da compra desse ativo que esteja servindo de âncora, torná-la pesada de tal modo que afunda todo o sistema em que o alvo da especulação esteja montado.<sup>452</sup>

---

<sup>450</sup> Nesse sentido: “O resultado, nesses casos, será a possibilidade de crises de taxas de câmbio autorrealizáveis. Um investidor individual não retirará seu dinheiro do país se acreditar que o regime monetário não está em perigo iminente; Mas ele vai fazê-lo se um colapso da moeda parece provável. Uma crise, entretanto, materializará precisamente se muitos investidores individuais puxam seu dinheiro para fora. O resultado é que o otimismo ou o pessimismo serão auto-confirmados; E no caso do pessimismo autoconfirmante, um país terá razão ao afirmar que sofreu uma crise desnecessária”. Tradução livre para o seguinte trecho: “The result in such cases will be the possibility of self-fulfilling exchange rate crises. An individual investor will not pull his money out of the country if he believes that the currency regime is in no imminent danger; but he will do so if a currency collapse seems likely. A crisis, however, will materialize precisely if many individual investors do pull their money out. The result is that either optimism or pessimism will be self-confirming; and in the case of selfconfirming pessimism, a country will be justified in claiming that it suffered an unnecessary crisis”. (Paul KRUGMAN. “Currency Crises”. *International Capital Flows*. Chicago: University of Chicago Press, janeiro 1999: 421-440, p. 427).

<sup>451</sup> Adaptação que entendemos mais lógica do posicionamento de Krugman. Sobre o assunto: Paul KRUGMAN. “Currency Crises”. *International Capital Flows*, 427-432.

<sup>452</sup> OBSTFELD formula modelos simples – com apenas dois negociadores e o banco central – e busca explicar a importância da observância da redução da reserva monetária do país para viabilizar os ataques especulativos de 2ª Geração. Na sua explicação, quando ocorre a “jogo de reserva intermediária”, ou seja, quando nenhum negociador possui verbas suficientes para vencer a defesa governamental, a atuação conjunta traz maiores benefícios do que nas outras possibilidades: reservas altas e baixas do governo. Vejamos o quadro demonstrativo:



É necessário destacar que, como ocorreu com a Inglaterra quando sucumbiu aos dois ataques especulativos de segunda geração, indiretamente, findou-se por gerar efeitos favoráveis àquele país, uma vez que o governo se libertou das amarras do compromisso cambial para poder expandir a demanda e gerar benefícios ao pleno emprego e ao PIB.<sup>453</sup>

<table style="margin: auto; border-collapse: collapse;"> <tr> <td colspan="2" style="padding: 0 10px;"></td> <th colspan="2" style="text-align: center; padding: 5px;">Trader 2</th> </tr> <tr> <td colspan="2" style="padding: 0 10px;"></td> <th style="padding: 5px;">Hold</th> <th style="padding: 5px;">Sell</th> </tr> <tr> <th rowspan="2" style="padding: 5px;">Trader 1</th> <th style="padding: 5px;">Hold</th> <td style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">0, 0</td> <td style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">0, -1</td> </tr> <tr> <th style="padding: 5px;">Sell</th> <td style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">-1, 0</td> <td style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">-1, -1</td> </tr> </table> <p style="text-align: center; margin-top: 10px;">(a) High Reserve game (<math>R = 20</math>)</p>			Trader 2				Hold	Sell	Trader 1	Hold	0, 0	0, -1	Sell	-1, 0	-1, -1	<table style="margin: auto; border-collapse: collapse;"> <tr> <td colspan="2" style="padding: 0 10px;"></td> <th colspan="2" style="text-align: center; padding: 5px;">Trader 2</th> </tr> <tr> <td colspan="2" style="padding: 0 10px;"></td> <th style="padding: 5px;">Hold</th> <th style="padding: 5px;">Sell</th> </tr> <tr> <th rowspan="2" style="padding: 5px;">Trader 1</th> <th style="padding: 5px;">Hold</th> <td style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">0, 0</td> <td style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">0, 2</td> </tr> <tr> <th style="padding: 5px;">Sell</th> <td style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">2, 0</td> <td style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">1/2, 1/2</td> </tr> </table> <p style="text-align: center; margin-top: 10px;">(b) Low Reserve game (<math>R = 6</math>)</p>			Trader 2				Hold	Sell	Trader 1	Hold	0, 0	0, 2	Sell	2, 0	1/2, 1/2
		Trader 2																													
		Hold	Sell																												
Trader 1	Hold	0, 0	0, -1																												
	Sell	-1, 0	-1, -1																												
		Trader 2																													
		Hold	Sell																												
Trader 1	Hold	0, 0	0, 2																												
	Sell	2, 0	1/2, 1/2																												
<table style="margin: auto; border-collapse: collapse;"> <tr> <td colspan="2" style="padding: 0 10px;"></td> <th colspan="2" style="text-align: center; padding: 5px;">Trader 2</th> </tr> <tr> <td colspan="2" style="padding: 0 10px;"></td> <th style="padding: 5px;">Hold</th> <th style="padding: 5px;">Sell</th> </tr> <tr> <th rowspan="2" style="padding: 5px;">Trader 1</th> <th style="padding: 5px;">Hold</th> <td style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">0, 0</td> <td style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">0, -1</td> </tr> <tr> <th style="padding: 5px;">Sell</th> <td style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">-1, 0</td> <td style="border: 1px solid black; padding: 5px; text-align: center;">3/2, 3/2</td> </tr> </table> <p style="text-align: center; margin-top: 10px;">(c) Intermediate Reserve game (<math>R = 10</math>)</p>						Trader 2				Hold	Sell	Trader 1	Hold	0, 0	0, -1	Sell	-1, 0	3/2, 3/2													
		Trader 2																													
		Hold	Sell																												
Trader 1	Hold	0, 0	0, -1																												
	Sell	-1, 0	3/2, 3/2																												

Fig. 2. The extent of the government's commitment to defend the exchange rate determines the nature of possible equilibria.

(Maurice OBSTFELD. "Models of currency crises with self-fulfilling features". *European Economic Review* 40, 1996: 1037-1047, p. 1039)

<sup>453</sup> De forma irônica, Krugman traz o seguinte sobre os efeitos favoráveis decorrentes da sucumbência inglesa aos ataques especulativos de segunda geração: Modelos de crise de segunda geração sugerem que sucumbir a um ataque especulativo deve ser bom para o emprego e para o PIB: já não limitado pelo compromisso cambial, um governo estaria livre para expandir a demanda. Isso é, de fato, o que aconteceu após as duas crises da libra esterlina, com 60 anos de diferença: Eu costumava brincar que a Grã-Bretanha deveria erguer uma estátua de George Soros em Trafalgar Square, para agradecê-lo por conseguir retirar o Reino Unido do MRE. Tradução livre do seguinte trecho: "Second-generation crisis models suggested that succumbing to a speculative attack should be good for employment and GDP: no longer constrained by the exchange rate commitment, a government would be free to expand demand. That is, in fact, what happened in the aftermath of the two sterling crises, 60 years apart: I used to joke that Britain should erect a statue of George Soros in Trafalgar Square, to thank him for

Por esses modelos de ataques especulativos, podemos observar que a atuação especulativa pode ser explicada tanto por supostas expectativas racionais autorrealizáveis dos especuladores, como pelo comportamento irracional de mandada, guiados ou não por grandes especuladores manipuladores de mercado.<sup>454</sup>

### III. Ataques especulativos de 3ª geração e assimetria de informações.

Diferentemente dos ataques especulativos de segunda geração, que possibilitaram até a melhora no PIB e a redução de desemprego, os ataques que ocorreram no final da década de 90 acabaram por afetar, de forma significativa, a economia real, gerando a contração do PIB dos países afetados em medidas superiores a 10% (dez por cento) em muitos casos.<sup>455</sup> Eram os famosos ataques especulativos de terceira geração.

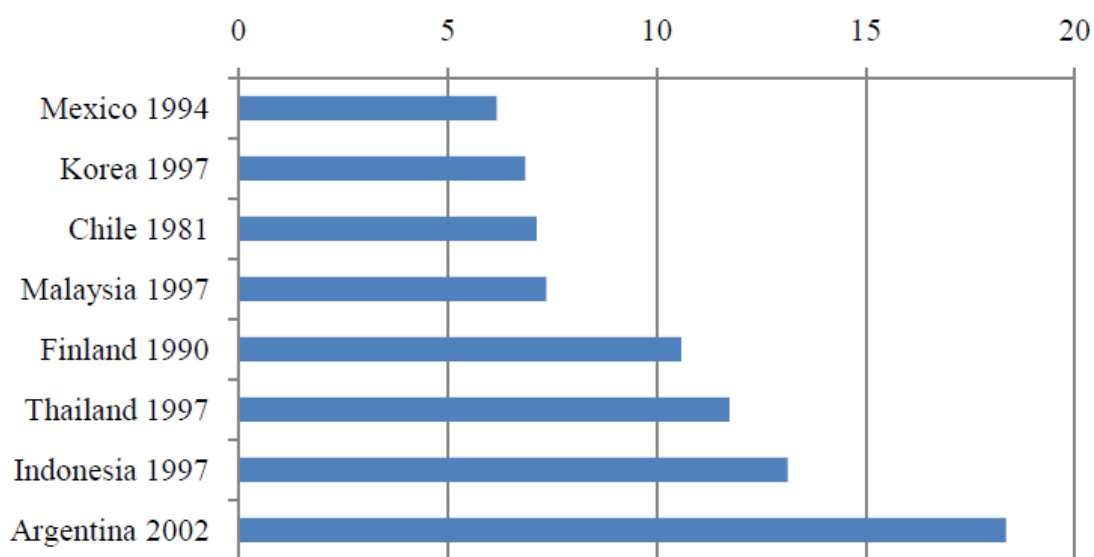
---

getting the UK out of the ERM.”. (Paul KRUGMAN. *Crises*. Princeton: Princeton University, janeiro 2010, p. 6-7. Disponível em: <<https://www.princeton.edu/~pkrugman/CRISES.pdf>>. Último acesso em 25.03.2017).

<sup>454</sup> Nesse sentido: Paul KRUGMAN. "Currency Crises". *International Capital Flows*. Chicago: University of Chicago Press, janeiro, 1999: 421-440, p. 431.

<sup>455</sup>

#### GDP declines in third-generation currency crises



(Paul KRUGMAN. *Crises*, p. 3)

Na nossa concepção, essa terceira geração de ataques especulativos são decorrência direta das crises financeiras desenvolvidas por bolhas especulativas na forma anteriormente tratadas nesse trabalho. Muito em função disso, ela é conhecida pelas crises de *desalavancagem* (*Deleveraging crises*). Seus fundamentos derivam, principalmente, da grande mobilidade de capital e da grande quantidade de dívidas das empresas nacionais em moedas estrangeiras. Ou seja, os empréstimos estrangeiros inflam os valores dos ativos de um país, formando uma conhecida bolha especulativa. Após a “corrida em busca do ouro”, por algum motivo, ocorre o estouro da bolha e, então, há uma forte fuga de capital e, conseqüentemente, a desvalorização da moeda, o que acaba por agravar ainda mais a situação daqueles que estão com dívidas em moeda estrangeira.<sup>456</sup> Após pode ocorrer o efeito contágio, afetando outros setores ou outras nações, que não possuíam motivos para serem atacadas.

É bom deixar claro que, como se pode observar pela crise dos Estados Unidos de 2008 – apesar da divergência existente<sup>457</sup> – também caracterizada pela doutrina como decorrente de ataques especulativos de terceira geração, a moeda estrangeira não é ponto essencial para a sua formação. A grande dívida dos Estados Unidos, em sua esmagadora maioria, é em dólares americanos.

---

<sup>456</sup> Nos trabalhos iniciais sobre tais ataques especulativos, destacou-se que a grande dívida em moeda estrangeira dos bancos e de outras empresas do país atacado era potencializada em decorrência da depreciação da moeda, o que aumentava ainda mais a dívida, quebrando tais empresas, gerando pânico e ocasionando o ciclo especulativo bem estudado anteriormente. Nesse sentido: Paul KRUGMAN. “Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises” *in*: Robert FLOOD; Peter ISARD, Assaf RAZIN; Andrew K. ROSE (orgs.). *International finance and financial crises: essays in honor of Robert P. Flood, Jr.*, Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999, pp. 31-44. Também: Roberto CHANG; Andres VELASCO. “Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy,” *NBER Working Paper* No. 7272, 1999.

<sup>457</sup> Sobre a questão: “A crise de 2008 não pertence a apenas um único modelo de crise, não é apenas simples crise bancária ou cambial, nem mesmo uma crise de falta de liquidez, ou crise de inadimplência. A crise de 2008 é resultado de uma combinação de fatores que provavelmente não se repetirá tão cedo, e que, por isso mesmo, nos alerta para a próxima crise financeira. A crise de 2008 é resultado de erros de política econômica em economias tidas como praticantes de boas políticas monetárias, erros dos mercados financeiros dificilmente eficientes, erros dos agentes econômicos que viveram sobre manias de títulos lastreados em hipotecas, ou seja, títulos garantidos por dívidas, ingenuamente confiantes em técnicas e métodos econométricos afinados para medir volatilidades e exposições a riscos”. (Márcio HOLLAND. “Por que os economistas erram, e continuarão errando?”. *Econômica*. Revista do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal Fluminense. v. 11, n.2 (2012). Rio de Janeiro Niterói: PPGE/Faculdade de Economia, pp. 61-76, dezembro, 2009, p. 73).

<sup>458</sup> Portanto, o ponto essencial dos ataques especulativos de terceira geração não é a grande dívida formada em moeda estrangeira, mas a desalavancagem dos ativos baseados, no nosso entender, na assimetria de informações do mercado.

Os ataques especulativos de terceira geração foram formados da análise das fortes crises do final dos anos 90 na Ásia. Na ocasião, observou-se que ela se diferenciava dos ataques especulativos de primeira geração pelo fato de não terem ocorridos motivos macroeconômicos relevantes para a sua formação. <sup>459</sup> E também se diferenciava dos ataques de segunda geração pela inexistência de um nível de desemprego nos países afetados que incentivasse a busca por uma política expansionista em detrimento da manutenção da taxa de câmbio fixa. <sup>460</sup> Essas distinções fez com que fossem buscadas uma nova categorização de ataques especulativos.

As razões para justificar tal novo formato de ataques especulativos foram inúmeras, cada doutrinador observando uma particularidade. Entretanto, em síntese, as principais teorias decorrem da assimetria de informações do mercado. <sup>461</sup>

---

<sup>458</sup> Nesse sentido: Paul KRUGMAN. *Crises*. Princeton: Princeton University, janeiro 2010, p. 10. Disponível em: <<https://www.princeton.edu/~pkrugman/CRISES.pdf>>. Último acesso em 25.03.2017).

<sup>459</sup> Nesse sentido: Por critérios normais, os orçamentos governamentais estavam em boa forma; Os déficits em conta corrente eram grandes na Tailândia e na Malásia, mas relativamente moderados na Coreia e na Indonésia; Apesar de alguma desaceleração no crescimento em 1996, não havia um caso forte de que qualquer país precisasse de uma desvalorização por razões competitivas ou macroeconômicas. Tradução livre do seguinte trecho: By normal criteria, government budgets were in good shape; current account deficits were large in Thailand and Malaysia, but relatively moderate in Korea and Indonesia; despite some slowdown in growth in 1996, there was not a strong case that any of the countries needed a devaluation for competitive or macroeconomic reasons. (Paul KRUGMAN. "Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises" in: Robert FLOOD; Peter ISARD, Assaf RAZIN; Andrew K. ROSE (orgs.). *International finance and financial crises: essays in honor of Robert P. Flood, Jr.*, Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999, p. 33).

<sup>460</sup> Paul KRUGMAN. "What Happened to Asia?" janeiro, 1998. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/Terceiros/Cursos/Krugman-WhatHappenToAsia.pdf>>. Último acesso em: 27.03.2017.

<sup>461</sup> Nesse sentido: "Conforme descrito, entre outros, em Krugman (1998), Corsetti, Pesenti & Roubini (1998), Canuto (2001) e Curado (2001), a principal distinção entre, de um lado, a literatura de "primeira" e "segunda" gerações e, de outro, a literatura de "terceira geração" encontra-se no fato de que esta última entende a crise cambial como uma crise financeira derivada de problemas de assimetrias de informação nos mercados financeiros e não uma consequência de problemas na gestão de política macroeconômica, a ênfase dos

Em uma das explicações para os ataques especulativos sobre a moeda asiática decorrente da teoria da assimetria de informações, temos a existência do risco moral, uma vez que o processo de inflação de ativos se deu pelas implícitas garantias governamentais aos intermediários financeiros, o que gerou grande confiança para empréstimos excessivamente arriscados. O passo seguinte foi a formação de uma bolha nos preços dos ativos, a qual foi sustentada pela proliferação de ativos de riscos em uma espécie de processo circular. Então, quando foi colocada à prova a excessiva confiança de que o governo cobriria uma situação de dificuldade, a bolha estourou e o movimento circular ganhou contornos inversos e mais céleres.<sup>462</sup>

A explicação para o crescimento dessa bolha é bastante simples e racional.<sup>463</sup>

---

modelos de “primeira” e “segunda” gerações”. (Otaviano CANUTO; Marcelo CURADO. "Modelos de crises cambiais de 'terceira geração' versus fatos estilizados na América Latina". *Economia e Sociedade*. Campinas, (16): 43-64, junho, 2001, p. 43).

<sup>462</sup> Paul KRUGMAN. “What Happened to Asia?” Janiero, 1998, p. 2. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/Terceiros/Cursos/Krugman-WhatHappenToAsia.pdf>>. Último acesso em: 27.03.2017.

<sup>463</sup> Estudos mais recentes vêm mostrando que os momentos de rápido crescimento (chamados booms moments) nem sempre é sinônimo de crise posterior. Um pouco menos de um a cada cinco fenômeno de *booms moments* gera uma crise bancária sistêmica. Segundo o estudo realizado por Baraja, Dell'Ariccia e Levchenko. Vejamos suas conclusões:

“Dito isto, apenas uma minoria de aumentos de crédito levou a episódios de angústia financeira. Dos 137 aumentos de crédito identificados neste artigo, apenas 23 precedem crises bancárias sistêmicas (cerca de 16%), com essa proporção aumentando para 31 (cerca de 23%) se forem incluídos episódios não sistêmicos de sofrimento financeiro”. Tradução livre do seguinte trecho: “That said, only a minority of credit booms has led to episodes of financial distress. Out of 137 credit booms identified in this paper, only 23 precede systemic banking crises (about 16 percent), with that proportion rising to 31 (about 23 percent) if non-systemic episodes of financial distress are included”. (Adolfo BARAJAS; Giovanni DELL'ARICCIA; Andrei LEVCHENKO. “Credit Booms: The Good, the Bad, and the Ugly”, trabalho não publicado, *International Monetary Fund*, 2007).

Eles ainda complementam no seguinte sentido: “A proporção de booms que terminam em crises e episódios de sofrimento financeiro é notavelmente estável em todos os critérios de identificação. Dos 209 booms identificados por um limiar bruto de 10% no crescimento relativo do razão crédito / PIB, 34 terminam em crises sistêmicas e 50 em alguma forma de angústia financeira”. Tradução livre do seguinte trecho: “The proportion of booms ending in crises and episodes of financial distress is remarkably stable across identifying criteria. Of the 209 booms identified by a crude 10 percent threshold in relative growth of the credit-to-GDP ratio, 34 end up in systemic crises and 50 in some form of financial distress”.(Adolfo BARAJAS; Giovanni DELL'ARICCIA; Andrei LEVCHENKO. “Credit Booms: The Good, the Bad, and the Ugly”, nota de rodapé n. 3)

Também nesse sentido: “Na verdade, a maioria das crises bancárias nos últimos 25 anos ocorreu na esteira de períodos de crescimento extremamente rápido do crédito. No entanto, nem todos os auges de crédito são acompanhados por crises bancárias. Na verdade,

O fato de o especulador (em geral, o intermediário financeiro que está negociando com dinheiro de terceiros) somente ter lucros e não ter prejuízos é um excelente incentivo para a busca pelo investimento de mais alto risco, uma vez que a chance de lucro dele será maior e a chance de prejuízo continuará a ser nenhuma.<sup>464</sup>

A garantia conferida pelos governos proporciona a apreensão de empréstimos com juros reduzidos – juros bem abaixo daquele que seriam corretos para o risco a ser tomado – e, conseqüentemente, há grande lucros para os intermediários e o aumento da quantidade de investimentos, gerando a inflação dos ativos.<sup>465</sup>

---

a maioria dos estudos descobre que, embora a probabilidade de uma crise bancária aumentar significativamente (entre 50% e 75%) durante os booms, historicamente apenas 20% dos episódios de boom terminaram em crise”. Tradução livre para o seguinte trecho: “Indeed, most major banking crises in the past 25 years have occurred in the wake of periods of extremely fast credit growth. Yet, not all credit booms are followed by banking crises. Indeed, most studies find that, while the probability of a banking crisis increases significantly (by between 50% and 75%) during booms, historically only about 20% of boom episodes have ended in a crisis”. (Carmen REINHART; Andrew FELTON. “The First Global Financial Crisis of the 21st Century”. *VoxEU-Centre for Economic Policy Research*, julho, 2008:1-169, p. 8)

<sup>464</sup> Nesse sentido, vejamos a explicação de Krugman: Um exemplo numérico é suficiente para fazer o ponto aqui. Suponha que a renda em uma unidade de terra poderia ser 25, com uma probabilidade de 2/3, ou 100, com uma probabilidade de 1/3. Investidores neutros em risco estariam então dispostos a gastar  $(2/3)H_{25} + (1/3)H_{100} = 50$  pelos direitos a essa terra. Mas agora suponha que haja intermediários financeiros, mais uma vez capazes de contrair empréstimos à taxa de juros mundial (novamente normalizada a zero) porque são percebidos como garantidos. E também como antes, assumimos que os proprietários não precisam colocar qualquer um do seu próprio dinheiro em risco, mas que a concorrência entre os intermediários elimina qualquer lucro econômico esperado. O resultado é óbvio: os intermediários estarão dispostos a licitar sobre a terra, com base não no valor esperado de aluguel futuro, mas no *Pangloss value* neste caso 100. Assim, toda a terra vai acabar sendo possuída por intermediários, e o preço da terra será o dobro do que seria em uma economia não distorcida. Tradução livre para o seguinte trecho: A numerical example is sufficient to make the point here. Suppose that the rent on a unit of land could be either 25, with a probability of 2/3, or 100, with a probability of 1/3. Risk-neutral investors would then be willing to spend  $(2/3)H_{25} + (1/3)H_{100} = 50$  for the rights to that land. But now suppose that there are financial intermediaries, once again able to borrow at the world interest rate (again normalized to zero) because they are perceived as being guaranteed. And also as before, we assume that owners need not put any of their own money at risk, but that competition among the intermediaries eliminates any expected economic profit. The result is obvious: intermediaries will be willing to bid on the land, based not on the expected value of future rent but on the *Pangloss value* - in this case 100. So all land will end up owned by intermediaries, and the price of land will be double what it would be in an undistorted economy. (Paul KRUGMAN. “What Happened to Asia?” Jan, 1998, p. 7. Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/Terceiros/Cursos/Krugman-WhatHappenToAsia.pdf>. Último acesso em: 27.03.2017.

<sup>465</sup> Por outro lado, quando ocorrer o aumento dos juros, também se destaca outra consequência negativa da assimetria de informações: a “seleção adversa” de tomadores de crédito. Nesse caso, os juros altos passam a ser enfrentados, em regra, apenas por aqueles que buscam lucros ainda maiores do que os altos juros, portanto, normalmente, atividades de

Some-se, como argumentação marginal, o fato de que se justificam as crises mais comuns nos países emergentes, o relevante argumento de que, em função do repentino crescimento, “os gestores das instituições bancárias muitas vezes careciam de conhecimentos especializados para gerir os riscos adequadamente quando novas oportunidades de crédito se abriam após a liberalização financeira. Além disso, com o rápido crescimento do crédito, as instituições bancárias não podiam somar o capital gerencial necessário (funcionários de crédito bem treinados, sistemas de avaliação de riscos, etc.) o suficiente para permitir que essas instituições monitorassem adequadamente esses novos empréstimos”.<sup>466</sup>

Mas, como já analisado anteriormente, independentemente, de se tratar de países emergentes ou desenvolvidos, a “cegueira eufórica” é um fenômeno que acontece em função da afobação pela proximidade do alto lucro que ocasiona, inclusive, sem uma explicação racional, o afrouxamento do padrão de avaliação da viabilidade de um negócio.<sup>467</sup>

Por sua vez, tenta-se explicar racionalmente tal afobação em função da fragilidade do próprio sistema de supervisão ao prever uma rede de segurança implícita que cria um problema de risco moral. Dessa forma, “depositantes e

---

alto risco. Então, aquelas atividades mais seguras que não seriam merecedoras de juros com taxas tão altas não será concretizada, o que fará com que o sistema acabe se direcionando para as atividades especulativas.

<sup>466</sup> Tradução livre e adaptação do seguinte trecho: “The first is that managers of banking institutions often lacked the expertise to manage risk appropriately when new lending opportunities opened up after financial liberalization. In addition, with rapid growth of lending, banking institutions could not add the necessary managerial capital (well-trained loan officers, risk-assessment systems, etc.) fast enough to enable these institutions to screen and monitor these new loans appropriately”. (Frederic S. MISHKIN. “Lessons from the Asian crisis”. *National Bureau of Economic Research Working Papers*, n. 7.102, abril, 1999, p. 4-5. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7102>>. Último acesso em: 29 03.2017).

<sup>467</sup> Nesse sentido, sobre a redução dos padrões de avaliação: “Enquanto os depositantes nacionais e estrangeiros confiarem na capacidade de os depositários cumprirem com as suas obrigações ou enquanto acreditarem na intervenção salvadora de uma rede de protecção pública, continuarão a canalizar suas poupanças para os depositários; assim, os depositários canalizarão os fluxos crescentes de fundos para projectos de investimento em curso, para projectos já planeados e ainda não executados e para novos projectos de investimento, mas também os canalizarão para projectos antigos, cujos financiamentos anteriores foram recusado, ou para projectos novos, cujo financiamento seria recusado de acordo com os padrões anteriores de avaliação. (José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS. *Sobre as crises financeiras, o risco sistémico e a incerteza sistemática*. Dissertação de doutoramento em ciência jurídico-Econômicas na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Coimbra: Almedina, 2012, p.129).

credores estrangeiros para os bancos do Leste Asiático, sabiam que provavelmente haveria resgate governamental para protegê-los, proporcionando-lhes assim pouco incentivo para monitorar os bancos, com o resultado que essas instituições tinham um incentivo para assumir riscos excessivos por agressividade procurando novos negócios de crédito”.<sup>468</sup>

No sentido acima exposto, os ataques especulativos de 3ª geração seriam plenamente racionais muito se assemelhando aos ataques canônicos.

<sup>469</sup> Entretanto, tal racionalidade dos especuladores não é aceita pela maior

---

<sup>468</sup> Tradução livre e adaptação do seguinte trecho: “The second reason why excessive risk-taking occurred was the inadequacy of the regulatory/supervisory system. Even if there was no explicit government safety net for the banking system, there clearly was an implicit safety net that created a moral hazard problem. Depositors and foreign lenders to the banks in East Asia, knew that there were likely to be government bailouts to protect them, thus providing them with little incentive to monitor banks, with the result that these institutions had an incentive to take on excessive risk by aggressively seeking out new loan business”. (Frederic S. MISHKIN . “Lessons from the Asian crisis”. *National Bureau of Economic Research Working Papers*, n. 7.102, abr. 1999, p. 5. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7102>>. Último acesso em: 29 03.2017).

No mesmo sentido: Parece haver um consenso generalizado de que os períodos de rápido crescimento do crédito tendem a ser acompanhados pelo afrouxamento dos padrões de empréstimos. Por exemplo, em discurso proferido perante o Independent Community Bankers of America em 7 de março de 2001, o ex-presidente do Federal Reserve, Alan Greenspan, apontou “uma tendência infeliz” entre os banqueiros de emprestar agressivamente no auge de um ciclo e argumentou que a maioria dos empréstimos ruins foram feitos através deste tipo agressivo de empréstimos. Na verdade, a maioria das crises bancárias nos últimos 25 anos ocorreu na esteira de períodos de crescimento extremamente rápido do crédito. Tradução livre para o seguinte trecho: “Credit booms There appears to be widespread agreement that periods of rapid credit growth tend to be accompanied by loosening lending standards. For instance, in a speech delivered before the Independent Community Bankers of America on March 7, 2001, former Federal Reserve Chairman Alan Greenspan pointed to “an unfortunate tendency” among bankers to lend aggressively at the peak of a cycle and argued that most bad loans were made through this aggressive type of lending. Indeed, most major banking crises in the past 25 years have occurred in the wake of periods of extremely fast credit growth. Yet, not all credit booms are followed by banking crises.” (Carmen REINHART; Andrew FELTON. “The First Global Financial Crisis of the 21st Century”. *VoxEU-Centre for Economic Policy Research*, julho, 2008: 1-169, p. 8)

<sup>469</sup> Esse é o sentido trazido nos textos de Corsetti, Pesenti & Roubini. Segundo os autores, diferentemente do trazido pelos números expostos, *os governos dos países asiáticos estavam, na verdade, repletos de gastos imprudentes e insustentáveis, uma vez que as garantias implícitas dadas pelo governo levaram ao risco moral com consequentes empréstimos de alto risco. Então, bastaram os especuladores observarem o grande volume de dívida do governo para perceberem o ambiente propício para o ataque especulativo. Assim, tal modelo seria bastante similar ao modelo de 1ª geração de ataques especulativos. Nesse sentido, os próprios autores: "Dada a natureza prospectiva da demanda de dinheiro pelos agentes de elite, a lógica dos ataques especulativos em nosso modelo é a mesma que no modelo de Krugman (1979) da crise da balança de pagamentos (...) De fato, assim que as reservas atingirem o limiar que desencadeia uma crise financeira, o governo precisa mobilizar recursos para financiar seus planos de resgate."* Tradução livre do seguinte trecho: “Given the forward-looking nature of money demand by the elite agents, the logic of speculative attacks in our model is the same as in the Krugman (1979) model of balance of payments crisis (...) In



parte da doutrina, que atenta para aspectos relevantes como o efeito contágio, o comportamento de manada e o poder de manipulação de mercado pelos grandes especuladores.

É comum a argumentação de que o efeito contágio seria representativo do comportamento irracional por parte dos investidores, seja em função da própria irracionalidade dos indivíduos, seja em função dos incentivos assimétricos enfrentados.<sup>470</sup>

Importa mencionar que, em muitos casos, o comportamento do indivíduo em escolher a “irracionalidade” de acompanhar a manada, ou seja, retirar seu investimento sem ter ciência da real situação do ativo é, entretanto, bem lógico-racional.

Ainda antes de um verdadeiro momento de crise, ao se escutar boatos da possível decadência do ativo investido, o investidor tem as seguintes percepções a seguir:

- a) Está convicto do investimento realizado e dos seus reais fundamentos e, assim, continua com o investimento;
- b) Não está convicto dos fundamentos reais do investimento realizado e busca informações sobre o referido boato. Para se aumentar o nível de confiança da informação, em regra, o seu custo para adquiri-la deve aumentar também. Então, podemos ter duas atitudes aqui do investidor:<sup>471</sup>

---

fact, as soon as reserves hit the threshold that triggers a financial crisis, the government needs to mobilize resources to finance its bailout plans.” (Giancarlo CORSETTI; Paolo PESENTI; Nouriel ROUBINI. "Paper tigers? A model of the Asian crisis" in G. CORSETTI et al. *European Economic Review* 43, Elsevier Science B.V., 1999: 1211-1236, p. 1227).

<sup>470</sup> Nesse sentido: “Pode-se também argumentar, é claro, que o contágio reflete o comportamento irracional por parte dos investidores, seja porque os indivíduos são realmente irracionais ou porque os gerentes de dinheiro enfrentam incentivos assimétricos.” tradução livre do seguinte trecho: “One may also argue, of course, that contagion reflects irrational behavior on the part of investors, either because individuals are really irrational or because money managers face asymmetric incentives” (Paul KRUGMAN. “Currency Crises”. *International Capital Flows*. National Bureau of Economic Research, Chicago: University of Chicago Press, 1999: 421-466, p. 431).

<sup>471</sup> No sentido da análise do gasto que teria o investidor para adquirir e processar as informações sobre o país específico, a fim de verificar a veracidade do boato: Guillermo A. CALVO; Enrique G. MENDOZA. "Rational contagion and the globalization of securities markets", *Journal of International Economics* 51, Elsevier Science B.V. 2000, pp. 79-113.

- i. Achar desproporcional o custo, não arcá-los, desistindo do ativo, dando início ou já seguindo o comportamento de manada.
- ii. Arcar com o custo da informação. Tal decisão será racional se a expectativa de retorno com a informação (EUI) for superior à expectativa de não obtenção da informação (EUu), caso contrário, não pagará pela informação.<sup>472</sup> Uma vez obtida a informação, a atitude do investidor pode ser as seguintes:
  1. A informação apenas confirma o boato e o investidor sai do investimento, tendo apenas perdido o valor pago para obter a informação e o tempo de difusão do boato com a consequente desvalorização do ativo.
  2. A informação contraria o boato. Então, o investidor permanece com o investimento. Nesse caso, pode ocorrer de o ataque especulativo não ter sucesso. Pode ocorrer de a informação adquirida estar errada e a permanência no investimento apenas ocasionará a perda com a desvalorização dos valores investidos. E pode ocorrer também aquele já tratado efeito autorrealizável levantado por Soros, através do qual se consegue, inclusive, transformar os fundamentos do investimento (a chamada alquimia financeira). Neste caso, o investimento perderá valor e somente retornará aos patamares anteriores ao ataque especulativo após um período (e se conseguir retornar).

---

<sup>472</sup> Nesse sentido: Guillermo A. CALVO; Enrique G. MENDOZA. "Rational contagion and the globalization of securities markets", *Journal of International Economics* 51, Elsevier Science B.V. 2000, pp. 79-113.

- c) Não está convicto dos fundamentos reais do investimento realizado e não busca informações sobre o referido boato apenas retirando o valor investido, dando início ou continuidade ao comportamento de manada.

Portanto, percebemos que, após a circulação de um boato, o risco da permanência do investidor com o ativo é bastante alto, uma vez que, a depender da força do ataque, a desvalorização do mesmo pode ser autorrealizável como já tratado anteriormente, não importando se os fundamentos reais do ativo eram sólidos, não importando a racionalidade do especulador. E a permanência com o investimento por mais tempo pode também significar a desvalorização do mesmo e, conseqüentemente, menores lucros ou maiores prejuízos.

Além disso, outro fator indiscutível que influencia a posição do especulador junto com a manada é que perder junto com os outros especuladores é bem mais “aceitável” do que perder contra eles. Principalmente, se se está administrando bens de terceiros, pois a forte concorrência entre os fundos gestores não possibilita a manutenção de uma imagem de não atenção ao movimento do mercado, passando assim uma imagem negativa do fundo para os seus contratantes.<sup>473</sup>

Não bastasse, a globalização dos mercados de valores mobiliários promove o contágio entre os investidores, enfraquecendo os incentivos para a coleta de informações caras sobre o país e fortalecendo os incentivos para imitar carteiras de mercado arbitrárias, ou seja, quanto maiores serão a possibilidade de investimentos em outros ativos ou em outros países (quanto maior o mercado), menores serão as chances de se ter custo com a obtenção de informações sobre determinado ativo ou mesmo de o investidor permanecer

---

<sup>473</sup> Krugman complementa: “Na medida em que os gerentes de dinheiro são compensados com base em comparação com outros gerentes de dinheiro, então, eles podem ter fortes incentivos para agir da mesma forma, mesmo se eles têm informações sugerindo que o julgamento do mercado é de fato errado”. Tradução livre para o seguinte trecho: “To the extent that money managers are compensated based on comparison with other money managers, then, they may have strong incentives to act alike even if they have information suggesting that the market’s judgment is in fact wrong”. (Paul KRUGMAN. “Currency Crises”. *International Capital Flows*, National Bureau of Economic Research, Chicago: University of Chicago Press, 1999, pp. 421-466, p. 429)

com o ativo com o risco de uma desvalorização decorrente do efeito autorrealizável.<sup>474</sup>

Assim, após um boato, apesar de a fundamentação para saída do especulador decorrer possivelmente de uma análise lógica como demonstrado acima, a atitude da maioria dos especuladores durante um ataque especulativo não se pauta em uma análise dos fundamentos do investimento, mas tão somente na reprodução de um comportamento de outros investidores na tentativa de obtenção, na maioria dos casos, do maior lucro possível ou, em outros casos, do menor prejuízo.<sup>475</sup>

Portanto, uma retirada do investimento após um boato pode configurar o início ou dar mais impulso a essa reprodução comportamental “impensada” (por imitação), gerando a depreciação econômica do objeto investido, do setor ou até mesmo gerando uma crise de maior escala.<sup>476</sup>

---

<sup>474</sup> Em sentido similar: “(...) a globalização dos mercados de valores mobiliários pode promover o contágio entre os investidores enfraquecendo os incentivos para a coleta de informações caras sobre o país e fortalecendo os incentivos para imitar carteiras de mercado arbitrárias. Na presença de restrições de curto prazo, o ganho de utilidade de coleta de informações a um custo fixo converge para um nível constante e pode diminuir à medida que os mercados de títulos crescem. Além disso, se o custo marginal de um gestor de carteira para rendimentos abaixo do mercado exceder o ganho marginal para retornos acima do mercado, existe uma gama de carteiras ótimas em que todos os investidores imitam carteiras de mercado arbitrárias e este intervalo aumenta à medida que o mercado cresce”. Tradução livre e adaptação do seguinte trecho: “(...) the globalization of securities markets may promote contagion among investors by weakening incentives for gathering costly country-specific information and by strengthening incentives for imitating arbitrary market portfolios. In the presence of short-selling constraints, the utility gain of gathering information at a fixed cost converges to a constant level and may diminish as securities markets grow. Moreover, if a portfolio manager's marginal cost for yielding below-market returns exceeds the marginal gain for above-market returns, there is a range of optimal portfolios in which all investors imitate arbitrary market portfolios and this range widens as the market grows”. (Guillermo A. CALVO; Enrique G. MENDOZA . "Rational contagion and the globalization of securities markets", *Journal of International Economics* 51, Elsevier Science B.V. 2000, pp. 79-113, p. 79).

<sup>475</sup> Não foi outra a conclusão de Robert J. Shiller e John Pound (*in*: Robert J. SHILLER; John POUND. "Survey Evidence on Diffusion of Investment Among Institutional Investors", *NBER Working Papers* 1851, National Bureau of Economic Research, Inc, *Journal of Economic Behavior and Organization* vol. 12, 1989, p. 47-66). Segundo o trabalho dos autores, restou demonstrado que os investidores durante a quebra do mercado de ações de 1987 se permitiram ser influenciados pela comunicação de boatos boca-a-boca em função da queda dos preços, gerando o efeito contágio no mercado financeiro.

<sup>476</sup> Necessário destacar que esse efeito negativo de um setor pode ser o efeito positivo de outro. Assim, como o contágio pode gerar efeitos de pessimismo de determinado ativo, pode também gerar efeitos de otimismo de outro. Nesse sentido: (Paul KRUGMAN. "Currency Crises". *International Capital Flows*, National Bureau of Economic Research, Chicago: University of Chicago Press, 1999: 421-466, p. 431).

A assimetria de informações faz com que um investidor, que não possui informações suficientes sobre determinado ativo, acredite que outro está mais bem informado e por isso está tomando determinada atitude. Isso ocorre principalmente quando atitudes são tomadas por grandes investidores. Vejamos um exemplo trazido pela doutrina:

Suponha que o investidor 1 tenha informações especiais sobre o mercado imobiliário tailandês, o investidor 2 tenha informações especiais sobre a condição financeira dos bancos e o investidor 3 tenha informações sobre as discussões internas do governo. Se o investidor 1 obtiver alguma informação negativa, ele pode vender, uma vez que é tudo o que ele tem para decidir; Se o investidor 2 descobrir que o investidor 1 vendeu, ele pode vender também, mesmo que sua própria informação privada seja neutra ou até mesmo ligeiramente positiva. E o investidor 3 pode então acabar vendendo, mesmo se sua própria informação seja favorável, porque o fato de que ambos os investidores 1 e 2 terem vendido leva-o a concluir que ambos podem muito bem ter recebido más notícias, embora não seja verdade.<sup>477</sup>

Exatamente em função dessa necessidade de se guiar olhando para o lado dos investidores é que se abre a possibilidade de manipulação de mercados. Os grandes especuladores, sem precisar nem mesmo de combinação prévia com os outros especuladores, sozinhos podem movimentar montantes que acabam influenciando todo o mercado envolvido: basta comprar ativos de curto prazo em um país e depois induzir o mercado em uma determinada posição através da divulgação de suas próprias atitudes e sair do mercado com seu lucro.<sup>478</sup>

Então, tais ataques a um determinado ativo de um local acabam por levantar suspeitas em relação a outros locais que apresentam “aparentemente”

---

<sup>477</sup> Tradução livre do seguinte trecho: “Suppose that investor 1 has special information about the Thai real estate market, investor 2 has special information about the financial condition of the banks, and investor 3 has information about the internal discussions of the government. If investor 1 gets some negative information, he may sell, since that is all he has to go on; if investor 2 learns that investor 1 has sold, he may sell also even if his own private information is neutral or even slightly positive. And investor 3 may then end up selling even if his own information is favorable, because the fact that both investors 1 and 2 have sold leads him to conclude that both may well have received bad news, even though in fact they have not”. (Paul KRUGMAN. “Currency Crises, p. 429)

<sup>478</sup> Essa estratégia foi utilizada, em 1992, no famoso ataque de George Soros à moeda inglesa.

condições similares, ocorrendo o chamado efeito contágio.<sup>479</sup> A consequência é a tentativa de ataques também nesse país que possui semelhanças com relação àqueles países onde o ataque especulativo obteve êxito.

Por exemplo, os motivos levantados pela doutrina para o ataque especulativo à moeda brasileira em 2001 foram os seguintes:

- Queda das ações de alta tecnologia nos mercados internacionais;
- Crise da Turquia;
- Crise da Argentina,
- Racionamento de energia,
- Menor crescimento ou recessão das economias desenvolvidas – em particular a dos Estados Unidos – e
- Ataques terroristas de 11 de setembro de 2001.<sup>480</sup>

---

<sup>479</sup> Krugman tenta trazer a seguinte explicação para o efeito contágio: “Uma explicação simples de contágio envolve vínculos reais entre os países: uma crise monetária no país A piora os fundamentos do país B. Por exemplo, os países do Sudeste Asiático atualmente sob ataque especulativo são, pelo menos em certa medida, vendendo produtos similares nos mercados de exportação mundial; Assim, uma desvalorização tailandesa tende a diminuir as exportações da Malásia e poderia empurrar a Malásia para além do ponto crítico que desencadeia uma crise. Nas crises europeias de 1992-93, houve um elemento de desvalorização competitiva: a depreciação da libra prejudicou o comércio e o emprego da França, ou pelo menos foi percebida como tal, aumentando assim as pressões sobre o governo francês para abandonar o seu compromisso com uma taxa de câmbio fixa”. Tradução livre do seguinte trecho: “One simple explanation of contagion involves real linkages between the countries: a currency crisis in country A worsens the fundamentals of country B. For example, the Southeast Asian countries currently under speculative attack are, to at least some extent, selling similar products in world export markets; thus a Thai devaluation tends to depress Malaysian exports and could push Malaysia past the critical point that triggers a crisis. In the European crises of 1992-93, there was an element of competitive devaluation: depreciation of the pound adversely affected the trade and employment of France, or at least was perceived to do so, and thus increased the pressures on the French government to abandon its own commitment to a fixed exchange rate”. (Paul KRUGMAN. “Currency Crises”. *International Capital Flows, National Bureau of Economic Research*. Chicago: University of Chicago Press, 1999: 421-466, p. 430).

Mauro Costa Miranda consegue resumir bem os principais pontos motivadores do efeito contágio levantados pela doutrina especializada. Vejamos: “Podemos elencar cinco potenciais causas de contágio: (a) alterações de políticas macroeconômicas em economias centrais (tais como aumento da taxa de juros) que afetem simultaneamente muitas economias em desenvolvimento; (b) perda de competitividade de um país perante parceiros comerciais ou concorrentes em terceiros mercados; (c) falta de incentivos para obter informações específicas de cada país, considerando vários países aparentemente em circunstâncias semelhantes a outros atingidos por crise cambial (Calvo, 2000); (d) perda de credibilidade dos investidores internacionais na convicção do governo de um país de manter a paridade cambial quando outro país em circunstância semelhante optou pela desvalorização (Masson, 1998); e (e) realocações de ativos financeiros entre países para suprir necessidades de capital (Goldfajn e Valdés, 1997)”. (Mauro Costa MIRANDA. “Crises Cambiais e Ataques Especulativos no Brasil”. *Trabalhos para discussão 32*, Brasília: Banco Central do Brasil, novembro, 2001: 1-31, p. 8).

Podemos dar especial destaque à crise argentina, país sul-americano, que possui, segundo a visão do mercado internacional, aspectos bem semelhantes economicamente à economia brasileira. Como consequência, ocorreu forte queda nos preços das ações das empresas em função da incerteza gerada por não saber da existência de passivos em moeda estrangeira. “Em compensação, da mesma forma que na crise cambial de janeiro de 1999, o setor de bancos mostrou uma lucratividade excepcional decorrente das elevadas posições de divisas e ativos ligados à variação cambial que tinham assumido.”<sup>481</sup>

---

<sup>480</sup> Nesse sentido: Maryse FARHI. “Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial”. *Economia e Sociedade*. Campinas, (17): 55-79, dezembro, 2001, p. 73.

<sup>481</sup> Maryse FARHI. “Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial”, 74.





### 3. CONDUTAS DO ESPECULADOR E SEUS DIFERENTES NÍVEIS DE INTENSIDADE

Resumidamente, especificando a conduta dos indivíduos nos ataques especulativos, temos as seguintes:

- Nos ataques de primeira geração, que decorrem do baixo número de reservas do governo para manter a taxa cambial, gerando descompasso entre a taxa então aplicada e a taxa fictícia sem a intervenção governamental, os agentes (investidores), observando tal fato, racionalmente, agem de forma a buscar lucros através de ganhos de capital ou a evitar perdas, trocando, o mais rápido possível, as suas moedas nacionais por moedas estrangeiras.<sup>482</sup>

Então, a taxa de câmbio fixa é abandonada, desvalorizando-se a moeda nacional e gerando uma crise no balanço de pagamentos do país.

Portanto, nesse modelo, os ataques são explicados através de atitude racional dos especuladores que constataram um distanciamento grande entre a realidade econômica das riquezas do país e o valor da sua moeda.

- Nos ataques de segunda geração, que decorrem da preferência do governo em realizar uma política social em vez de manter o valor da

---

<sup>482</sup> Nesse sentido: “Com efeito, enquanto a taxa de câmbio fixa for inferior à taxa shadow, que os investidores/especuladores calculam que prevaleceria no mercado sem a intervenção do banco central, os especuladores desfazer-se-ão da moeda nacional e trocá-la-ão por divisas; assim, na composição das carteiras dos especuladores, diminui a quantidade de moeda nacional e aumenta a quantidade de divisas, ao passo que, nas reservas do banco central, aumenta o stock de moeda nacional e diminui o de divisas.

“(…) de notar a capacidade de sustentação da moeda por parte do banco central diminui à medida que aumentam os pedidos efetivos de conversão de moeda nacional em divisas e que cresce o número de especuladores que pretende desfazer-se de moeda nacional.

“Quando as reservas em divisas do banco central atingirem um patamar considerado crítico pelos especuladores, acelerar-se-á o ataque especulativo, em massa e arrasador, precipitando o nível de divisas do banco central para zero e forçando o abandono do sistema de taxas de câmbio fixas”. (José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS. *Sobre as crises financeiras, o risco sistémico e a incerteza sistemática*. Dissertação de doutoramento em ciência jurídico-Econômicas na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Coimbra: Almedina, 2012, p.114).

taxa cambial em função da quantidade limitada de suas reservas, os agentes, observando tal fato, racionalmente ou não, agem de forma a desvalorizar os fundamentos do ativo investido através das chamadas crises autorrealizáveis com objetivo de buscar lucros através de ganhos de capital ou a evitar perdas.

Portanto, nessa geração de ataques, a atuação especulativa pode ser explicada tanto por supostas expectativas racionais autorrealizáveis dos especuladores, como pelo comportamento irracional de mandada, guiados ou não por grandes especuladores manipuladores de mercado.

- Os ataques de terceira geração, que decorrem da assimetria de informações dos investidores, são ocasionados pelo estouro de bolhas especulativas existentes em outros ativos ou simplesmente o efeito contágio decorrente de outro país. Os agentes, observando tal fato – a grande maioria de forma irracional – agem de forma a fugir do investimento a fim de obter lucros através de ganhos de capital ou a evitar perdas.

Portanto, na terceira geração de ataques, a atuação especulativa pode ser explicada pela ausência de racionalidade da maioria dos especuladores; pois, após a obtenção de uma informação contrária ao investimento, os especuladores fogem do investimento sem uma análise dos seus fundamentos. Na verdade, tão somente reproduzem o comportamento de outros investidores na tentativa de obtenção, na maioria dos casos, do maior lucro possível ou, em outros casos, do menor prejuízo.

Em todos os casos, temos a rápida troca dos ativos em moeda nacional ou daqueles ativos que possuem o “risco país” embutidos por ativos em moeda estrangeira. Isso ocasiona a recusa na concretização de empréstimos a taxas prefixadas, pois se espera que o governo aumentará as taxas de juros em resposta aos ataques especulativos.<sup>483</sup>

---

<sup>483</sup> Nesse sentido: Maryse FARHI. “Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial”. *Economia e Sociedade*. Campinas, (17): 55-79, dez. 2001. Apesar da nossa

Em termos, podemos separar as atitudes dos agentes da seguinte forma:

- a. No mercado à vista, os agentes, sejam aqueles inseridos no mercado nacional ou não, trocam os valores decorrentes de seus investimentos, decorrentes de capital próprio ou decorrentes de pedido de empréstimos na moeda sob ataque por moeda estrangeira.

Então, os especuladores esperam a concretização da desvalorização da moeda, para, então, trocarem novamente suas moedas estrangeiras na moeda atacada a valores maiores (com uma taxa de câmbio mais elevada), lucrando com tal diferença.

Muito se destaca que aqueles que buscavam apenas se defender dos ataques especulativos não realizariam a nova troca da moeda estrangeira pela moeda sob ataque. Contudo, resta claro que, muitas vezes, faz-se imperiosa a realização de uma nova troca e, assim, até mesmo aqueles que não buscavam, inicialmente, realizar uma atitude especulativa, mas sim apenas defender o seu patrimônio contra a abrupta queda da taxa cambial, acabavam por obter altos lucros com suas atitudes. O que apenas incentiva a transformação da suposta atitude defensiva de patrimônio em atitude especulativa, da mesma forma que incentiva a proliferação das atitudes especulativas.

Como no exemplo já citado, no ataque especulativo ao Real brasileiro de 1999, em 13 de janeiro, um dólar americano equivalia ao valor de R\$ 1,12 (um real e doze centavos) da moeda brasileira. Em 31 de janeiro de 1999 (dezoito dias depois), um dólar americano equivalia ao valor de R\$ 2,25 (dois reais e vinte e cinco centavos) da moeda brasileira. Ou seja, aquele agente que detinha o seu patrimônio em reais no dia 13 de janeiro e estava com uma dívida no valor equivalente em dólares, dezoito dias depois sua dívida estava um pouco mais que o dobro do seu valor em reais (moeda na qual recebe a

---

discordância parcial, a doutrinadora destaca que as modificações dos ataques especulativos – decorrentes da livre circulação de capitais – devem-se à (a) generalização do uso de derivativos financeiros; (b) utilização de alavancagem na gestão de recursos; (c) utilização de novos instrumentos de crédito; e (d) adoção das classificações de risco de crédito emitidas por agências privadas como critério de formação de preços de ativos financeiros.

sua renda), o que pode acabar com todo o planejamento orçamentário da empresa, apenas por não ter buscado proteção contra a variação cambial.<sup>484</sup>

Da mesma forma, se um agente, agindo de maneira a proteger o patrimônio, tomasse um empréstimo de R\$ 1.120.000 (um milhão e cento e vinte mil reais) – o equivalente a um milhão de dólares – e trocasse por esta moeda estrangeira. Após dezoito dias, desfizesse tal troca, apenas com o lucro, que foi de mais de 100% (cem por cento), poderia pagar a totalidade do empréstimo tomado.<sup>485</sup>

No mercado à vista, como se percebe, os especuladores necessitariam ter a capacidade financeira bem elevada ou o fácil acesso a créditos bancários volumosos para gerarem lucros em valores impactantes à economia do país sob ataque. Contudo, no mercado de derivativos, a alavancagem possibilita que tais lucros sejam destinados, inclusive, àqueles que não teriam a possibilidade de investimento tão abrangente pela limitação do seu patrimônio; entretanto, da mesma forma, as perdas podem gerar prejuízos imensurados, que ocasionam graves efeitos sistêmicos.

**b. No mercado de derivativos,<sup>486</sup> temos fases distintas:**

---

<sup>484</sup> Muito em função disso, quando se observa a possibilidade da queda da taxa cambial do país, as empresas buscam quitar logo suas dívidas em moedas estrangeiras e as empresas multinacionais, através de suas filiais instaladas no país atacado, antecipam as remessas de lucros às matrizes.

<sup>485</sup> Trata-se, evidentemente, apenas de um cálculo bem simplificado, pois desconsidera os encargos para modificação de moeda e os juros a serem quitados.

<sup>486</sup> A alavancagem gerada no mercado de derivativos é conhecida como alavancagem indireta ou alavancagem sintética. A alavancagem se dá, em regra, pelo depósito apenas de margens de garantia para poder estabelecer uma posição, não necessitando do depósito do valor total da posição. Nos derivativos de opções, o especulador pode estabelecer posição comprada ou vendida nos vários instrumentos disponíveis. O derivativo de opção que gera o maior risco é a venda de opções de compra (calls), pois não se consegue mensurar com precisão o valor a ser comprado, ao passo que a venda de opção de venda (puts) tem um valor limite (preço de exercício). Nos contratos de derivativos futuros, as posições vendidas podem gerar perdas ilimitadas, e as posições compradas, apesar de limitadas, podem igualmente gerar perdas bem superiores ao valor do patrimônio do especulador. Nos contratos de derivativos a termo, da mesma forma que nos contratos de derivativos futuros, o potencial de risco é muito maior na opção vendedora a termo a descoberto, ao passo que na posição comprada, apesar de novamente limitadas, podem ocasionar perdas bem superiores ao do patrimônio do especulador. Já nos contratos de derivativos de swap, em função da sua peculiaridade (contratos não-padronizados e negociados em mercado de balcão em que há troca de retorno financeiro atrelado a ativos subjacentes distintos) há risco ilimitado de perdas

- i. Em um primeiro momento, os agentes, sejam aqueles inseridos no mercado nacional ou não, fazem promessas de trocas de valores da moeda sob ataque por moeda estrangeira, objetivando a proteção ou, mais comumente, objetivando simplesmente o lucro.
- ii. Entretanto, quando já observado o início do ataque especulativo, em função da ausência de oposição de expectativas em relação ao risco da variação cambial, resulta por se reduzir bastante a quantidade de negócios, uma vez que, quanto maior for a expectativa de sucesso do ataque especulativo à moeda sob ataque, menores serão o número de negócios no mercado de derivativos em relação a esta moeda, pois todos querem assumir a mesma posição, não possibilitando “ofertas em quantidade suficiente ou em um nível de preços aceitável na posição oposta”.<sup>487</sup>

Essa possibilidade de utilização do crédito alavancado, ou seja, essa possibilidade de “uma exposição econômica a fatores de risco acima daquela possibilitada por seu capital”<sup>488</sup> vem fixando uma gradação de diferentes níveis

---

na sua utilização. (Comissão de Valores Mobiliários. "Alavancagem em Fundos de Investimento". *Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA)*. Trabalhos para Discussão. Julho, 2016, p. 12-13)

<sup>487</sup> Nesse sentido: "Em tempos normais, os mercados de derivativos de câmbio conseguem ter liquidez; de um lado, porque apenas uma parcela dos agentes com o risco de uma desvalorização cambial procura cobrir sua posição, de outro lado porque hedgers e especuladores aceitam tomar uma posição vendida em divisas. Nos períodos de crise, a assimetria de riscos aparece à luz do dia." (Maryse FARHI. "Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial". *Economia e Sociedade*. Campinas, (17): 55-79, dezembro, 2001, p. 59-60)

<sup>488</sup> A doutrina também destaca que a "SEC afirma que alavancagem existe quando um investidor obtém o direito de retorno sobre o capital base que exceda o investimento que ele pessoalmente contribuiu para a entidade ou para o instrumento de obtenção do retorno". Ou ainda, "a estratégia que proporciona exposição de investimento maior que o patrimônio líquido do fundo". (Comissão de Valores Mobiliários. "Alavancagem em Fundos de Investimento". *Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA)*. Trabalhos para Discussão. Julho, 2016, p. 9). Nesse mesmo sentido: "Em termos simples, a alavancagem é o processo, pelo qual um fundo atinge uma exposição maior do que o capital que tem para investir". Tradução livre para o seguinte trecho: In simple terms, leverage is the process, whereby a fund achieves an exposure larger than the capital it has to invest. (International Organization of Securities Commissions. "Report on the third IOSCO Hedge Fund Survey: Final Report". The Board of the International Organization of Securities Commissions, FR27/2015 dezembro 2015, p. 27). E ainda: "A

de especulação. Temos, portanto, que o grau de alavancagem é, em regra, diretamente proporcional ao grau de especulação do patrimônio do agente. Caso o agente se atenha a investir no limite do seu capital, o grau de alavancagem é zero e, portanto, sua atitude será menos abusiva/especulativa do que a atitude daqueles que investem várias vezes a quantidade do seu capital disponível, uma vez que o possível prejuízo que pode causar não é mensurável, podendo chegar a várias vezes o valor do patrimônio investido, podendo gerar uma contração econômica e risco sistêmico.<sup>489</sup>

A alavancagem, evidentemente, não se restringe ao mercado de derivativos (alavancagem indireta ou sintética), uma vez que uma variedade de financiamentos garantidos, empréstimos, vendas a descoberto ou mesmo operações compromissadas são potenciais instrumentos de alavancagem (alavancagem financeira).<sup>490</sup>

---

alavancagem é criada quando um investidor (por exemplo, veículo de investimento) efetua transações resultando em exposições de investimento que excedem o capital social". Tradução livre para o seguinte trecho: "Leverage is created when an investor (e.g., investment vehicle) enters into transactions resulting in investment exposures that exceed equity capital". (Financial Stability Oversight Council. "Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities". Docket No. FSOC-2014-0001. Office of the Federal Register (OFR), 2014, p. 12. Disponível em <www.fsoc.gov>. Último acesso em 03.04.2017).

<sup>489</sup> Nesse sentido: "Quando essas utilizam a alavancagem para investir valores superiores a seu patrimônio assemelham-se, para todos os efeitos, a operações puramente especulativas, como ficou evidenciado no caso do Long Term Capital Management (LTCM) em agosto de 1998, quando a grave situação desse hedge fund levou o Federal Reserve dos Estados Unidos a intervir para evitar sua falência e a reduzir por três vezes a taxa de juros, por temor de que a situação provocasse uma acentuada contração econômica e um risco sistêmico." (Maryse FARHI. "Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial". *Economia e Sociedade*. Campinas, (17): 55-79, dez. 2001, p. 57, nota de rodapé 2).

<sup>490</sup> Sobre a diferenciação entre alavancagem sintética e financeira: A alavancagem pode ser financeira (ou seja, empréstimos refletidos no balanço patrimonial) ou sintéticas (ou seja, exposições embutidas na estrutura de instrumentos financeiros, tais como derivativos). Tradução livre do seguinte trecho: Leverage can be financial (i.e., borrowings reflected on the balance sheet), or synthetic (i.e., exposures embedded in the structure of financial instruments such as derivatives). (Financial Stability Oversight Council. "Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities", p. 12). E ainda: "A pesquisa explora a alavancagem obtida por meio de dois métodos: alavancagem financeira e alavancagem sintética. Os fundos de hedge obtêm esta alavancagem quer contraindo empréstimos ou valores mobiliários diretamente de contrapartes como corretores principais (alavancagem financeira), quer como indiretamente, utilizando instrumentos de derivativos tais como opções, futuros e swaps (alavancagem sintética)". Tradução livre para o seguinte trecho: "The Survey explores leverage achieved through two methods: financial leverage and synthetic leverage. Hedge funds obtain this leverage either by borrowing money or securities directly from counterparties, such as prime brokers (financial leverage), or indirectly by using derivative instruments such as options, futures and swaps (synthetic leverage)". (The Board of the International Organization of

Entretanto, no mercado de derivativos, o custo de negociação é bem mais reduzido do que no mercado à vista, sendo desnecessário ter a disponibilidade de caixa de todo o valor investido, por isso, os mercados de derivativos são os mais utilizados pelos especuladores. Então, a alta alavancagem gera uma grande volatilidade no preço dos ativos, apesar de tal instabilidade, em teoria, não ser transmitida à economia real, na verdade, ocorre o aumento no risco para todo o sistema.

Assim, levando em consideração todos os meios de alavancagem, alguns desses instrumentos, “devido a suas características intrínsecas, possuem potencial ilimitado de perda, tais como empréstimo de títulos, vendas de opções de compra (calls), posições vendidas em futuros, vendas de termo a descoberto e operações com swaps, além de qualquer outra operação com efeitos econômicos análogos aos desses instrumentos”.<sup>491</sup>

Então, quando se percebe um ataque especulativo, a maioria daqueles detentores do ativo atingido tentam se desfazer do mesmo gerando o pânico e aumentando a instabilidade do sistema. Então, quando se está com a posição alavancada, “durante períodos de estresse no mercado financeiro, a queda nos preços dos ativos pode levar a chamadas de garantia ou de margem, exigindo que os investidores alavancados atendam a essas demandas através de vendas de ativos que poderiam, por sua vez, resultar em novos declínios nos preços dos ativos. Além disso, as exposições criadas por alavancagem estabelecem interconexões entre mutuários e credores – e possíveis interconexões entre os credores e outros participantes no mercado – através das quais o estresse financeiro pode ser transmitido ao sistema financeiro mais amplo”.<sup>492</sup>

---

Securities Commissions, “Hedge Fund Survey: Final Report”. FR27/2015, dezembro 2015, pp. 27-31).

<sup>491</sup> Comissão de Valores Mobiliários. “Alavancagem em Fundos de Investimento”. Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA). Trabalhos para Discussão. Julho, 2016, p. 13.

<sup>492</sup> Tradução livre do seguinte trecho: “(...) during periods of financial market stress, declines in asset prices could lead to collateral or margin calls, requiring leveraged investors to meet those demands through asset sales that could in turn result in further declines in asset prices. Additionally, the exposures created by leverage establish interconnections between borrowers and lenders—and possible further interconnections between lenders and other market participants—through which financial stress could be transmitted to the broader financial

Portanto, pode-se falar que, em regra, a especulação é diretamente proporcional ao grau de alavancagem.



#### 4. SÍNTESE DOS ELEMENTOS INTERNOS

A fim de estabelecer uma ordem objetiva necessária à própria coexistência dos indivíduos, impondo limitações às condutas abusivas dos especuladores que ocasionam deploráveis consequências vivenciadas pela sociedade durante séculos, pretendeu-se dar ênfase aos aspectos exteriores das ações dos indivíduos.

Assim, analisando-se os elementos relacionados à conduta dos sujeitos individualmente que compõem aquilo que entendemos ser especulação odiosa ou abusiva, destacamos, em consonância com posicionamento comum dos principais doutrinadores, a) o investimento de curto prazo; b) a ausência de comprometimento com o desenvolvimento/viabilidade do investimento; c) a finalidade lucrativa imediata; d) a irracionalidade da generalidade dos especuladores.

No estudo sobre os ataques especulativos e suas gerações, constatou-se que a irracionalidade não é uma unanimidade nem é uma regra dentro da atitude especulativa individual. Além disso, os principais especuladores, que influenciam todo o mercado, não agem com irracionalidade. Na verdade, é exatamente o contrário disso. A irracionalidade, quando – e se – existente, estaria mais direcionada a uma conduta especulativa geral formada numa crise especulativa.

A necessidade da caracterização da irracionalidade como conduta individual a ser observada numa atitude de especulação abusiva iria restringir uma possível limitação da conduta apenas, em regra, aos pequenos e médios especuladores, gerando um privilégio a exatamente quem mais abusa do direito de propriedade (direito de especular), desestabilizando o mercado a fim de buscar lucros de forma egoísta.

As três gerações de ataques especulativos, como visto, destacam a existência de racionalidade na conduta de boa parte dos especuladores.

Não bastasse, como já expressei, o presente trabalho busca estabelecer uma ordem objetiva para se definir a conduta a ser contemplada pelo Direito e

a confirmação da existência de irracionalidade na conduta praticada pelo indivíduo especulador seria dotada de um alto grau de subjetividade.

Ao lado disso, temos que o elemento da “movimentação súbita de capital” gera fortes indícios de outro elemento: “ausência de comprometimento com o desenvolvimento/viabilidade daquilo investimento”, o qual também seria de extrema dificuldade de confirmação sem a análise dos aspectos subjetivos do investidor.

Inclusive, em todos os períodos, os doutrinadores sempre destacaram, como elemento da especulação odiosa, o investimento no curto prazo. Assim, através de uma troca contínua de investimentos com movimentos súbitos de capital, produz-se uma grande volatilidade nos preços e por consequência no grau de lucratividade dos investidores.

Como se percebe, essa “movimentação súbita do capital” demonstra que os objetivos buscados pelo especulador não são que os bens investidos sejam úteis e gerem resultados favoráveis à sociedade, mas tão somente que aumentem a lucratividade do valor do ativo investimento.

Por isso, podemos expressar que existe uma vinculação na atitude especulativa abusiva entre o “movimento súbito de capital” e a “finalidade lucrativa imediata”; pois, como se observa, ao primeiro sinal de redução da lucratividade, mesmo que todos os fundamentos dos ativos investidos sejam sólidos, os especuladores procuram a venda do seu investimento, o que acaba trazendo as consequências negativas da especulação abusiva.

Assim, a atitude preponderante do especulador é a busca por um atalho temporal ao tão almejado lucro (riqueza imediata), que serve de fonte de guia e de inspiração – seja dotada ou não de racionalidade. Em outros termos, podemos afirmar que a conduta objetiva do especulador seria o movimento súbito de capital na busca pela imediata lucratividade.

Como já expressei, a busca pela maior lucratividade - o principal combustível para movimentar os investidores – não é o problema em questão. Os principais projetos são apoiados em função das claras finalidades lucrativas dos seus investidores. A questão que se levanta é o grande imediatismo

existente, que abusam do direito de investir. Não se apoiam o projeto pensando no seu êxito, mas tão somente lucrar com a simples variação de preços e sair do investimento com o seu lucro – o maior no menor período possível.

Tal busca desesperada por atalhos temporais para a lucratividade formam bolhas que geram consequências danosas à sociedade, como as tão observadas crises, concentração de renda e grande sofrimento à sociedade.

A fim de evitar que o “remédio seja pior do que a doença”, pondo fim ao espírito de empreendedorismo, que gera inegáveis benefícios e desenvolvimento para a sociedade como um todo,<sup>493</sup> podemos delimitar o anseio de imediatismo do especulador através do tolhimento de sua maior inspiração: o lucro.

Desta forma, retirada a lucratividade imediata (ou boa parte dela) do investimento de curto prazo, certamente, acabaria por desincentivar a atitude especulativa abusiva e se interferiria minimamente na liberdade empresarial tão defendida.

Portanto, afastando-se os elementos subjetivos da conduta do especulador, que dificultariam a instrumentalização de institutos jurídicos para proteger a sociedade, podemos caracterizar sua atitude, de forma objetiva, como um abusivo movimento súbito de capital inspirado pela tão somente finalidade lucrativa imediata (ou seja, sem comprometimento com o desenvolvimento/viabilidade daquilo investimento).

Cumprir destacar ainda que a reiteradamente citada atitude abusiva do especulador pode ter um nível ainda maior de abusividade quando ele se

---

<sup>493</sup> No sentido destacado por Alexander Baring no século XIX. Adaptação do seguinte trecho: O mal [especulação] certamente merecia ser refreado, embora ele dificilmente soubesse como o refreio poderia ser aplicado. O remédio seria pior do que a doença, se, em colocando fim a esse mal, pusessem fim ao espírito da empresa. Esse espírito era tão benefício para a comunidade que ele lamentaria ver alguma pessoa estabelecendo uma linha, discriminando entre livre empresa (justiça empresarial) e especulação imoderada (abusiva). Tradução livre do seguinte trecho: “The evil was certainly one which deserved to be checked; though he hardly knew how the check could be applied. The remedy would be worse than the disease, if, in putting a stop to this evil, they put stop to the spirit of enterprise. That spirit was productive of so much benefit to the community, that he should be sorry to see any person drawing a line, discriminating between fair enterprise and extravagant speculation”. (Thomas Curson HANSARD. "House of Commons, Wednesday, March 16 (1825)". *The Parliamentary Debates: from the Year 1803 to the Present Time*. New Series, Vol. XII. London: C. C. Vanguard at the Water-noster Now Press, 1825, p. 1063).

expõe a fatores de risco acima do capital que dispõe, ou seja, quando utiliza créditos alavancados. Assim, quanto mais alavancado o crédito, mais abusiva é a atitude do especulador, pois piores poderão ser as consequências de seus atos, podendo gerar uma contração econômica e risco sistêmico.

Desta forma, numa tentativa de se caracterizar de forma objetiva a conduta especulativa do indivíduo que gera consequências negativas à sociedade como um todo e que, por isso, deve sofrer limitações a fim de conferir a sadia coexistência dos indivíduos, deve ser aquela em que o especulador movimentava de forma súbita o seu patrimônio inspirado pela tão somente finalidade lucrativa imediatista. E tal conduta deve sofrer uma limitação ainda mais forte quando se observar a utilização da alavancagem do patrimônio pelo especulador, em função de se tratar de uma atitude ainda mais abusiva.

Portanto, com a simples limitação dos lucros daqueles que movimentam o seu patrimônio de forma súbita pode ser uma forma de desincentivar tal atitude. E, caminhando de passos dados com a evolução do Direito, no intuito de buscar desincentivar atitudes danosas para a sociedade, o Estado dispõe da chamada tributação indutora, motivo pelo qual, podemos desde já esboçar o apelidado “princípio do especulador-pagador”, a fim de conferir tributação diferenciada àqueles que agem de forma a desestabilizar a economia, com finalidade de desincentivá-los.

# PARTE D



# **DA NECESSIDADE DA UTILIZAÇÃO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR- PAGADOR: RELAÇÃO DE CAUSALIDADE ENTRE A ESPECULAÇÃO ABUSIVA E AS DESIGUALDADES SOCIAIS**

## **1. DAS CONSEQUÊNCIAS DANOSAS DA ESPECULAÇÃO ODIOSA**

Tendo por base o nosso estudo até então realizado, podemos dividir as consequências principais da especulação odiosa em três: consequências-meio, consequências-explosivas e consequência-silenciosa.

As consequências-meio são aquelas que dão forma ao ciclo especulativo: excesso e perda de confiança com os seus respectivos excesso de crédito ou contenção. São as consequências-meio que conduzem às duas outras consequências principais.

As consequências-explosivas são as conhecidas e temidas crises. Elas escancaram todas as falhas do sistema, ocasionando, em regra, resultados socialmente doloridos e fortes. Elas expõem e chamam a atenção de todos para o que está se passando na sociedade, provocando, possivelmente, inclusive, medidas indiretas contrárias ao sistema e à consequência-silenciosa.

A consequência-silenciosa é uma implicação que poucos vêm noticiando, que vem atacando a sociedade de forma calada. É o aumento da desigualdade social, que se amplia rapidamente, apesar da sua forma silente, por meio dos ciclos especulativos que conferem êxito, em regra, aos grandes especuladores.

**a) Consequências-meio: Liberação excessiva de crédito; perda da confiança e restrição do acesso ao crédito.**

Como bem observado durante a parte introdutória deste trabalho, o ciclo especulativo confere demasiada confiança ao mercado e, conseqüentemente, ocorre a liberação excessiva de crédito. Da mesma forma que, posteriormente, ocasiona a perda da confiança no cumprimento de suas obrigações pelos devedores, com a conseqüente supressão da disponibilidade do crédito.<sup>494</sup>

Assim, a especulação odiosa ocasiona o aumento artificial dos preços até o momento em que resta clara a iminência de uma quebra da onda especulativa pelo nítido distanciamento entre o preço real do preço artificial de forma insustentável.<sup>495</sup> É nesse momento que ocorre uma queda repentina dos preços e a restrição do crédito pela perda da confiança no cumprimento das obrigações pelos devedores.<sup>496-497</sup>

---

<sup>494</sup> Sobre a definição do excesso de crédito como efeito e não causa da especulação odiosa, temos o trabalho de Thomas TOOKE. *An Inquiry Into the Currency Principle: The Connection of the Currency with Prices, and the Expediency of a Separation of Issue from Banking*. London: Longman, Brown, Green, and Longmans, 1844, p. 77. Tooke possuía o entendimento de que o crédito era bom para a sociedade, pois impulsionava a produção de negócios úteis, por isso, posicionava-se de forma contrária à limitação do crédito como forma de evitar a especulação.

Tooke realizou extenso estudo empírico através do qual sustentou que o excesso de crédito é apenas uma consequência da especulação e não sua causa. Nesse sentido, MILL e Marx também destacaram que as compras especulativas, na grande maioria dos casos, não são feitas com notas bancárias ou com letras, mas quase exclusivamente com base em créditos contábeis, sendo a multiplicação de notas bancárias e letras apenas aconteceria quando se iniciava a crise. Em sentido similar: John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990, p. 108; Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. Vol. III, tomo 2. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, p. 37.

<sup>495</sup> Em sentido diverso, temos Malthus, Chalmers e Sismondi, que entendiam que associavam as crises como uma decorrência da superprodução.

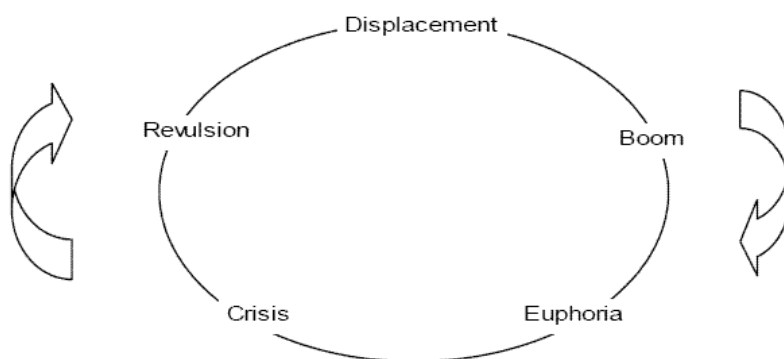
<sup>496</sup> Mill defendeu, em sua obra, que o remédio consistiria não em diminuir a oferta, mas em restabelecer a confiança. (John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*, 137).



Portanto, o excesso e a perda de confiança conferem os contornos do processo especulativo, agindo como seu impulsionador, alavancando e

<sup>497</sup>É comum a citação da anatomia das bolhas especulativas, fazendo referência ao modelo de Minsky:

**Anatomy of a bubble: the Kindleberger-Minsky model**

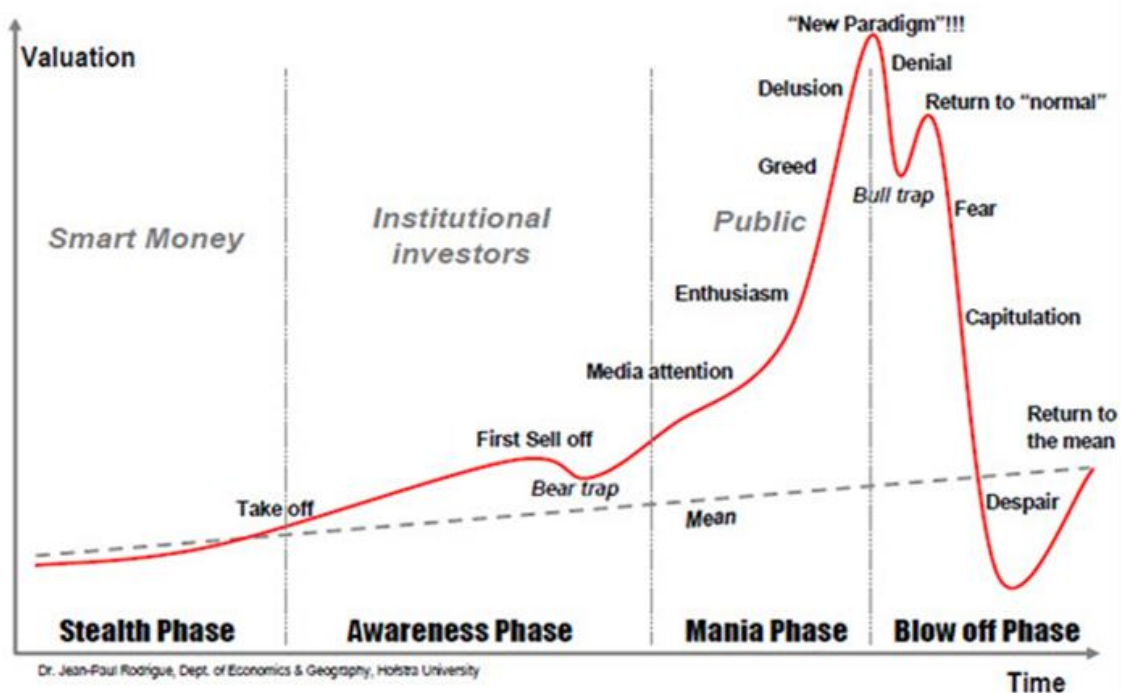


Source: Kindleberger, SG Cross Asset Research

Disponível em: <<https://bocconies.wordpress.com/2015/03/15/pop/>>. Último acesso em 30.04.2017.

E relacionando as fases de um ciclo especulativo, temos o seguinte gráfico:

### Main Stages in a Bubble



Disponível em: <<http://ygraph.com/chart/2135>>. Último acesso em 30.04.2017

tornando a bolha, os ganhos e as perdas muito maiores. Somente quando se torna “não-ignorável”, ou seja, quando o preço artificial – determinados pelos especuladores – está demasiadamente distante do preço razoável do bem (comumente chamado de preço real), ocorre a queda abrupta do valor do preço fictício. Não por outro motivo, que já se observou nesse trabalho que, “quando rumores se ligam ao crédito de um banco, causam um estouro selvagem de pessoas vendendo todos os títulos que possam ter; sua confiança foi ignorante, sua desconfiança será ignorante e feroz”.<sup>498</sup>

Em termos, se confiança é formada simplesmente por rumores, a desconfiança será muito maior do que aquela formada por uma base sólida. E, como vimos, os investimentos especulativos são realizados, em regra, da primeira forma.<sup>499</sup>

Entretanto, é necessário perceber que nem sempre o excesso e a perda de confiança conduzem a crises. Na verdade, apesar de aumentar bastante a probabilidade de uma crise bancária (em até 75% - setenta e cinco por cento), estudos vêm revelando que apenas 23% (vinte e três por cento) dos chamados *booms moments* ocasionam crises, sendo um pouco mais reduzido o número de crises sistêmicas – 16% (dezesseis por cento). Vejamos a conclusão do estudo:

---

<sup>498</sup> Marshall continua: “(...)Tal corrida muitas vezes levou à falência um banco que poderia lhes pagar gradualmente. A falência de um deles faz a desconfiança se espalhar entre outros e põe abaixo bancos realmente sólidos; como um incêndio se espalha de uma casa de madeira para outra até que mesmo os prédios à prova de fogo sucumbam a uma grande conflagração”. Tradução livre do seguinte trecho: “When rumours attach to a bank's credit, they make a wild stampede to exchange any of its notes that they may hold; their trust has been ignorant, their distrust is ignorant and fierce. Such a rush often caused a bank to fail that might have paid them gradually. The failure of one caused distrust to rage around others and to bring down banks that were really solid; as a fire spreads from one wooden house to another until even fireproof buildings succumb to the blaze of a great conflagration”. (Alfred MARSHALL. *Money credit and commerce*. London: Macmillan, [1923] 1929, p. 307).

<sup>499</sup> Como vimos, após um boato, a maioria dos especuladores não se pautam em uma análise dos fundamentos do investimento, mas tão somente na reprodução de um comportamento de outros investidores na tentativa de obtenção, na maioria dos casos, do maior lucro possível. Nesse sentido é o famoso trabalho de Robert J. Shiller e John Pound (*in*: Robert J. SHILLER; John POUND. "Survey Evidence on Diffusion of Investment Among Institutional Investors", *NBER Working Papers* 1851, National Bureau of Economic Research, Inc, Journal of Economic Behavior and Organization vol. 12, 1989, p. 47-66), segundo o qual restou demonstrado que os investidores durante a quebra do mercado de ações de 1987 se permitiram ser influenciados pela comunicação de boatos boca-a-boca em função da queda dos preços, gerando o efeito contágio no mercado financeiro.

“Dito isto, apenas uma minoria de aumentos de crédito levou a episódios de angústia financeira. Dos 137 aumentos de crédito identificados neste artigo, apenas 23 precedem crises bancárias sistêmicas (cerca de 16%), com essa proporção aumentando para 31 (cerca de 23%) se forem incluídos episódios não sistêmicos de sofrimento financeiro”.<sup>500</sup>

Portanto, possivelmente, quatro em cada cinco vezes que ocorre *booms moments*, a consequência será aquela silenciosa, a qual, no nosso entendimento, é a que cumpre os interesses daqueles que buscam o acúmulo de capital com gerando concentração de renda, uma vez que a consequência-explosiva pode ocasionar ideias de grandes modificações na forma de acumulação até então desenvolvida. Exemplo maior disso foram as ideias trazidas – e em parte implementadas – após a Grande Depressão. E, como se percebe, sempre que ocorre uma crise, estudos e obras sobre a necessidade de mudança se multiplicam e – se ocorrer próximo às eleições –, políticos palestram nesse mesmo sentido.

Portanto, é interesse daqueles que buscam a acumulação de capital com concentração de renda através da especulação abusiva que as crises

---

<sup>500</sup> Tradução livre do seguinte trecho: “That said, only a minority of credit booms has led to episodes of financial distress. Out of 137 credit booms identified in this paper, only 23 precede systemic banking crises (about 16 percent), with that proportion rising to 31 (about 23 percent) if non-systemic episodes of financial distress are included”. (Adolfo BARAJAS; Giovanni DELL’ARICCIA; Andrei LEVCHENKO. “Credit Booms: The Good, the Bad, and the Ugly”, trabalho não publicado, *International Monetary Fund*, 2007.) Eles ainda complementam no seguinte sentido: “A proporção de booms que terminam em crises e episódios de sofrimento financeiro é notavelmente estável em todos os critérios de identificação. Dos 209 booms identificados por um limiar bruto de 10% no crescimento relativo do razão crédito / PIB, 34 terminam em crises sistêmicas e 50 em alguma forma de angústia financeira”. Tradução livre do seguinte trecho: “The proportion of booms ending in crises and episodes of financial distress is remarkably stable across identifying criteria. Of the 209 booms identified by a crude 10 percent threshold in relative growth of the credit-to-GDP ratio, 34 end up in systemic crises and 50 in some form of financial distress”.( Adolfo BARAJAS; Giovanni DELL’ARICCIA; Andrei LEVCHENKO. “Credit Booms: The Good, the Bad, and the Ugly”, nota de rodapé n. 3)

Também nesse sentido: “Na verdade, a maioria das crises bancárias nos últimos 25 anos ocorreu na esteira de períodos de crescimento extremamente rápido do crédito. No entanto, nem todos os auges de crédito são acompanhados por crises bancárias. Na verdade, a maioria dos estudos descobre que, embora a probabilidade de uma crise bancária aumentar significativamente (entre 50% e 75%) durante os booms, historicamente apenas 20% dos episódios de boom terminaram em crise”. Tradução livre para o seguinte trecho: “Indeed, most major banking crises in the past 25 years have occurred in the wake of periods of extremely fast credit growth. Yet, not all credit booms are followed by banking crises. Indeed, most studies find that, while the probability of a banking crisis increases significantly (by between 50% and 75%) during booms, historically only about 20% of boom episodes have ended in a crisis”. (Carmen REINHART; Andrew FELTON. “The First Global Financial Crisis of the 21st Century”. *VoxEU-Centre for Economic Policy Research*, julho, 2008: 1-169, p. 8).

sejam evitadas, para que se continue a centralizar a renda sem muito alarde, sem muito barulho e, de preferência, de forma abafada.

## b) Consequências-explosivas: Crises

*“Dos quase 30 milhões de trabalhadores empregados, 21,4 milhões o são em período integral e pouco mais de 8 milhões o são em período parcial. Desta maneira, segundo os próprios dados oficiais, a taxa de emprego oficial é de 71% e, portanto, o desemprego real é de, aproximadamente, 29% da população ativa, o pior número desde que começaram a ser feitas as estatísticas em 1992.*

*Os empregados públicos alcançam 5,9 milhões; 39 mil foram demitidos neste ano e os cortes somaram mais de 400 mil nos próximos três anos.*

*O acelerado aumento do desemprego demonstra que a recuperação econômica em cima da especulação financeira é uma ilusão. O verdadeiro gerador de empregos, a indústria, está sucateado e decadente”.*<sup>501</sup>

<sup>501</sup> Antonio ATEU. *Crise: A Especulação e o Desemprego no Reino Unido*. Disponível em: <http://jornalggn.com.br/blog/antonio-ateu/crise-a-especulacao-e-o-desemprego-no-reino-unido>. Último acesso em 16.07.2017.

Faz-se necessário destacar que não conseguimos confirmar os dados trazidos pelo autor na referida reportagem. Alguns estudos acadêmicos trazem dados um pouco menos gritantes do que aqueles enunciados pelo autor, mas que também demonstram a gravidade do problema do desemprego após a crise de 2008 no Reino Unido de forma bastante relevante. Nesse sentido:

**Table 5: The real level of unemployment, GB, 1997-2012**

	1997	2002	2007	2012
Claimant count	1,837,000	983,000	939,000	1,555,000
Additional LFS unemployed	315,000	470,000	650,000	985,000
Hidden on incapacity benefits	1,020,000	1,150,000	1,010,000	900,000
<b>REAL UNEMPLOYMENT</b>	<b>3,180,000</b>	<b>2,600,000</b>	<b>2,600,000</b>	<b>3,444,000</b>

Sources: ONS, DWP, Census of Population

(Christina BEATTY; Steve FOTHERGILL; Tony GORE. “The Real Level of Unemployment.” Centre for Regional Economic and Social Research. Sheffield Hallam University, setembro, 2012. Disponível em:

## Unemployment rate (SEASONALLY ADJUSTED)



O trecho da reportagem e o gráfico acima demonstram apenas um dos possíveis efeitos traumáticos de uma crise decorrente de uma especulação abusiva na sociedade.

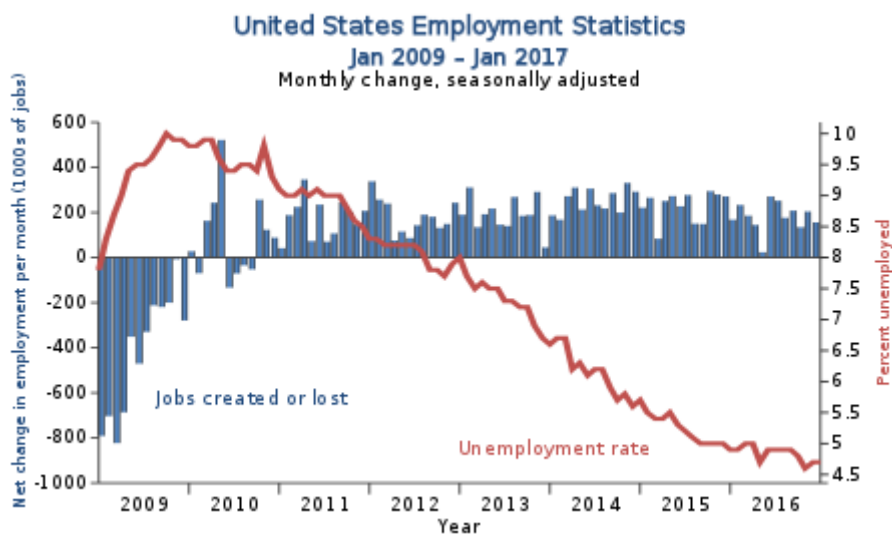
O desemprego, em grande medida, aumenta em função da enorme quantidade de quebras das empresas ou mesmo pelas restrições a que as empresas necessitam enfrentar, independentemente – como já observado anteriormente – de elas estarem relacionadas ou não diretamente com as atividades das quais a crise decorreu.

Vejamos gráfico sobre o crescimento do desemprego e a redução dos postos de trabalho relacionados à crise de 2008 nos Estados Unidos:

<http://www4.shu.ac.uk/research/cresr/sites/shu.ac.uk/files/real-level-of-unemployment-2012.pdf>. Último a acesso em 16.07.2017).

Contudo, o objetivo com o trecho da referida reportagem não é a precisão dos dados, mas sim demonstrar que a sociedade vem identificando a relação de causalidade entre especulação abusiva e suas consequências através de demonstrações de indignação.

<sup>502</sup> Demonstrativo do crescimento do desemprego nos Estados Unidos após a crise de 2008. Wire – Workforce Information and Resource Exchange. Chicago Jobs Council. Março 2016. Disponível em: <http://wire.cjc.net/category/unemployment/>, Último acesso em 30.04.17.



Há mais de cento e cinquenta anos, o desemprego também foi destacado como consequência da crise de 1866 pela obra de Marx, quando o autor trouxe trechos de jornais da época que demonstravam as condições de miséria a que estavam submetidos milhares de desempregados da parte leste de Londres:

“(...) Em nossa presença, num bairro dessa maravilhosa metrópole bem ao lado da mais imensa acumulação de riqueza que o mundo já viu — bem junto a ela estão 40 mil pessoas sem auxílio, morrendo de fome! Esses milhares irrompem agora em outros bairros; meio mortos de fome em todas as épocas eles gritam sua miséria em nossos ouvidos, clamam aos céus, falam-nos de suas habitações atingidas pela miséria, dizem que lhes é impossível achar trabalho e que é inútil pedir esmolas. Os contribuintes locais do imposto para os pobres estão sendo, eles mesmos, arrastados pelos encargos paroquiais para a beira do pauperismo.”<sup>504</sup>

Apenas com o trecho da referida reportagem centenária, já foi possível observar o reflexo do crescimento da desigualdade social, que deixava lado a lado as riquezas da metrópole londrina e a miséria suportada pelos milhares de desempregados. E, principalmente, nesse mesmo trecho jornalístico, também

<sup>503</sup> Trata-se da junção das duas pesquisas abaixo: Bureau of Labor Statistics, Employment, Hours, and Earnings from the Current Employment Statistics survey (National). Disponível em: <[https://data.bls.gov/timeseries/CES0000000001?output\\_view=net\\_1mth](https://data.bls.gov/timeseries/CES0000000001?output_view=net_1mth)>. Dados de 18.01.2017; Bureau of Labor Statistics, Labor Force Statistics from the Current Population Survey. Disponível em: <<http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>>. Dados de 18.01.2017.

<sup>504</sup> Trecho do jornal Standard de 05 de abril de 1867, trazido em Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. I, tomo 2. São Paulo: Nova Cultural, [1867] 1996, p. 300.

se pôde observar a posição dos contribuintes que já arcavam – assim como vem ocorrendo recentemente – com as consequências donosas das crises por meio do custeio da tentativa de reconstrução da economia danificada.

De todo modo, como se apreende, o desemprego nem mesmo estava dentre aquelas consequências por nós destacadas como decorrentes da especulação abusiva.<sup>505</sup> O aumento da taxa de desemprego é uma possível decorrência de uma crise especulativa.<sup>506</sup>

Convém expor, as crises afetaram a economia global com efeitos graves: as inúmeras crises demonstram que, além do aumento na taxa de desemprego, há também uma queda na produção; forte crescimento da dívida pública – que afetará as receitas e escolhas dos países durante vários anos e, conseqüentemente, de seus habitantes.<sup>507</sup>

---

<sup>505</sup> Por certo que, aos poucos, a taxa de desemprego retorna ao índice aceitável. Contudo, para aqueles que se encontram desempregados, tal período – de alguns anos – é, por demais, traumático e cheio de aflição.

<sup>506</sup> Como já observado anteriormente, uma crise decorrente de um ataque especulativo de segunda geração, ao contrário, pode não provocar o aumento do desemprego. Nesse sentido: “Modelos de crise de segunda geração sugerem que sucumbir a um ataque especulativo deve ser bom para o emprego e para o PIB: já não limitado pelo compromisso cambial, um governo estaria livre para expandir a demanda. Isso é, de fato, o que aconteceu após as duas crises da libra esterlina, com 60 anos de diferença: Eu costumava brincar que a Grã-Bretanha deveria erguer uma estátua de George Soros em Trafalgar Square, para agradecer-lo por conseguir retirar o Reino Unido do MRE.” Tradução livre para o seguinte trecho: “Second-generation crisis models suggested that succumbing to a speculative attack should be good for employment and GDP: no longer constrained by the exchange rate commitment, a government would be free to expand demand. That is, in fact, what happened in the aftermath of the two sterling crises, 60 years apart: I used to joke that Britain should erect a statue of George Soros in Trafalgar Square, to thank him for getting the UK out of the ERM.” (Paul KRUGMAN. *Crises*. Princeton: Princeton University, janeiro, 2010. Disponível em: <<https://www.princeton.edu/~pkrugman/CRISES.pdf>>. Último acesso em 25.03.2017).

<sup>507</sup> “O valor da dívida pública tende a explodir, aumentou em 86%, em termos reais, relativamente ao nível pré-crise, nos principais episódios do pós-guerra. (...) a principal causa das explosões de dívida não é o custo, muito citado, do resgate e recapitalização do sistema bancário. Os custos de resgate são – é um facto – difíceis de medir, e a divergência entre estimativas de estudos diferentes é considerável. Mas mesmo o limite superior do intervalo de variação das estimativas é uma pálida imagem dos aumentos efetivamente observados na dívida pública. Na realidade, o maior fator destes aumentos é o colapso inevitável das receitas fiscais por que passam os governos, na sequência de contrações profundas e prolongadas do produto. Muitos países também são afectados por uma forte subida do peso dos juros da dívida, pois as taxas de juro sobre em flecha e, em alguns episódios, como é o caso exemplar do Japão, nos anos 90, o esforço da política anticíclica dos diversos países, pois alguns, como os países nórdicos, têm poderosos estabilizadores automáticos estabelecidos, através de elevadas taxas marginais de impostos e generosos subsídio de desemprego, ao passo que outros países, como os EUA e o Japão, têm estabilizadores muito mais fracos. (Carmen REINHART; Kenneth ROGOFF. *Desta vez é diferente: oito séculos de loucura financeira*. Coimbra: Actual, 2009, p. 238-239 - ISBN 978-989-694-043-0).

Interessante se realizar a análise dos dados trazidos na obra de Carmen M. Reinhart e de Kenneth S. Rogoff sobre as consequências das crises financeiras. Os autores realizaram um profundo estudo sobre grandes crises bancárias dos países desenvolvidos pós-guerra (Espanha, 1997; Noruega, 1987; Finlândia, 1991; Suécia, 1991; Japão, 1992; EUA, 2007; Reino Unido, 2007; Islândia, 2007; Irlanda, 2007; Hungria, 2008; Áustria, 2008) mais alguns episódios dos mercados emergentes (Coreia, Filipinas, Hong Kong, Indonésia, Malásia e Tailândia, 1997-1998; Colômbia, 1998; e Argentina, 2001) e episódios históricos com dados disponíveis (Noruega, 1899 e Estados Unidos, 1929), associando-os aos efeitos inseridos no preço real das habitações, das



ações, nos ciclos passados do emprego, do PIB; bem como relacionou ao grande déficit orçamentário dos países envolvidos no período.<sup>508</sup>

### I. Aumento da taxa de desemprego

Pelo estudo acima citado, restou demonstrado que a taxa de desemprego, em média, após uma crise, aumenta durante quase os próximos cinco anos, pois o desemprego é um indicador atrasado, tendo alguns casos sofrido um acréscimo por um período bem superior, como no caso do Japão, em que o desemprego aumentou por um período superior a 10 anos.

---

#### *Selected Systemic Banking Crises*

Country	Start year	Currency crash	Did it include other types of crises (three-year window)?			
			External debt	Domestic debt	Inflation crisis	Stock market crash
Argentina	2001	yes	yes	yes	yes	yes
Chile	1980	yes	yes	no	yes	yes
Colombia	1998	yes	no	no	no	yes
Finland	1991	yes	no	no	no	yes
Hong Kong	1997	no	no	no	no	yes
Indonesia	1997	yes	yes	yes	yes	yes
Japan	1992	no	no	no	no	yes
Malaysia	1997	yes	no	no	no	yes
Mexico	1994	yes	no	no	yes	yes
Norway	1899	no	no	no	no	no
Norway	1987	yes	no	no	no	yes
Philippines	1997	yes	no	no	no	yes
South Korea	1997	yes	no	no	no	yes
Spain	1977	yes	no	no	yes	yes
Sweden	1991	yes	no	no	no	yes
US	1929	yes	no	yes	no	yes

Memorandum item:

*Selected Ongoing banking crises*

Austria, 2008-

Hungary, 2008-

Iceland, 2007

Ireland, 2007-

Spain, 2008-

UK, 2007-

US, 2007-

---

*Source:*

Reinhart, Carmen M. and Kenneth Rogoff, "This Time is Different: A Panoramic View

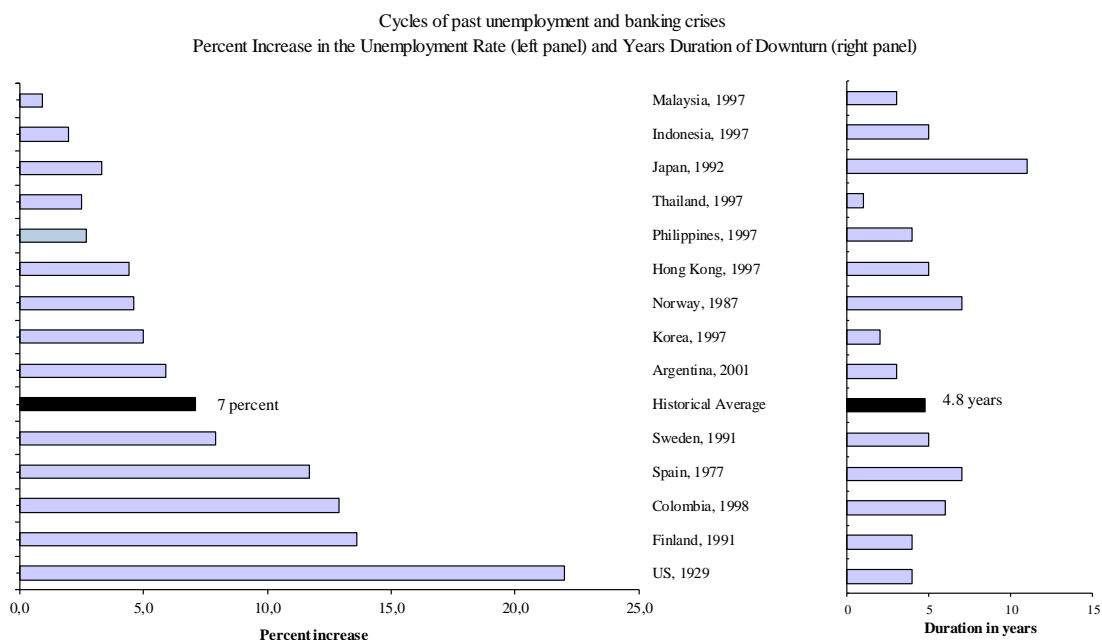
<sup>508</sup> 13882, March 2008.

Além disso, a taxa de desemprego dos países, pelo índice oficial, cresce em média, 7% (sete por cento), chegando, em vários casos, a ultrapassar uma variação de 10% (dez por cento).<sup>509</sup>

## II. Baixa acentuada nos preços reais das ações

O preço das ações, pela sua maior volatilidade, logo após uma crise financeira, tem uma queda gigantesca. Em alguns países, chegando a caírem quase 90% (noventa por cento)!. A média de queda do preço das ações é de 55,9% (cinquenta e cinco vírgula nove por cento), que é bastante relevante. Contudo, o tempo de recuperação médio é bem mais rápido quando o

509



Sources: OECD, IMF, Historical Statistics of the United States (HSOUS), various country sources, and authors' calculations.

Notes: Each banking crisis episode is identified by country and the beginning year of the crisis. Only major (systemic) banking crises episodes are included, subject to data limitations. The historical average reported does not include ongoing crises episodes.

(Carmen M. REINHART; Kenneth S. ROGOFF. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press, 2009, p. 227-229).

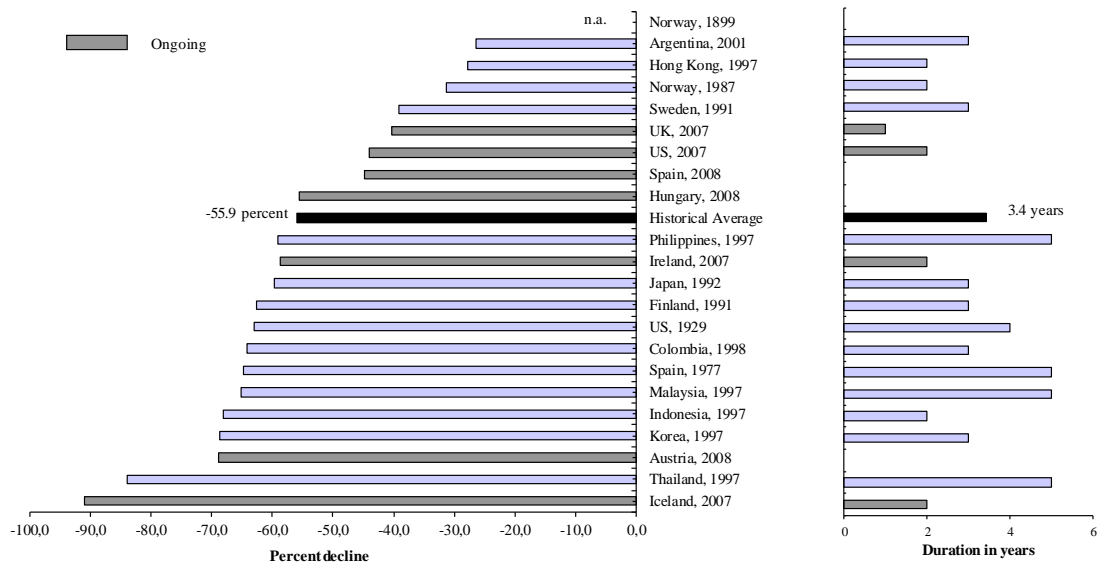
comparamos com o tempo de recuperação do mercado imobiliário: 3,4 anos.  
510

Como exemplo, podemos observar o comportamento do índice Dow Jones nas principais crises capitalistas:

- Comportamento do índice de 1921 a 1969:

510

Cycles of past and ongoing real equity prices and banking crises  
Peak-to-trough price declines (left panel) and years duration of downturn (right panel)

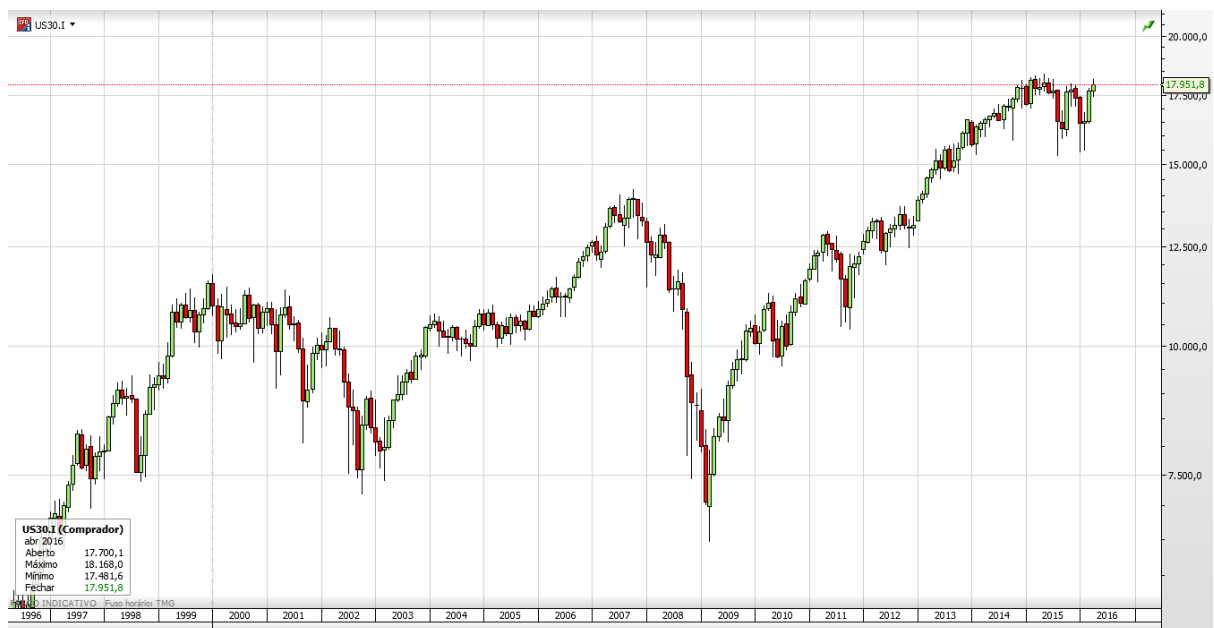


Notes: Each banking crisis episode is identified by country and the beginning year of the crisis. Only major (systemic) banking crises episodes are included subject to data limitations. The historical average reported does not include ongoing crises episodes. For the ongoing episodes, the calculations are based on data through December 2, 2008. Consumer price indices are used to deflate nominal equity prices.

(Carmen M. REINHART; Kenneth S. ROGOFF. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press, 2009, p. 228).



- Comportamento do índice de 1996 a 2016:



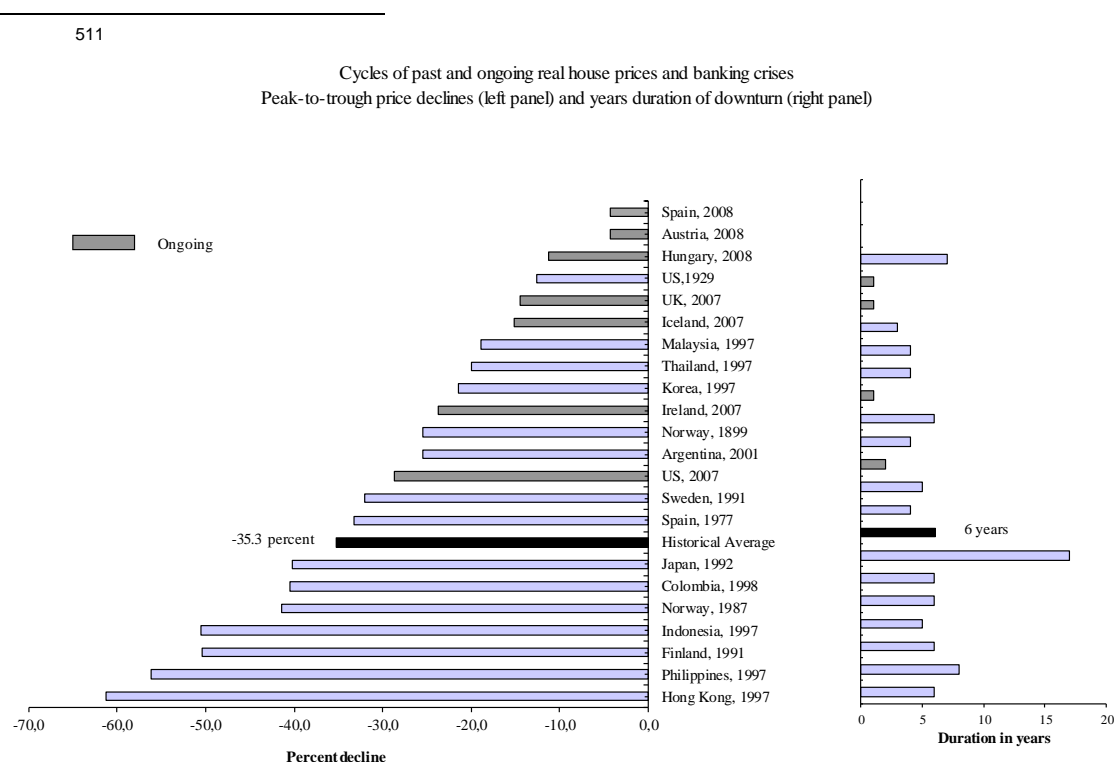
Como se percebe, quando da ocorrência da crise financeira, há uma forte baixa nos preços das ações.

### III. Baixa acentuada nos preços reais das habitações

Os preços das habitações caem, em média, após uma crise financeira, 35,5% (trinta e cinco e meio por cento), apesar de ser bem variável, tendo alguns países caído os preços reais acima de 50% (cinquenta por cento), ao passo que, em outros, pouco chegava a 10% (dez por cento).

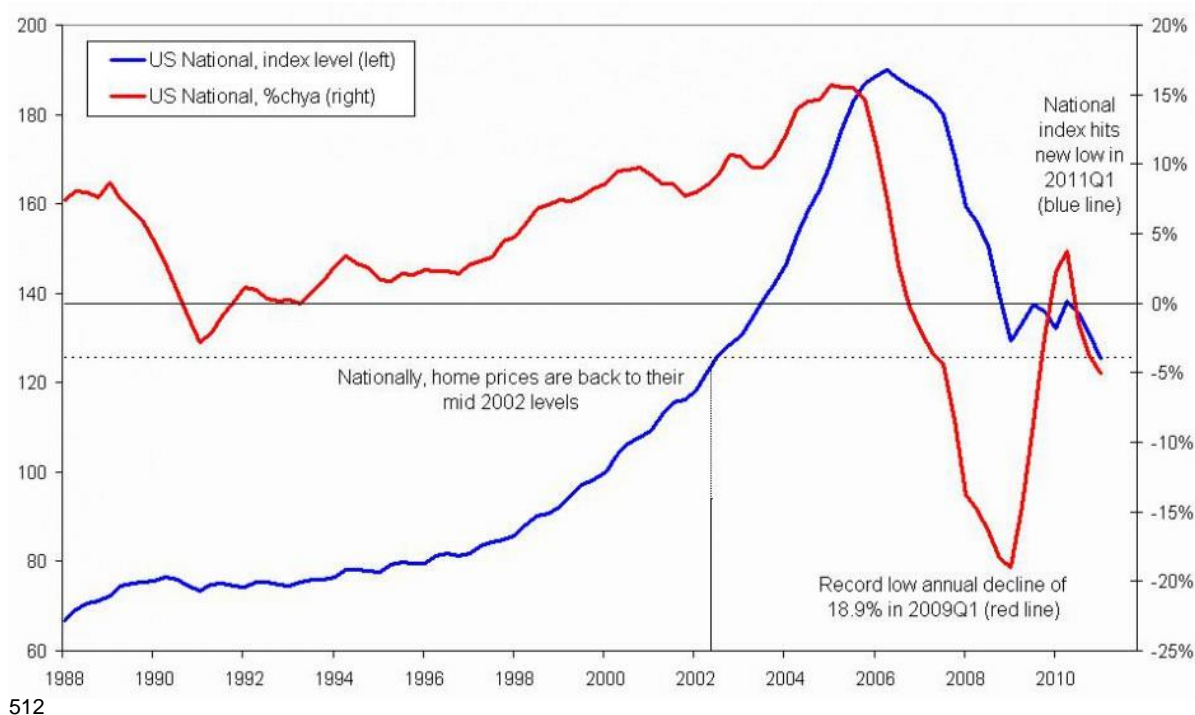
De igual forma, a duração dessa baixa nos preços também é bem variável, com especial destaque para o Japão que passou por 17 (dezessete) anos consecutivos em baixa nos preços da habitação. A média dos países estudados, entretanto, é de 06 (seis) anos.<sup>511</sup>

Como exemplo, vejamos o comportamento dos imóveis norte-americanos com base no *S&P Case-Shiller Home Price Index*:



*Notes:* Each banking crisis episode is identified by country and the beginning year of the crisis. Only major (systemic) banking crises episodes are included, subject to data limitations. The historical average reported does not include ongoing crises episodes. For the ongoing episodes, the calculations are based on data through the following periods: October 2008, monthly, for Iceland and Ireland; 2007, annual, for Hungary; and 2008:Q3, quarterly, for all others. Consumer price indices are used to deflate nominal house prices.

(REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press, 2009, p. 227).



Percebemos que com a crise de 2008, o preço dos imóveis retornaram ao patamar dos preços de 2002.

#### IV. Redução do Produto Interno Bruto dos países atingidos

Como é óbvio, ocorrendo uma crise, o país passa por dificuldades e isso reflete, em regra, no seu Produto Interno Bruto. Em média, a queda do PIB é de sonoros 9,3 (nove vírgula três por cento)%! E a duração dessa queda no PIB dura 1,9 (um vírgula nove) anos.

Usualmente, os países emergentes sofrem bem mais com as crises e por mais tempo, chegando alguns casos a se aproximar de 04 (quatro) anos de

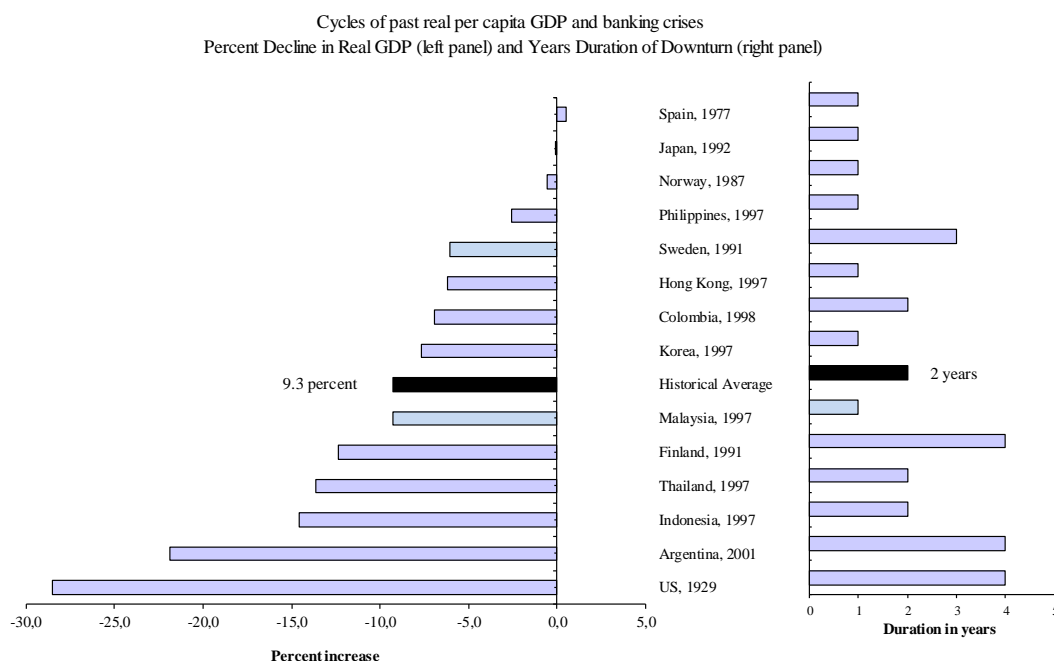
<sup>512</sup> Disponível em: <<http://www.housingviews.com/2011/05/31/double-dip-in-home-prices/national-index-level/>>. Último acesso em 14.06.2016.

queda no PIB e ao percentual de 20% (vinte por cento) de redução.<sup>513</sup> A explicação a isso já foi realizada em momentos anteriores; mas, basicamente, há uma fuga dos investimentos realizados pelos países estrangeiros (“com abruptas reversões na disponibilidade de crédito externo”), além do nível de desconfiança ser muito maior em relação aos emergentes se comparado com os países desenvolvidos pelo seu próprio histórico de incumprimentos.

## V. Forte déficit do saldo orçamental.

Com a necessidade do Estado de ter que assumir posição ativa para conseguir trazer um novo equilíbrio, recompondo a economia em crise, resgatando os “grandes demais para quebrar”, maiores gastos no serviço da dívida (aumento de despesas) somada à grande redução de receita, à fuga de capital e à abrupta reversão na disponibilidade de crédito anteriormente mencionado, temos como resultado um grande déficit orçamental para os

513



Sources: Total Economy Database (TED), Angus Maddison's Historical Statistics, Historical Statistics of the United States (HSOUS), and authors' calculations.

Notes: Each banking crisis episode is identified by country and the beginning year of the crisis. Only major (systemic) banking crises episodes are included, subject to data limitations. The historical average reported does not include ongoing crises episodes. Total GDP, in millions of 1990 US\$ (converted at Geary Khamis PPPs) divided by midyear population.

(Carmen M. REINHART; Kenneth S. ROGOFF. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press, 2009, p. 230).

países em crise. Ou seja, aumento de despesas com receitas menores. O resultado pode ser observado pelo quadro abaixo:

### Fiscal deficits as a percent of GDP

Country (crisis year)	Year before the crisis	Peak deficit (year)	Increase (– decrease) in the fiscal deficit
<i>Central government balance/GDP</i>			
Argentina, 2001	-2,4	-11.9 (2002)	9,5
Chile, 1980	4,8	-3.2 (1985)	8,0
Colombia, 1998	-3,6	-7.4 (1999)	3,8
Finland, 1991	1	-10.8 (1994)	11,8
Indonesia, 1997	2,1	-3.7 (2001)	5,8
Japan, 1992	-0,7	-8.7 (1999)	9,4
Korea, 1997	0	-4.8 (1998)	4,8
Malaysia, 1997	0,7	-5.8(2000)	6,5
Mexico, 1994	0,3	-2.3 (1998)	2,6
Norway, 1987	5,7	-2.5 (1992)	7,9
Spain, 1977 <sup>1</sup>	-3,9	-3.1 (1977)	-0,8
Sweden, 1991	3,8	-11.6(1993)	15,4
Thailand, 1997	2,3	-3.5(1999)	5,8

Sources: *Government Financial Statistics* and *World Economic Outlook*, International Monetary Fund, and authors' calculations.

<sup>1</sup> As shown in Figure 2.4, Spain was the only country in our sample to show an increase (modest) in per capita GDP growth during the post-crisis period.

514

Portanto, com a crise financeira, os déficits orçamentais, em alguns casos, ultrapassam 10% (dez por cento) do PIB.

## VI. Forte aumento da dívida pública

Se nos detivermos ao aumento real da dívida pública nos três anos seguintes às crises, observamos a completa deterioração das finanças públicas dos países atacados. Em média, ocorre um aumento da dívida de 86% (oitenta e seis por cento), tendo, em alguns casos, ultrapassado os 150% (cento e

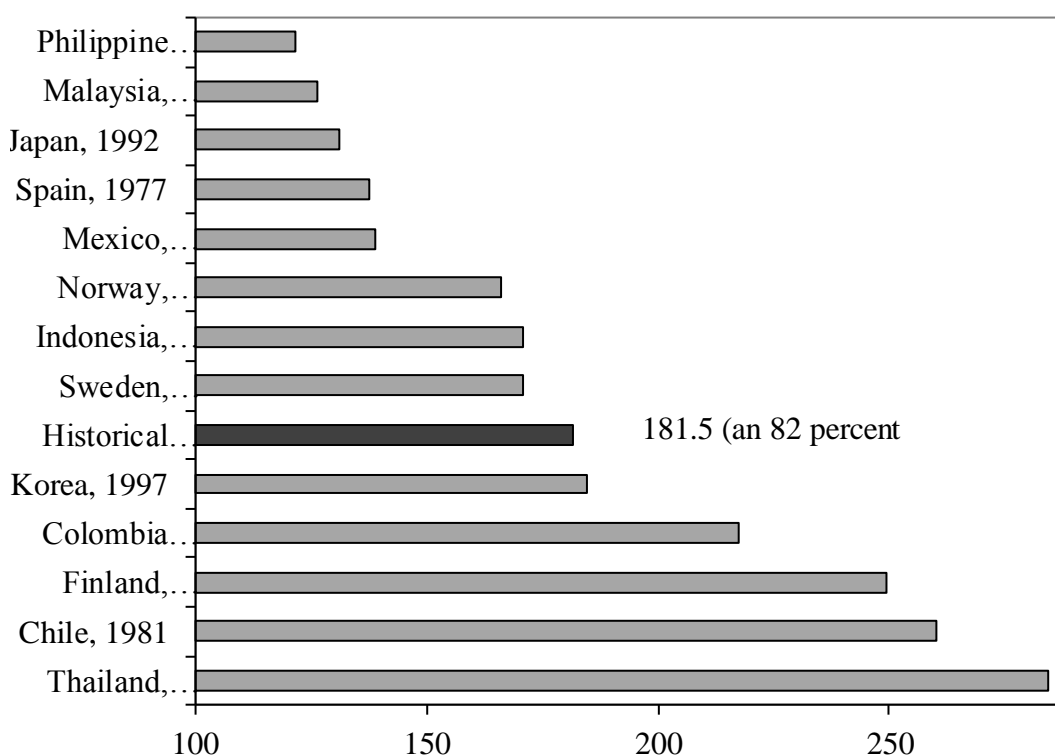
<sup>514</sup> Nesse sentido: Carmen M. REINHART; Kenneth S. ROGOFF. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, 231.



cinquenta por cento).<sup>515</sup> Como exemplo, segundo os dados disponibilizados pelo FMI, a dívida pública japonesa chegou a ultrapassar a barreira dos 200% (duzentos por cento) do valor do seu PIB.<sup>516-517</sup>

515

The cumulative increase in real public debt in the three years following past banking crisis



*Notes:* Each banking crisis episode is identified by country and the beginning year of the (systemic) banking crises episodes are included, subject to data limitations. The historical include ongoing crises episodes, which are omitted altogether, as these crises begin in 2008. Comparison here is with three years after the beginning of the banking crisis.

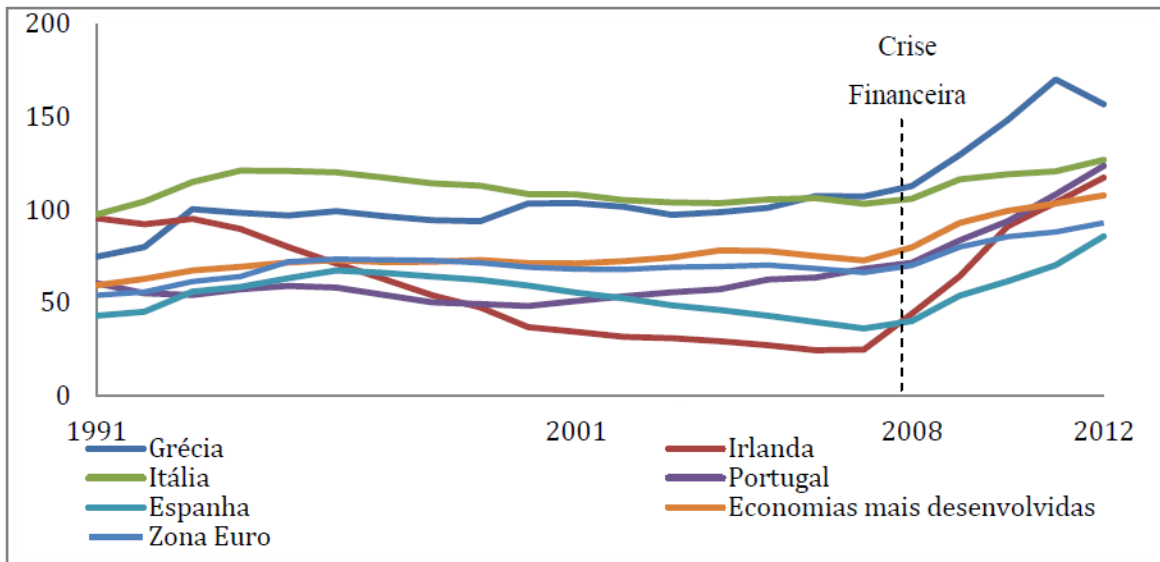
Here (but not in the 2009 version\_ we have used general government debt in cases where the bank bailout was not included in central government. Any subsequent revision:

(Carmen M. REINHART; Kenneth S. ROGOFF. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, 232).

<sup>516</sup> International Monetary Fund, World Outlook Database, disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/index.aspx>>. Último acesso em 14.06.2016.

Complementando os dados acima destacados, vejamos o crescimento da dívida pública (em porcentagem do PIB) de alguns países europeus no período de 1991 a 2012:

Aplicando a clássica teoria da revolução de James C. Davies ao caso em questão, a feição explosiva das crises decorreria da frustração das



Fonte: International Monetary Fund, World Outlook Database,

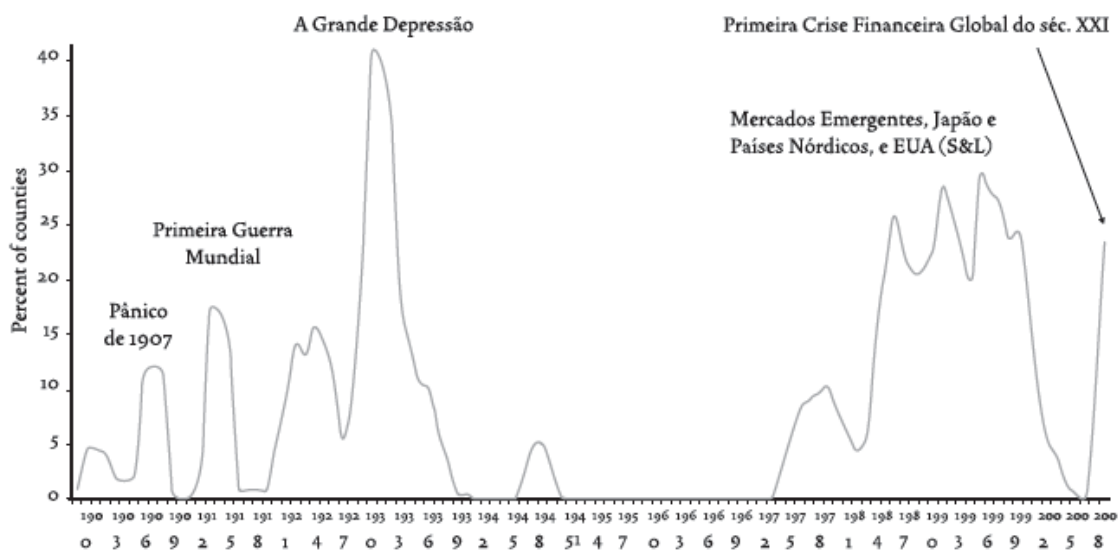
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/index.aspx>, acessado em 28 novembro de 2013

Bruno Miguel Nunes Vilas BOAS. *Impacto da Dívida Pública no Crescimento Económico: uma abordagem aos PIIGS*. Tese de Mestrado em Economia na Universidade do Porto. Porto: Faculdade de Economia do Porto, setembro, 2014, p. 6.

<sup>517</sup> Vejamos a proporção de países em crise bancária, ponderada por participação na renda mundial durante o século passado e o início do presente:

FIGURA 2

Proporção de países em crise bancária, 1900-2008, ponderada por participação na renda mundial



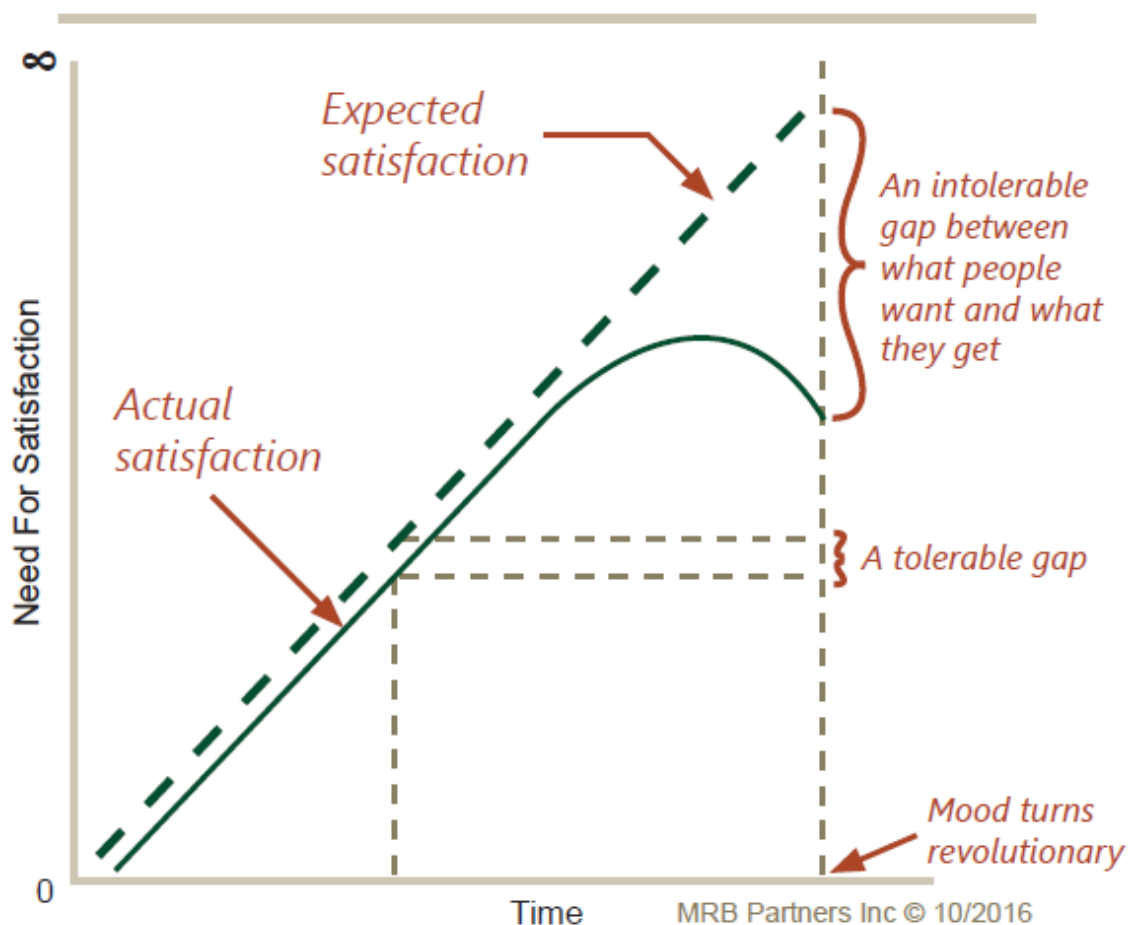
Fonte: Reinhart, Carmen N. e Rogoff, Kenneth S. "Banking crises: an equal opportunity menace". *NBER Working Paper*, 2008, nº 14.5 87 dez., p. 6. Nota: A amostra abrange todos os 66 países listados na Tabela A1 [da fonte citada] que eram estados independentes no ano respectivo. Foram usados três conjuntos de ponderações pelo PIB, 1,913 pesos para o período de 1800 a 1913, 1,990 para o período entre 1914 e 1990, e, finalmente, 2,003 para o período de 1991 a 2006. Os dados de 2007 e 2008 elencam crises na Áustria, na Bélgica, na Alemanha, na Hungria, no Japão, na Holanda, na Espanha, no Reino Unido e nos Estados Unidos. A figura apresenta uma média móvel de três anos.

expectativas criadas durante a fase expansiva da bolha. Segundo a citada teoria, os períodos de privação contínua não geram instabilidades políticas, diferentemente do que ocorre quando se dão as crises especulativas. Com o crescimento de uma bolha especulativa e sua divulgada “extrema prosperidade”, os envolvidos passam a acreditar que tal miragem especulativa será contínua, criando-se expectativas. Com o estouro da bolha, aquelas expectativas frustradas são recebidas com inflexibilidade e acabam por gerar insurreições.<sup>518</sup>

<sup>518</sup> Nesse sentido: James C. DAVIES. “Toward a theory of revolution”. *Amer. Sociol. Rev.* 27:5-19. California: Institute of Technology, Pasadena, CAJ, 1962.

Vejamos o gráfico que demonstra a teoria da curva J de Davies:

The Davies J-Curve shows the intolerance gap widening since the financial crisis  
(source: MRB Partners)



(Gideon PIMSTONE. “The case for a Fed rate hike now”. *Consilium Group*. Disponível em: <<https://www.consiliumcapital.com/insights/125537a6-304e-49d7-a5e8-cc155bdbcf48>>. Postado em 14.10.2016. Último acesso em 23.06.2017).

Portanto, na crise especulativa, a fantasia é desfeita, a realidade é escancarada, efeitos fortes e imediatos ocorrem e os olhos da sociedade se voltam para os atores visíveis do desastre. Em especial, o planejamento econômico dos países atingidos vai à ruína, estimulando o surgimento de conflitos sociais e de ideias no sentido da ruptura do sistema vigente. E tal possibilidade (de convulsão social e tentativa de ruptura com o sistema) não é nada interessante para aqueles que desejam a acumulação de capital com a especulação odiosa. Por isso, vemos uma grande luta para evitá-la.<sup>519</sup>

### c) Consequência-silenciosa: Aumento das desigualdades sociais

*No entanto, pelo menos 75% da população dos países em desenvolvimento vive em sociedades mais desiguais hoje do que há 20 anos. “Os 8% mais ricos do mundo concentram metade da renda global, deixando a outra metade para os 92% restantes”, destacou Magdy Martínez-Solimán, diretor do Escritório de Apoio a Políticas e Programas (BPPS) do PNUD.*

*Essa enorme população não só tem menor acesso à renda, mas também a serviços básicos, como saúde, educação, moradia, saneamento, além de menor voz no processo democrático.*<sup>520</sup>

---

<sup>519</sup> Como tratado anteriormente, Paul M. Warburg, em 09 de março de 1929, nos escritos da *Commercial and Financial Chronicle*, quando afirmou que a “história, que tem o doloroso costume de se repetir, ensinou à humanidade que o excesso de expansão especulativa invariavelmente termina em excesso de contração e dificuldades. [...] Se for permitido que as orgias especulativas se disseminem demais, porém, o colapso final certamente não apenas afetará os especuladores, mas também acarretará uma depressão geral envolvendo todo o país” (Edward CHANCELLOR, *Salve-se quem puder. Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, p. 250).

<sup>520</sup> The World Bank. *O que é preciso para vencer a desigualdade?* Disponível em: <<http://www.worldbank.org/pt/news/press-release/2014/11/19/world-without-poverty-seminar-inequality>>. Postado em 19.11.2014. Último acesso em 23.06.2017.

Em sentido similar: “Em um mundo angustiado pela crise econômica, aprendemos que de março de 2009 a março de 2014, exatamente o período considerado mais crítico, depois da bancarrota do Lehman Brothers, o número de bilionários do planeta dobrou: eram 793 no começo do furacão e agora somam 1.645. Os 85 mais ricos entre eles, no mesmo período, incrementaram seus capitais em 668 milhões de dólares a cada dia e sua renda equivale àquela de metade da população mundial, 3,5 bilhões de outros seres humanos.” (Claudio BERNABUCCI. “O abismo entre ricos e pobres cresce”. *Carta Capital*. Disponível em: <<https://www.cartacapital.com.br/revista/825/desiguais-ate-na-crise-6331.html>>. Postado em 14.11.2014. Último acesso em 23.06.2017).

Tal crescimento do nível de desigualdade se deu não apenas nos últimos 20 anos, como se observará logo abaixo; mas, “coincidentemente”, após o fim do regime do acordo de Bretton Woods.

Como já analisado no presente trabalho, com a quebra do acordo de Bretton Woods, ressurgiu a aplicação de uma política liberal sedenta, a qual foi sendo implementada, inicialmente, de forma experimental, no Chile, a partir de 11 de setembro de 1973, durante a ditadura de Pinochet. Após – com dosagens distintas –, ocorreu a implementação na Inglaterra, na Alemanha e em alguns outros países do norte da Europa Ocidental – como exceções, temos os países escandinavos – juntamente com os Estados Unidos; depois, nos países do sul da Europa ocidental; seguidos pelos países do Leste Europeu e pelo restante da América do Sul.<sup>521</sup>

---

<sup>521</sup> Vejamos a abaixo tabelas que trazem uma aproximação dos níveis do grau de desigualdade de forma simples – formulada por Thomas Piketty – e que representam bem o conjunto de países e seu nível de desigualdade, com finalidade de se buscar entender as transformações nas diferentes sociedades, em especial, em decorrência do seu grau de filiação ao sistema liberal especulativo:

<b>Desigualdade total da renda (trabalho e capital) no tempo e no espaço</b>				
Distribuição dos diferentes grupos na renda total	<b>Desigualdade suave</b> (≈ países escandinavos, anos 1970-80)	<b>Desigualdade média</b> (≈ Europa 2010)	<b>Desigualdade acentuada</b> (≈ Estados Unidos 2010; Europa 1910)	<b>Desigualdade muito acentuada</b> (≈ Estados Unidos 2030?)
<b>Os 10% mais ricos</b> "classes superiores"	<b>25%</b>	<b>35%</b>	<b>50%</b>	<b>60%</b>
o 1% mais rico ("classes dominantes")	7%	10%	20%	25%
os 9% seguintes ("classes abastadas")	18%	25%	30%	35%
<b>Os 40% do meio</b> "classes médias"	<b>45%</b>	<b>40%</b>	<b>30%</b>	<b>25%</b>
<b>Os 50% mais pobres</b> "classes populares"	<b>30%</b>	<b>25%</b>	<b>20%</b>	<b>15%</b>
Coefficiente de Gini correspondente (indicador sintético de desigualdade)	0,26	0,36	0,49	0,58

Nas sociedades onde a desigualdade total da renda do trabalho é relativamente baixa (como nos países escandinavos nos anos 1970-1980), os 10% mais ricos detêm cerca de 20% da renda total, e os 50% mais pobres, em torno de 30%. O coeficiente de Gini correspondente é de 0,26.

(Thomas PIKETTY. O capital no século XXI. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014, p. 244).

Além, claro, das bastante conhecidas críticas à política neoliberal de incentivo à existência de uma desigualdade social “saudável”,<sup>522</sup> temos que,

<b>Cálculos das rendas médias correspondentes a diferentes níveis de desigualdade total da renda (trabalho e capital)</b>				
Renda média dos diferentes grupos	<b>Desigualdade suave</b> (≈ países escandinavos, anos 1970-80)	<b>Desigualdade média</b> (≈ Europa 2010)	<b>Desigualdade acentuada</b> (≈ Estados Unidos 2010; Europa 1910)	<b>Desigualdade muito acentuada</b> (≈ Estados Unidos 2030?)
<b>Os 10% mais ricos</b> "Classes superiores"	<b>75.000 €</b>	<b>105.000 €</b>	<b>150.000 €</b>	<b>180.000 €</b>
<i>o 1% mais ricos</i> ("classes dominantes")	210.000 €	300.000 €	600.000 €	750.000 €
<i>os 9% seguintes</i> ("classes abastadas")	60.000 €	83.333 €	100.000 €	116.667 €
<b>Os 40% do meio</b> "Classes médias"	<b>33.750 €</b>	<b>30.000 €</b>	<b>22.500 €</b>	<b>18.750 €</b>
<b>Os 50% mais pobres</b> "Classes populares"	<b>18.000 €</b>	<b>15.000 €</b>	<b>12.000 €</b>	<b>9.000 €</b>
Renda média (trabalho e capital) por habitante por ano	30.000 €	30.000 €	30.000 €	30.000 €

Para uma mesma renda média de 30.000€ por habitante e por ano (2.500€ por mês), a renda média dos 50% mais pobres pode variar de 18.000€ por ano (1.500€ por mês) numa sociedade suavemente desigual a 9.000€ por ano (750€ por mês) numa sociedade fortemente desigual.

(Anexos da seguinte obra: Thomas PIKETTY. *O capital no século XXI*. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014. Anexo disponível em: <[www.intrinseca.com.br/ocapital](http://www.intrinseca.com.br/ocapital)>. Último acesso em 09.07.2017).

<sup>522</sup> Resumindo tal política, vejamos as palavras de Perry ANDERSON: “A chegada da grande crise do modelo econômico do pós-guerra, em 1973, quando todo o mundo capitalista avançado caiu numa longa e profunda recessão, combinando, pela primeira vez, baixas taxas de crescimento com altas taxas de inflação, mudou tudo. A partir daí as idéias neoliberais passaram a ganhar terreno. As raízes da crise, afirmavam Hayek e seus companheiros, estavam localizadas no poder excessivo e nefasto dos sindicatos e, de maneira mais geral, do movimento operário, que havia corroído as bases de acumulação capitalista com suas pressões reivindicativas sobre os salários e com sua pressão parasitária para que o Estado aumentasse cada vez mais os gastos sociais.

Esses dois processos destruíram os níveis necessários de lucros das empresas e desencadearam processos inflacionários que não podiam deixar de terminar numa crise generalizada das economias de mercado. O remédio, então, era claro: manter um Estado forte, sim, em sua capacidade de romper o poder dos sindicatos e no controle do dinheiro, mas parco em todos os gastos sociais e nas intervenções econômicas. A estabilidade monetária deveria ser a meta suprema de qualquer governo. Para isso seria necessária uma disciplina orçamentária, com a contenção dos gastos com bem-estar, e a restauração da taxa "natural" de desemprego, ou seja, a criação de um exército de reserva de trabalho para quebrar os sindicatos. Ademais, reformas fiscais eram imprescindíveis, para incentivar os agentes econômicos. Em outras palavras, isso significava reduções de impostos sobre os rendimentos

com o retorno do liberalismo, sucedeu a chamada desregulamentação financeira e a imposição de liberalização dos mercados, criando condições bastante favoráveis à especulação odiosa, pois fortaleceu alguns elementos necessários da sua estrutura anteriormente destacados: formação de grandes mercados, aumento da escala dos investimentos e maior acessibilidade ao crédito, possibilitando a alavancagem.

A implementação da doutrina do liberalismo financeiro de forma sedenta, apesar de trazer uma alocação econômica mais eficiente dos créditos em termos globais,<sup>523</sup> impôs uma prevalência de créditos que possuem maiores retornos econômicos, independentemente, do seu conteúdo social. Em outros termos, há uma repressão de investimentos dirigidos a um compromisso mais humano, que geram menores retornos, mas que buscariam o cumprimento dos objetivos sociais de redução das desigualdades.<sup>524-525</sup>

---

mais altos e sobre as rendas. Desta forma, uma nova e saudável desigualdade iria voltar a dinamizar as economias avançadas, então às voltas com uma estagflação, resultado direto dos legados combinados de Keynes e de Beveridge, ou seja, a intervenção anticíclica e a redistribuição social, as quais haviam tão desastrosamente deformado o curso normal da acumulação e do livre mercado. O crescimento retornaria quando a estabilidade monetária e os incentivos essenciais houvessem sido restituídos. (Perry ANDERSON. “Balanço do neoliberalismo”. In: Emir SADER; Pablo GENTILI (orgs.). *Pós-neoliberalismo: as políticas sociais e o Estado democrático*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1995, pp. 09-23).

No mesmo sentido: (...) Uma receita universal foi então imposta aos países em desenvolvimento: privatização (das empresas públicas, terra, educação, saúde e segurança social), liberalização dos mercados, desregulamentação da economia, precarização do emprego, descaso de preocupações ambientais.

O resultado desastroso desta orientação está hoje à vista: o aumento dramático das desigualdades sociais; muitos países em África, na América Latina e na Ásia, à beira do caos social e político; 1,2 bilhão de pessoas a vivendo com um dólar por dia e 2,8 bilhões vivendo com dois dólares - ou seja, 45% da população mundial nessa situação. (Boaventura de Sousa SANTOS. “A economia e a guerra”. *Carta Capital*. Disponível em: <[http://www.cartamaior.com.br/colunaImprimir.cfm?cm\\_conteudo\\_idioma\\_id=19402](http://www.cartamaior.com.br/colunaImprimir.cfm?cm_conteudo_idioma_id=19402)>. Último acesso em 19.06.2016).

<sup>523</sup> Nesse sentido: VERIKIOS George; ZHANG, Xiao-Guang. “Global Gains from Liberalising Trade in Telecommunications and Financial Services”. *Productivity Commission Staff Research Paper*, AusInfo, Canberra, outubro, 2001, p. 47.

<sup>524</sup> Como já manifestamos, se a liberalização for realizada de maneira desmensurada (algo comum nos países em desenvolvimento), ocorrerá a preferência do capital estrangeiro dominante por questões de rápida lucratividade, pouco se importando com investimentos socialmente relevantes. Em sentido similar: Joseph E. STIGLITZ. *Globalização: a grande desilusão*. Lisboa: Ed. Terramar, 2004, p. 57 e ss.

<sup>525</sup> Outro ponto destacado pela política neoliberal, o aumento da taxa de juros, também gera efeito similar ao acima apresentado, uma vez que ocasiona o efeito da “seleção adversa” dos tomadores do crédito. Segundo a doutrina que destaca a problemática do efeito da seleção adversa, uma política de juros altos induz a se investir apenas naquelas atividades que



Da mesma forma, a partir do fim da conversibilidade do dólar em ouro, o sistema de taxas de câmbio flutuantes passou a vigorar. Ou seja, os operadores de mercado tomaram o papel decisivo na determinação do preço relativo da moeda, provocando o fortalecimento de outro elemento da estrutura da especulação odiosa: o grau de incerteza.

Além desses citados, outro elemento da estrutura da *especulação odiosa* foi consagrado pelo mercado durante a década de 70: as informações *quase infalíveis* disponibilizadas pelas agências de notação de risco, que *catequizam* incontáveis especuladores para um destino final traçado por suas avaliações – valorando, em regra, os seus próprios clientes, ou seja, quem paga por sua avaliação –, transformando-as em profecias autorrealizáveis (e/ou *bem destruíveis*).<sup>526</sup>

---

possuam uma alta lucratividade, a fim de poder superar os altos juros cobrados no mercado, induzindo e direcionando todo o sistema para atividades, principalmente, especulativas. Nesse sentido: George AKERLOFF. “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanisms.” *Quarterly Journal of Economics* 84: 485-500, 1970. E ainda: Michael SPENCE “Job Market Signalling.” *Quarterly Journal of Economics* 87: 355-374, 1973.

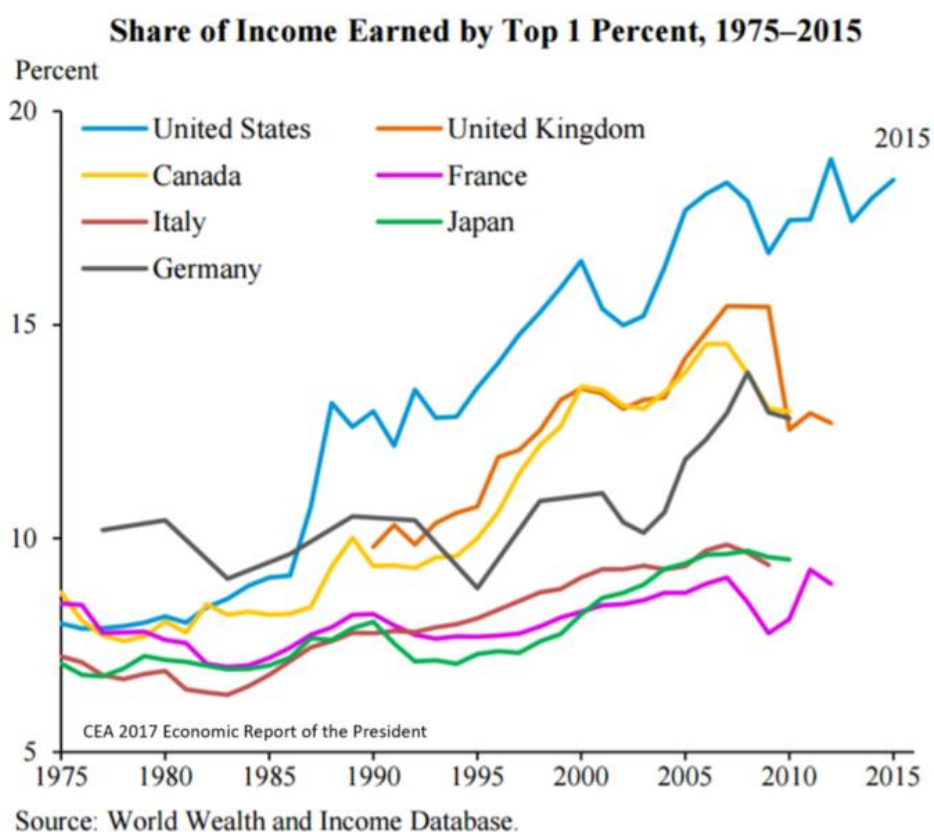
<sup>526</sup> Esse *método emitente-pagador* (onde se cobra valores dos emissores e dos investidores pela análise das emissões a pedido dos mesmos), somente se deu após a Comissão de Valores Mobiliários estadunidense (*Securities and Exchange Commission – SEC*) ter conferido especial *status* de Organizações de *Rating* Reconhecidas Nacionalmente (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*) às principais agências dos Estados Unidos da América, como se atribuindo um *selo nacional de super-agência*, reconhecido pelo Estado.

Sobre o problema da imparcialidade das agências de rating, além de inúmeros trabalhos, interessante observar o a Resolução legislativa do Parlamento Europeu, de 16 de janeiro de 2013, sobre a proposta de regulamento do Parlamento Europeu e do Conselho que altera o Regulamento (CE) n.º 1060/2009 relativo às agências de notação de risco (COM(2011)0747 – C7-0420/2011 – 2011/0361(COD)), onde há pleno destaque para a presente questão, vejamos trecho elucidativo: “O facto de as agências de notação de risco serem selecionadas e remuneradas pela entidade que é objeto de notação (modelo emitente-pagador) gera conflitos de interesses inerentes. Este modelo incita as agências a emitirem notações de risco favoráveis ao emitente para assegurar a perenidade da relação comercial, assegurando assim a estabilidade das suas receitas ou permitindo-lhe serviços e receitas adicionais. Além disso, as relações entre os acionistas das agências de notação de risco e as entidades que são objeto de notação podem desencadear conflitos de interesses que não estão suficientemente acautelados nas normas atuais, pelo que as notações de risco emitidas no âmbito do modelo emitente-pagador podem ser vistas como as notações que convêm ao emitente e não as de que o investidor necessita.”

Assim, uma vez fortalecidos todos os elementos estruturais da especulação odiosa a partir da década de 70, adveio a aceleração exponencial da atividade especulativa.<sup>527</sup>

Todo esse contexto fez ascender, de forma silenciosa, a consequência de efeitos largos e graves para a sociedade: o aumento da desigualdade social.

A consequência-silenciosa, apesar de agir de forma sorrateira, não é imperceptível. Ao contrário. Vejamos o gráfico abaixo que demonstra a majoração da concentração de renda e o consequente aumento da desigualdade social daqueles conhecidos como 1% (um por cento) mais ricos de alguns países desenvolvidos:



528

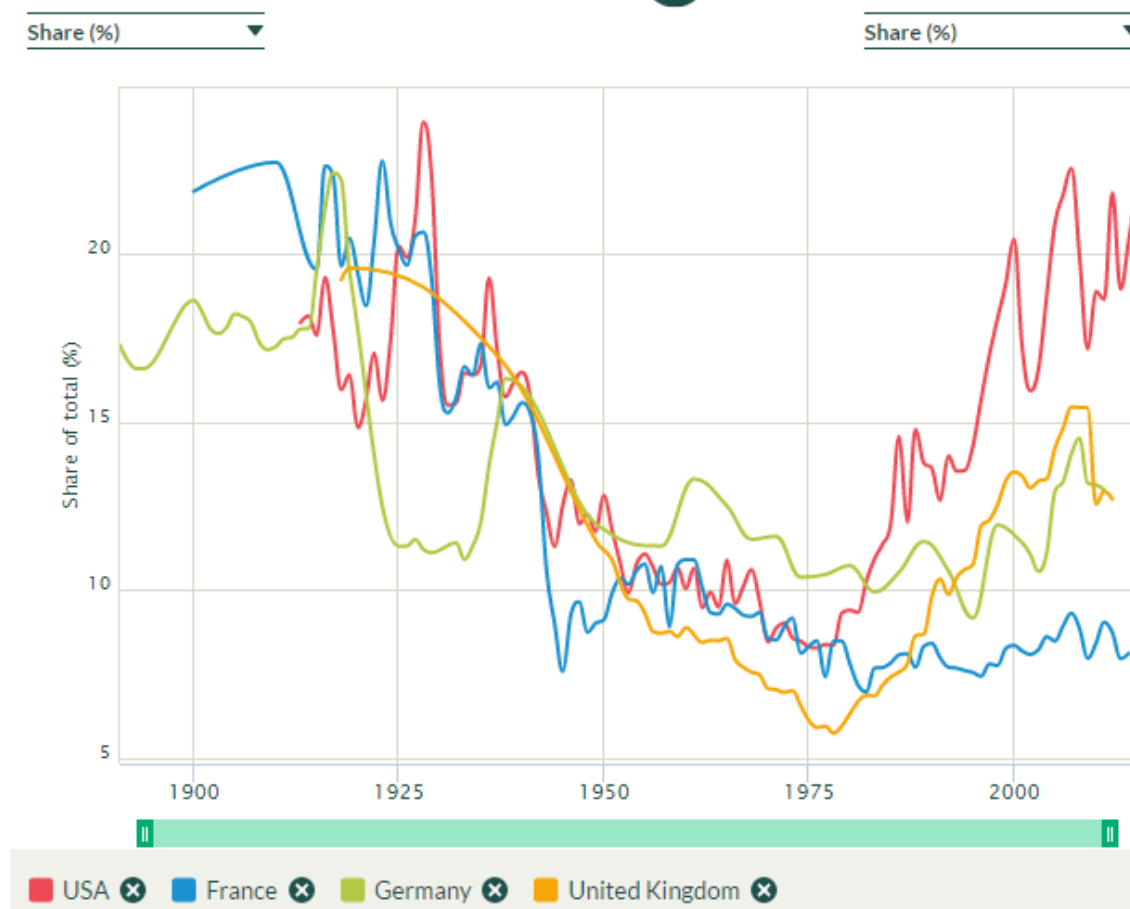
<sup>527</sup> Em função disso, verifica-se a supremacia do capital financeiro sobre o capital produtivo. Nesse sentido: “Neste contexto, com efeito, as empresas não são mais induzidas a investir e a crescer, porque o custo do endividamento é superior ao rendimento prospectivo do capital produtivo (efeito de alavancagem negativo). Os investimentos financeiros, sob a forma de compra de títulos, tornam-se mais rentáveis”. (Dominique PLIHON, “Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira (A responsabilidade das políticas liberais: Um ponto de vista keynesiano)”. in *Economia e Sociedade*. Campina (7): 85-127, dezembro, 1996, p. 109).

Infere-se que não pode se atribuir à mera coincidência o fato de aqueles países que mais se adaptaram às regras estruturais da especulação odiosa possuírem um maior crescimento da desigualdade social.<sup>529</sup>

<sup>528</sup> U.S. Council of Economic Advisers - 2017 Economic Report of the President. 28.dez.2016. Disponível em: <<https://www.whitehouse.gov/administration/eop/cea/economic-report-of-the-President/2017>>. Último acesso em 30.abr.2017>.

Em sentido similar, vejamos o gráfico com os dados disponibilizados através do portal do <http://wid.world>. Último acesso em 20.jun.2017.

## Top 1% fiscal income share



<sup>529</sup> Como mais um motivo para o citado crescimento da desigualdade: “Na medida em que as medidas de política monetária não convencionais servem para melhorar os preços dos ativos, como casas e ações, as classes médias e baixas que têm pouca ou nenhuma exposição a essas classes de ativos são deixadas para trás, exacerbando as divisões da sociedade.

Juntamente com a globalização e o crescimento salarial muito mais lento, isso levou a um estrato inteiro nas economias desenvolvidas, sendo lançado à deriva. Em outras palavras, apenas uma pequena porcentagem do público capturou a maior parte dos ganhos de renda nos últimos anos, enquanto uma grande parte da sociedade não se beneficiou de forma material. O fenômeno Trump não emergiu coincidentemente”. Tradução livre do seguinte trecho: “To the extent that unconventional monetary policy measures serve to enhance the prices of assets like houses and equities, the middle and lower classes who have little to no exposure to such asset classes, are left behind, exacerbating societal divisions.

Vejam, em dados atualizados, a situação da concentração da renda dos vários países representativos do maior ou menor grau de implementação da política especulativa:

<b>País</b>	<b>Participação do TOP 1% na renda fiscal <sup>1</sup></b>
Estados Unidos	22%
Colômbia	20%
África do Sul	20%
Argentina <sup>2</sup>	16%
Canadá	15%
Reino Unido	15%
Uruguai	14%
Alemanha	14%
China	12%
Japão	11%
Espanha	11%
Suíça	11%
Suécia	10%
Austrália	9%
Portugal <sup>3</sup>	9%
Itália	9%
França	8%
Nova Zelândia	8%

---

Together with globalisation and far slower wage growth, this has led to a whole stratum in developed economies, being cast adrift. In other words only a small percentage of the public have captured the bulk of income gains in recent years, while a large portion of society has not benefited materially whatsoever. The Trump phenomenon did not emerge coincidentally". (Gideon PIMSTONE. "The case for a Fed rate hike now". *Consilium Group*. Disponível em: <<https://www.consiliumcapital.com/insights/125537a6-304e-49d7-a5e8-cc155bdbcf48>>. Postado em 14.10.2016. Último acesso em 23.06.2017).

Finlândia	8%
Holanda	7%
Noruega	7%
Dinamarca	6%

Tabela de elaboração própria, formulada com base nos dados retirados do World Wealth & Income Database. Disponível em <<http://wid.world/>>. Último acesso em 25.jun.17

<sup>1</sup> Os dados se referem a maior porcentagem encontrada da renda fiscal nos últimos 10 anos.

<sup>2</sup> Últimos dados disponíveis são de 2004

<sup>3</sup> Últimos dados disponíveis são de 2005

Em função da crise econômica vivenciada a partir de 2008 – como já visto, as consequências-explosivas não implicam em resultados uniformes <sup>530</sup> sobre a redução ou aumento da desigualdade –, em função de alguns países se encontrarem em estágios distintos em relação à crise enfrentada, para evitar uma análise injusta dos dados, na tabela acima, optou-se por selecionar o maior percentual anual de cada país na última década, desconsiderando as casas decimais.

Em uma rápida análise, podemos concluir que “coincidentemente”, aqueles países que se filiaram de forma mais aguda às propostas liberalizantes, como os países anglo-saxões e os sul-americanos <sup>531</sup>, possuem uma maior nível de concentração de renda do que os países que mantiveram grande parte do estado de bem-estar social.

Voltando-se os olhos para o país que demonstrou maior concentração de renda da tabela acima destaca, coincidentemente, a maior potência capitalista e onde pouco existiu um Estado de bem-estar na fórmula europeia,

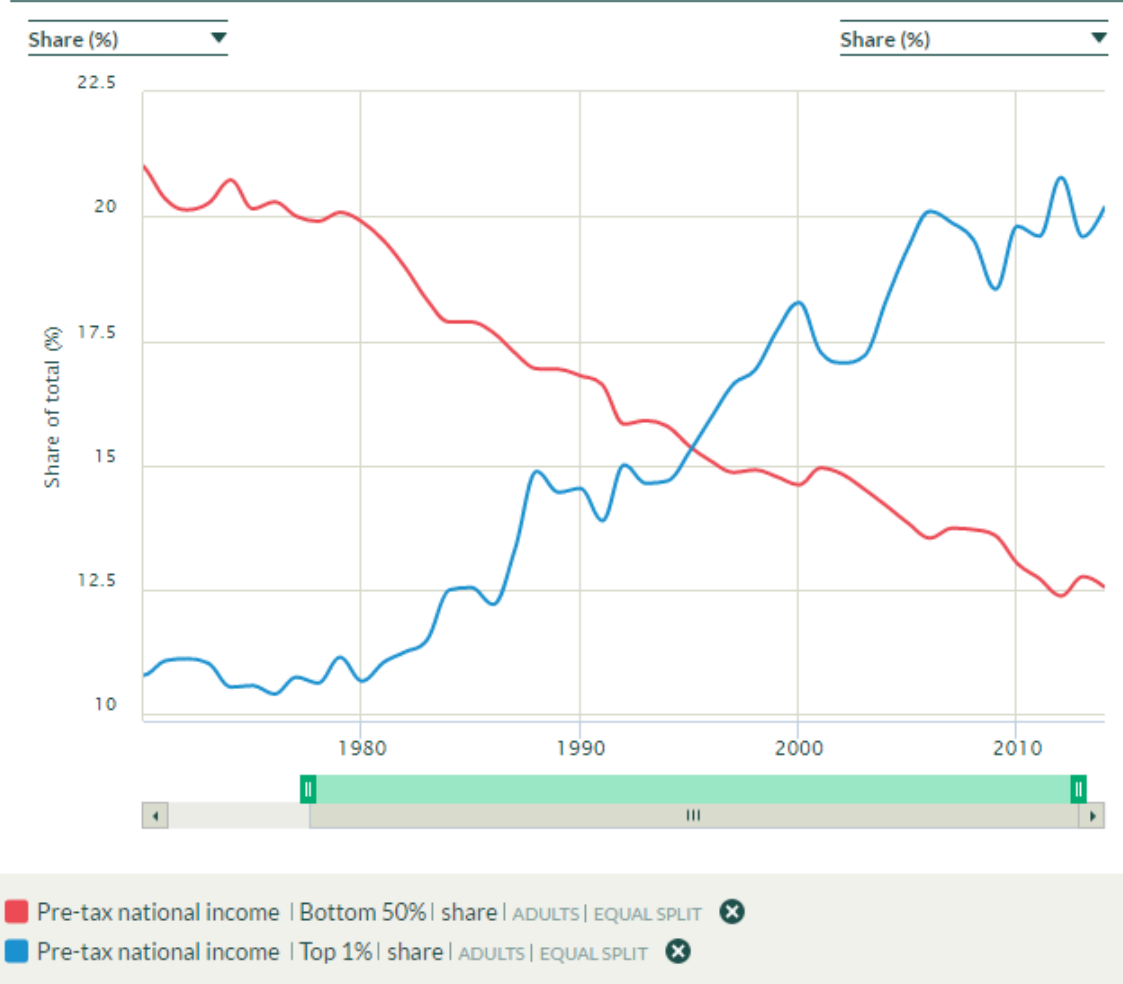
---

<sup>530</sup> Algumas vezes, as crises reduzem a desigualdade existente; em outras, aumentam.

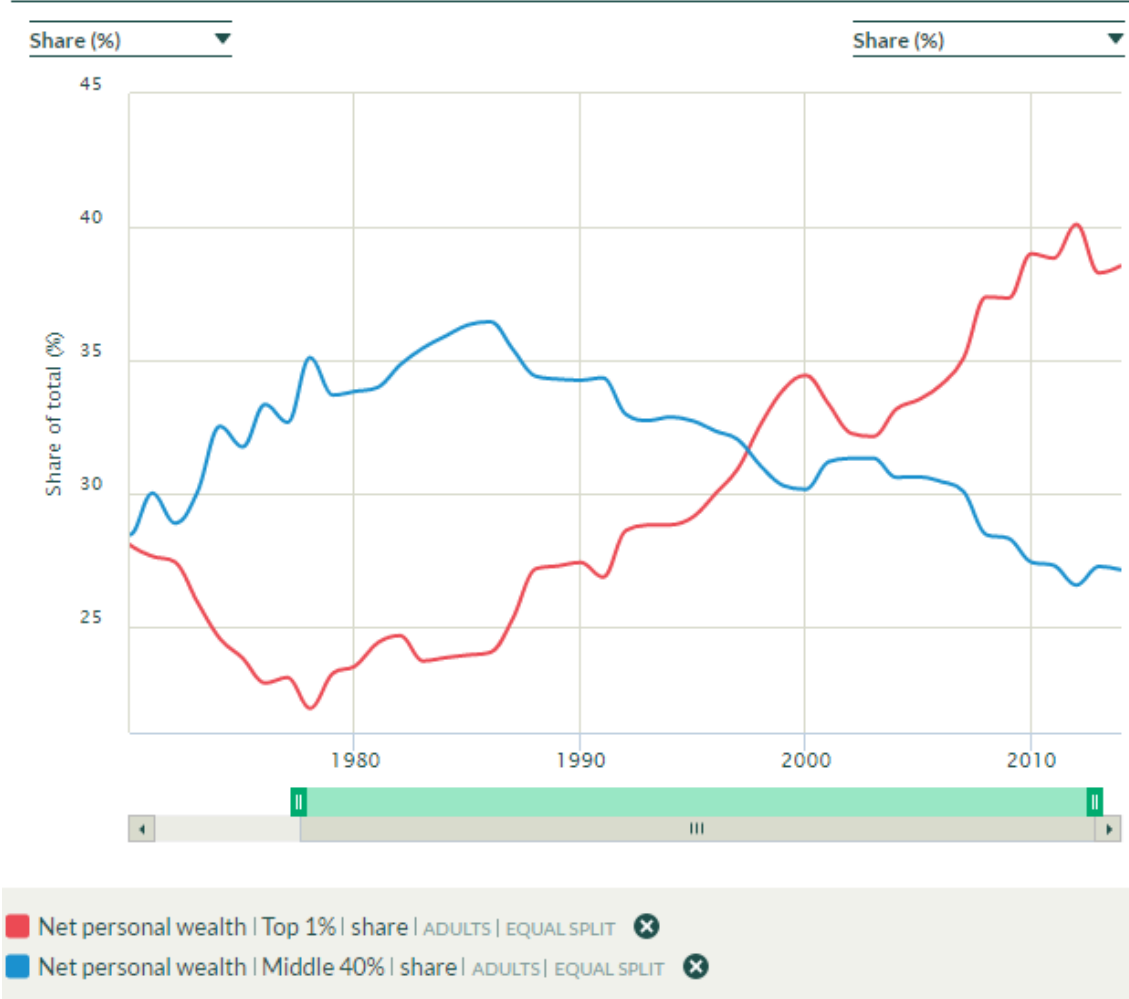
<sup>531</sup> Em regra, os países subdesenvolvidos, entre eles os sul-americanos, como já visto, são mais facilmente obrigados a adotar o sistema entendido pelo FMI como mais vantajoso e pelas outras organizações mundiais.

podemos constatar o claro aumento da desigualdade, principalmente, depois que Ronald Reagan assumiu a presidência. Vejamos:

### Income inequality, USA, 1970-2014



## Wealth inequality, USA, 1970-2014

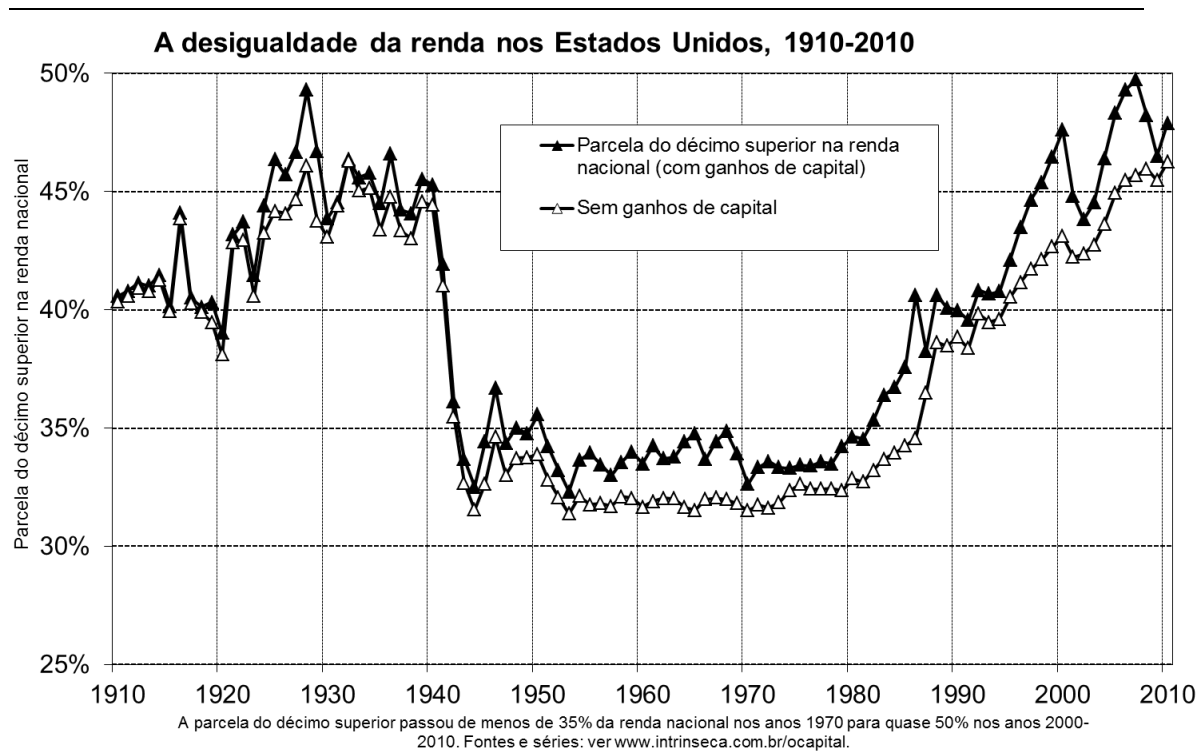


532

<sup>532</sup> Pesquisa realizada através do portal do <<http://wid.world/country/usa/>>.

Em igual sentido:

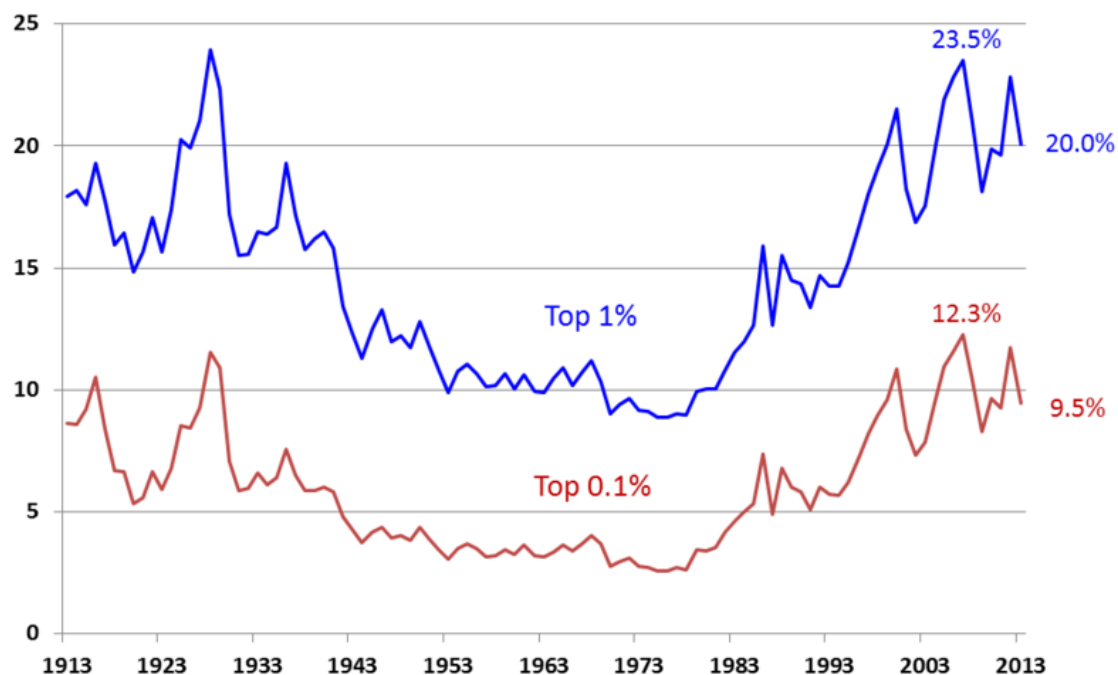
É necessário mencionar que é bem similar o desenvolvimento da concentração de renda dos chamados 0,1% e 0,01% (um décimo de por cento superior e um centésimo de por cento superior) se comparados com o crescimento daquele 1% (um por cento) mais rico, apesar de a renda média do 1% (um por cento) mais rico ser cinco vezes menor do que a do 0,1% (um décimo de por cento) mais rico. Vejamos os comportamentos dos gráficos abaixo:



(Thomas PIKETTY. *O capital no século XXI*. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014, p. 284).

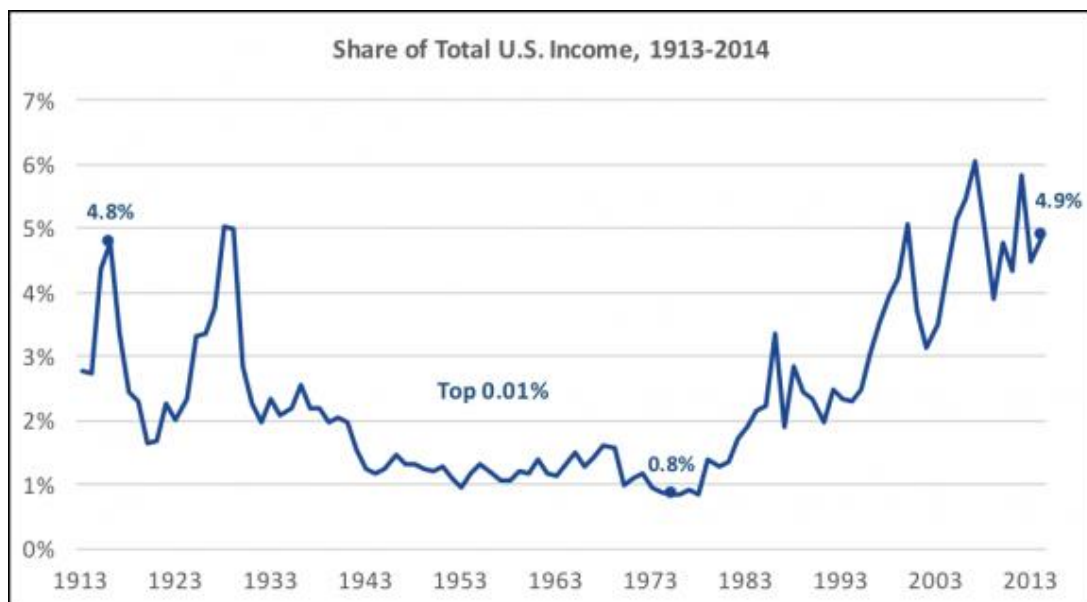


### U.S. Income Shares of Top 1% and Top 0.1% Households – Incl. Capital Gains (1913-2013)



Source: Piketty & Saez – January 2015

533



534

<sup>533</sup> Dados atualizados em 29 de janeiro de 2015.

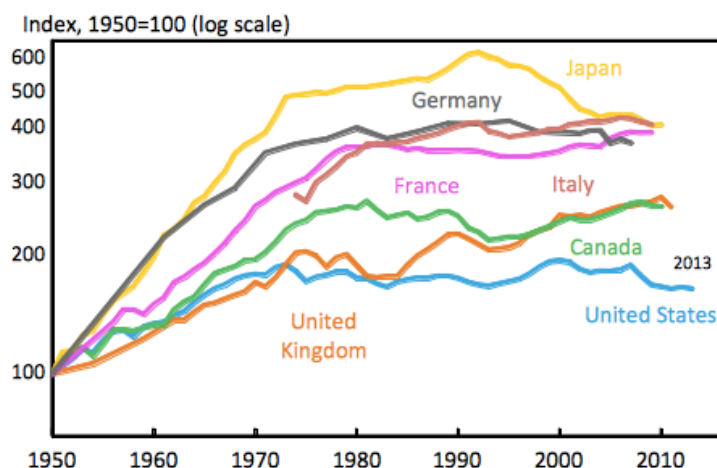
<sup>534</sup> Disponível em <<https://patriceayme.wordpress.com/2016/12/12/plutocracy-epigenetics-not-just-wealth-and-democide/>>.

Como é evidente, a distribuição de renda entre os menos favorecidos economicamente cresceu bastante até meados da década de 70 do século passado, depois se manteve, passando a reduzir-se. Vejamos:

Contudo, é necessário destacar que o fator determinante para esse aumento na desigualdade são os valores recebidos com a especulação financeira.

Podemos perceber isso quando analisamos a concentração de renda daqueles que detêm de 10 a 5% (dez a cinco por cento) das maiores rendas dos Estados Unidos e daqueles que detêm de 5 a 1% (cinco a um por cento) – excluindo os valores recebidos pelas pessoas que detêm 1% (um por cento) das maiores rendas do país –. Constatamos que o crescimento não foi tão assustador como o daqueles que detêm 1% das maiores rendas do país. Vejamos o gráfico abaixo:

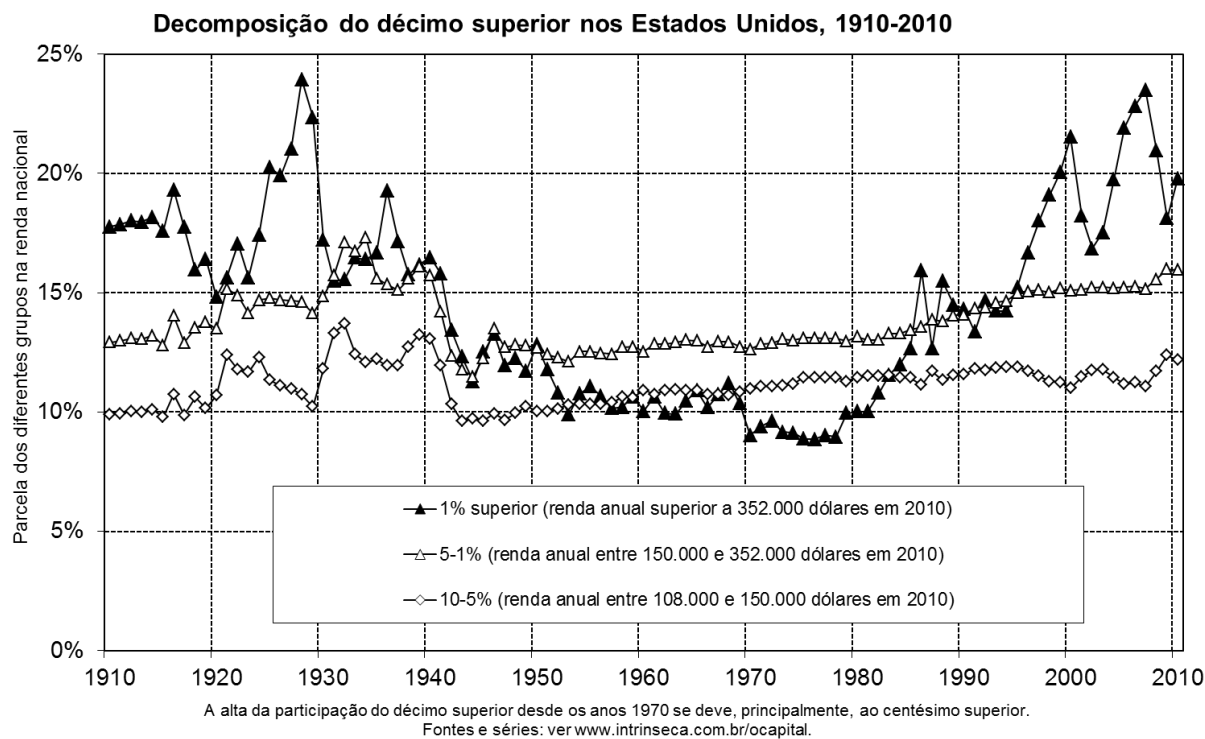
**Figure 2.** Growth in real average income for the bottom 90%



Sources: World Top Incomes Database, Saez (2015), Council of Economic Advisers calculations.

Notes: Data for all countries exclude capital gains. For Germany, data excluding capital gains is unavailable after 1998, so this chart displays data including capital gains adjusted for the historical relationship between capital-inclusive and capital-exclusive incomes. Italian data begins in 1974 and is indexed to the average of the other series at that point. Italian data is calculated by the Council of Economic Advisers from the income level and share of the top 10% as provided by the World Top Incomes Database.

(Jason FURMAN. "A brief history of middle-class economics: Productivity, participation, and inequality" in the United States. Dados de 20.02..2015. Disponível em: <<http://voxeu.org/article/brief-history-middle-class-economics>>. Último acesso em 30.04.2017).

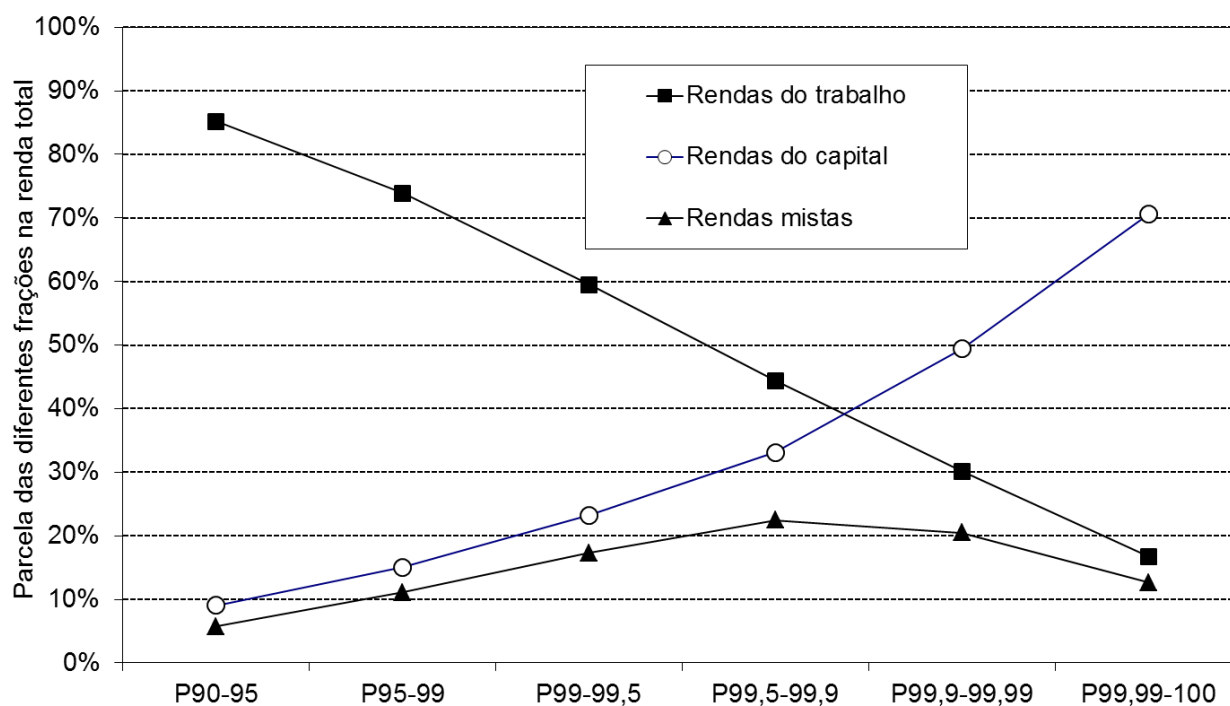


535

Voltando-se os olhos mais detidamente para àqueles que possuem as maiores rendas nos Estados Unidos observamos a seguinte composição de seus rendimentos:

<sup>535</sup> Thomas PIKETTY. *O capital no século XXI*. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014, p. 285.

### A composição das maiores rendas nos Estados Unidos em 2007

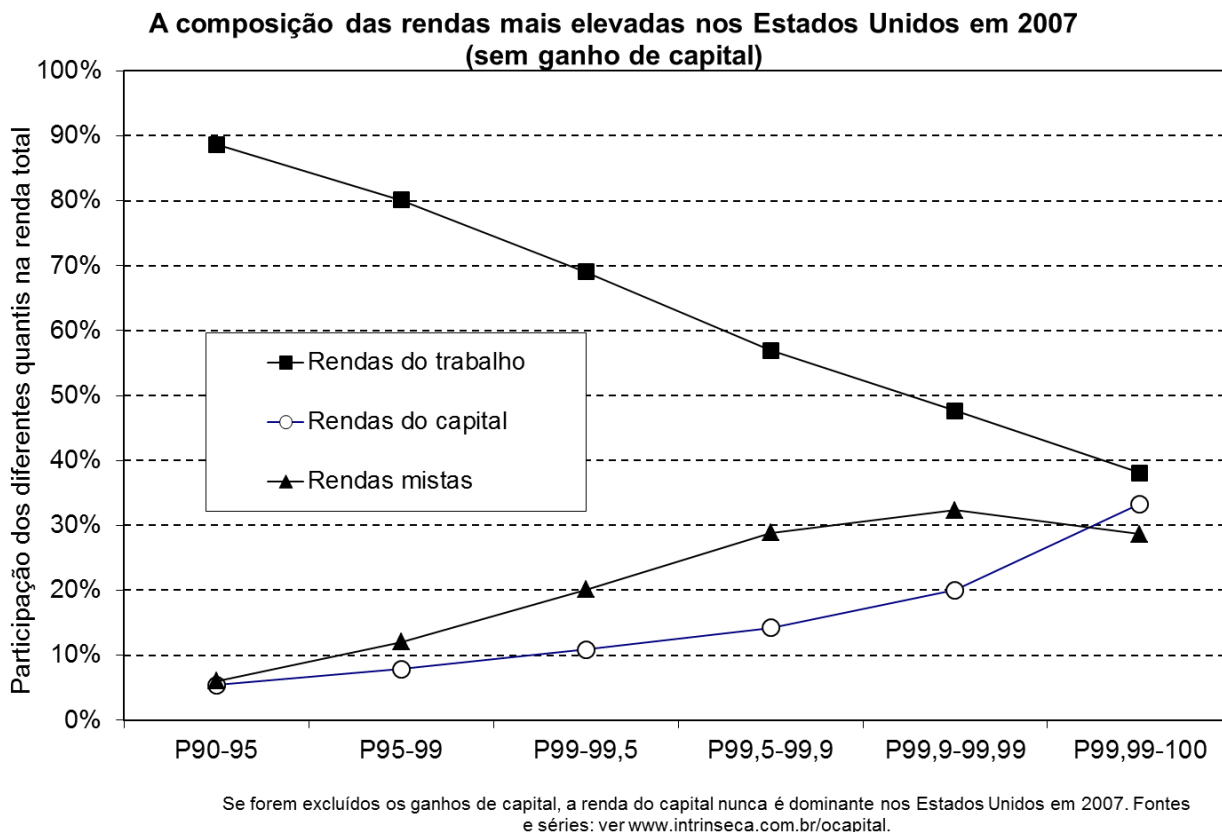


A renda do capital é dominante para o 0,1% das maiores rendas nos Estados Unidos em 2007, e não para o 1% das maiores rendas, como era em 1929.

Fontes e séries: ver [www.intrinseca.com.br/ocapital](http://www.intrinseca.com.br/ocapital).

Ou seja, analisando-se a partir daqueles que detêm 0,05% (meio décimo de por cento superior) dos maiores rendimentos dos Estados Unidos, podemos apreender que dependem cada vez mais das rendas do capital para obterem seus altos rendimentos (sendo esta bem dominante em relação as outras).

E se observarmos o rendimento sem o ganho de capital – o qual é grande parte decorrente de receita especulativa? Vejamos a diferença com o gráfico abaixo:



Portanto, uma vez retirados os ganhos de capital, nem mesmo as rendas de capital conseguem ser superiores às rendas do trabalho.

Portanto, resta claro que a atividade especulativa é a que principal determinante para o crescimento das desigualdades dos Estados Unidos – país maior representativo da concentração dos rendimentos por aqueles que 1% (um por cento) superiores em rendimentos.

Exatamente, em função da alta volatilidade da referida forma de acumulação de capital é que são tão abruptas as subidas e decidas no gráfico.

Isso tudo deixa bastante claro que o pensamento de Mill – reproduzido pela doutrina do liberalismo econômico <sup>536</sup> – era equivocado: a atividade

<sup>536</sup> Milton FRIEDMAN. “In Defense of Destabilizing Speculation”. *Essays in Economics and Econometrics*. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1960. Ainda sobre o assunto: “A atividade dos especuladores pode ser desestabilizadora, mesmo se eles próprios acabarem indo à falência por suas ações. A falência de numerosos especuladores japoneses no início da década de 1990 e as inadimplências que eles legaram ao sistema bancário levam a essa conclusão. Como no longo prazo uma nova geração substituirá os especuladores falidos, o argumento da “sobrevivência dos mais aptos” não procede.” (Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder: Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, p. 286)

especulativa odiosa não se trata de uma simples transferência entre especuladores.

Como se percebe, existe uma pequena parcela da população que é a grande favorecida pela estrutura formada em serviço da especulação odiosa, o que vem ocasionando uma rápida concentração de renda.<sup>537</sup> Isso se dá durante toda a fase silenciosa.<sup>538</sup>

De fato, a especulação promove a sua transferência de riqueza, mas uma transferência direcionada em sentido único e a destinatários precisos.<sup>539</sup>

E faz-se imperioso destacar que a especulação sem amarras – especulação odiosa ou abusiva – provoca o aumento das desigualdades não somente nas últimas décadas, mas há centenas de anos. Podemos constatar isso seja nos escritos do Édito Máximo (EDICTVM DIOCLETIANI ET COLLEGARVM DE PRETIIS RERVM VENALIVM) – como um dos motivos

---

<sup>537</sup> Mill acreditava que o ponto de maior impacto da especulação odiosa eram as crises. Ele destacava que, de fato, com a especulação, existiam desperdícios; contudo, em grande parte, estava apenas se dando uma transferência de riqueza de especuladores irracionais para especuladores mais bem sucedidos. Nesse sentido: “Além disso, há grande consumo improdutivo de capital durante a estagnação que segue a um período de over-trading geral. Fecham-se estabelecimentos, ou estes são mantidos em atividade sem lucro algum, trabalhadores perdem o emprego, e muitas pessoas de todos os níveis, que por ficarem privadas de sua renda são obrigadas a se sustentarem com as suas poupanças, se encontram, depois de ter passado a crise, em uma condição de empobrecimento maior ou menor. Esses são os efeitos de uma reviravolta comercial; e se essas reviravoltas são mais ou menos periódicas, isto é uma consequência necessária dessa tendência dos lucros a baixar, que estamos estudando” (John Stuart MILL. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. II. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990, p. 313-4).

<sup>538</sup> Na crise, existe uma variação, se vista de um contexto macro; pois, algumas vezes, há uma concentração de renda; em outras vezes, ocorre o contrário.

<sup>539</sup> Segundo Marx, a especulação odiosa promove a expropriação na mais alta escala, estendendo-se, inclusive, a produtores diretos e até aos próprios capitalistas pequenos e médios. Nesse sentido: Essa expropriação apresenta-se, porém, no interior do próprio sistema capitalista como figura antitética, como apropriação da propriedade social por poucos; e o crédito dá a esses poucos cada vez mais o caráter de aventureiros puros. Uma vez que a propriedade existe aqui na forma de ação, seu movimento e transferência tornam-se resultado puro do jogo da Bolsa, em que os pequenos peixes são devorados pelos tubarões e as ovelhas pelos lobos da Bolsa. (Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. 2a ed. Vol. III, tomo 1. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986, p. 334).

Além disso, não é menos importante destacar que, em um momento inicial – algo novamente possibilitado pela desregulamentação financeira vivenciada nas últimas décadas –, os especuladores arriscam, em seus jogos de alto perigo, valores depositados nas instituições financeiras pelos trabalhadores e pelas empresas não ligados à especulação, ou seja, jogam com propriedade social – valores decorrentes de trabalho de outrem. Posteriormente, como já visto, formam-se os castelos de ar e as miragens da multiplicação dos pães, mas a especulação sempre eleva o risco do desfazimento dos valores sociais acima destacados.

para a derrocada do Império Romano –, seja nos indignados escritos de Marx sobre a situação social deplorável dos trabalhadores durante o século XIX.<sup>540</sup>

Portanto, apesar de silenciosa, o aumento das desigualdades sociais é a consequência mais grave da especulação odiosa, pois é pouco percebida e não gera qualquer tentativa de modificação do contexto social pelos afetados.

---

<sup>540</sup> Como exemplo, vejamos a citação do doutrinador: "Morte em massa, por inanição, dos pobres de Londres! (wholesale starvation of the London Poor!) (...) Durante os últimos dias, as paredes de Londres foram cobertas por grandes cartazes, que trazem este anúncio notável: 'Bois gordos, gente faminta! Os bois gordos deixaram seus palácios de vidro para cevar os ricos em suas mansões luxuosas, enquanto homens famintos apodrecem e morrem em suas miseráveis tocas'. Os cartazes com essas inscrições ominosas são constantemente renovados. Assim que um conjunto é estragado ou recoberto, outro logo reaparece no mesmo ou em outro local público equivalente. Isso lembra os omina que preparam o povo francês para os eventos de 1789. (...) Nesse momento, enquanto trabalhadores ingleses, com suas mulheres e filhos, estão morrendo de fome e frio, milhões do dinheiro inglês — produto do trabalho inglês — estão sendo aplicados em empréstimos estrangeiros na Rússia, Espanha, Itália e em outros países." (Reynolds' Newspaper, 20 de janeiro de 1867). (Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*. Vol. I, tomo 2. São Paulo: Nova Cultural, [1867] 1996, p. 297-300). Ainda se pode observar em várias outras passagens, como na retirada dos pobres das áreas mais nobres em função da especulação imobiliária: (Karl MARX. *O Capital: Crítica da economia política*, 286-7).





## 2. DO ABUSO AO DIREITO DE ESPECULAR: ESTARIA TAL DIREITO GARANTIDO POR UMA PROTEÇÃO ABSOLUTA QUE IMPEDIRIA LIMITAÇÕES?

*Em outros termos, existiria uma proteção tão forte ao direito de propriedade que impediria restrições à especulação abusiva?*

A proteção absoluta ao direito de propriedade é um questionamento bem ultrapassado no campo da Teoria do Direito.<sup>541</sup> Entretanto, quando buscamos respostas para as questões práticas como a acima realizada, a simplicidade obscurece.

Como vimos, a atitude especulativa abusiva gera consequências verdadeiramente danosas à sociedade, afetando o seu desenvolvimento como um todo, em especial, aguçando a desigualdade social.

Então esse questionamento se impõe: deve existir alguma limitação ao direito de especular?<sup>542</sup>

Como adequar o direito à livre iniciativa, à liberdade de investimento, à livre disposição da propriedade com a defesa da ordem econômica, com a redução da desigualdade social, com a adequação da função social da propriedade?

Como já se viu, observamos que os equívocos das legislações anteriores foram não atingir os verdadeiros elementos da especulação odiosa.

---

<sup>541</sup> Importa mencionar as críticas de HARBEMAS à teoria dos mandados de otimização de ALEXY, de onde se infere que, para o doutrinador da Escola de Frankfurt, as normas teriam um caráter absoluto, sua relativização apenas no momento da aplicação, quando direciona sua argumentação para o discurso da aplicação de GÜNTHER.

Segundo HARBEMAS, “as normas se apresentam com uma *pretensão binária de validade* e são ou bem válidas ou inválidas; frente aos enunciados normativos, assim como frente aos enunciados assertóricos, só podemos tomar postura com um ‘sim’ ou um ‘não’, ou então nos abstermos de julgar” (Jürgen HABERMAS. *Facticidad y validez: Sobre el derecho y el estado democrático de derecho en términos de teoría del discurso*. Tradução de Manuel Jiménez Redondo. 2. ed. Madrid: Trotta, 2005, p. 328).

<sup>542</sup> Direito de investir e de especular adviria do direito de utilização da propriedade.

Então, como os atingiremos quando são tantas as suas proteções e tamanha é a força do mercado na concepção atual de Estado?

**a) Do fim do Direito subjetivo absoluto**

*Minha verdadeira glória não é ter vencido quarenta batalhas; Waterloo apagará as lembranças de tantas vitórias; o que nada apagará, o que viverá eternamente, é meu código civil. (Napoleão Bonaparte - Memorial de Santa Helena)*

A mensagem acima pode ser analisada por várias perspectivas, entretanto, para o presente estágio do trabalho, devemos destacar as ambições do Código Civil Francês do início do século XIX: a eternidade e a universalidade.

Da mesma forma que o Código tinha pretensões de ser eterno, universal e completo, os direitos por ele conferidos também os tinham. E mais, tais direitos eram considerados absolutos. A cultura do racionalismo e do liberalismo ocasionou a consagração do intenso individualismo e do absolutismo dos direitos individuais consagrados pela Revolução Francesa.<sup>543</sup>

Apesar da exaltação positiva do Código Civil francês, com a Revolução Industrial na Inglaterra (fortemente associada à doutrina do liberalismo econômico e ao empirismo), desenvolveram-se empresas superlucrativas que já tratavam o direito de propriedade de forma absoluta e oprimiam os “não detentores dos meios de produção”, os quais eram compelidos a disponibilizar sua força laboral em uma verdadeira tentativa de dar mais um suspiro, sendo “obrigados” a trabalharem juntamente com suas mulheres e seus filhos pequenos nas piores condições possíveis, para receberem um pouco de renda a fim de se alimentarem para continuar a trabalhar na esperança da sobrevivência e de cumprirem a sua “função” na sociedade.

---

<sup>543</sup> Segundo Norberto BOBBIO, a codificação foi a concretização política das ideias iluministas, que foram desenvolvidas graças à Revolução Francesa. (Norberto BOBBIO. *O Positivismo Jurídico: Lições de filosofia do Direito*. Trad. de Márcio Pugliesi, Edson Bini, Carlos E. Rodrigues. São Paulo: Ícone, 2006, p. 246).

As ideias do filósofo britânico David Hume, articuladas no século XVIII, influenciaram decisivamente o modelo mais aceito de propriedade privada na mente dos grandes proprietários e que, até hoje, possui fieis seguidores.<sup>544</sup>

Retornando ao racionalismo francês, poucos anos após a entrada em vigor do Código Napoleônico, a concepção de direito de propriedade absoluto apesar de ainda não ser diretamente questionada, foi relativizada pela jurisprudência: “Assim, em 1808, condenou-se o proprietário duma oficina que, no fabrico de chapéus, provocava evaporações desagradáveis para a vizinhança”.<sup>545</sup> Desde tal período foram sendo proferidas várias decisões que limitavam o uso do direito de propriedade. No famoso caso de Colmar (1853), o proprietário de um imóvel construiu uma falsa chaminé apenas para fazer sombra à janela do vizinho, com objetivo de prejudicá-lo. Na ocasião, apesar de o Tribunal destacar que o proprietário teria direito absoluto de usar e abusar da sua propriedade, o exercício deste direito poderia ser limitado pela satisfação de um interesse sério e legítimo.<sup>546-547</sup>

As decisões que relativizavam o direito absoluto (ou o seu exercício) eram exceções. Tal “absolutismo” gerou tamanha opressão, que fez galopar ideias e doutrinas econômicas contrárias a tal situação e que culminaram em revoluções tais como a Revolução de 1848, a Comuna de Paris de 1871 e,

---

<sup>544</sup> Segundo as ideias dos seguidores contemporâneos de HUME, a propriedade privada aliada ao livre mercado gera um bem-estar inigualável a qualquer outro sistema de propriedade coletiva, pois estando as propriedades nas mãos dos particulares, estes podem utilizá-las com máxima eficiência.

<sup>545</sup> Antônio Manuel da Rocha e MENEZES CORDEIRO. *Da Boa fé no Direito Civil*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 671.

<sup>546</sup> Francisco AMARAL. *O projeto do Código Civil*. Rio de Janeiro: Revista Brasileira de Direito Comparado, n. 16, 1º semestre de 1999, p. 199.

<sup>547</sup> Entretanto, já durante o século V, pouco antes da queda do Grande Império Romano, o filósofo cristão SANTO AGOSTINHO se manifestava a favor de uma sociedade mais humana e afetuosa, condenando o abuso de um homem pelo homem, utilizando-se de bens que lhes foram dados por Deus. No mesmo sentido, SÃO TOMÁS DE AQUINO, no século XIII, defendia que a propriedade como um direito natural que deveria ser destinado ao bem comum (Aulas do Professor Raimundo Bezerra Falcão. *Filosofia do Direito*. Universidade Federal do Ceará.). Até JOHN LOCKE, já no final do século XVII, quando formulou sua teoria da propriedade, manifestou-se no sentido de que o proprietário tem o direito de tudo que seja inseparavelmente ligado às suas posses, entretanto, não pode o objeto da propriedade ser desperdiçado, bem como o proprietário deve deixar o suficiente para as outras pessoas. (David PAPIENEAU. *Filosofia*. Tradução de Maria da Anunciação Rodrigues e Eliana Rocha. São Paulo: Publifolha, 2009, p. 206-207).

posteriormente, a Revolução de Outono de 1917, dentre outras. Revoluções estas que baseadas em ideias de Robert Owen, de Pierre-Joseph Proudhon e, especialmente, de Karl Marx e de Friedrich Engels <sup>548</sup>, e que, em meio a tamanhas injustiças e sofrimento da maior parte da população, fizeram acender um sentimento de reação àquele modelo então opressor. <sup>549</sup>

Exatamente, em função do ressurgimento de ideais mais sociais, a doutrina evoluiu no sentido de formular modelos de relativização do então direito subjetivo absoluto vigente. Foi nesse contexto que surgiu a concepção de função social da propriedade.

### **b) Da função social da propriedade**

Em 1912, Léon Duguit, primeiro Doutor *Honoris Causa* da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, representante maior do chamado sociologismo jurídico, já tinha escrito sobre a função social de que o ser humano deveria desempenhar, relacionando-a a desenvolver sua atividade física, moral e intelectual ao máximo. Também escrevera contra a ideia prevalecte de que a propriedade era um direito absoluto, sendo a propriedade apenas uma condição indispensável para a prosperidade e grandeza da sociedade. Enfim, expôs que a propriedade seria uma função social e não um direito. <sup>550-551</sup>.

---

<sup>548</sup> Apesar de não ser comum citações que relacionem JEAN-JACQUES ROUSSEAU às ideias comunistas, entendemos que obras tais como o Discurso sobre a Origem da Desigualdade, onde Rousseau expõe que “os frutos da terra são de todos e a terra não pertence a ninguém” foram muito importantes para o desenvolvimento da teoria comunista.

<sup>549</sup> É importante destacar ainda a corrente denominada sociologismo jurídico, que teve como seu principal representante Léon Duguit e que será logo a frente tratada.

<sup>550</sup> Leon DUGUIT. *Derecho subjetivo y la función social. Las transformaciones del derecho (público y privado)*. Tradução de Carlos Posada. Buenos Aires: Heliasta, 1975, p. 178-179.

<sup>551</sup> Necessário destacar que AUGUSTO COMTE já havia escrito sobre a função social da propriedade em período anterior e que as obras de Duguit possuem inspiração nas obras do “pai do positivismo”, em especial, na moralidade comteana, que defendia a precedência da dimensão social à dimensão individual. Nesse sentido: Maria de Anunciação MADUREIRA. *Elementos da filosofia de Auguste Comte*. Maringá: Universidade de Maringá, Departamento de Direitos Sociais, 2005.

Então, a partir das ideias nascentes que influenciaram a doutrina como um todo, foi que se viu a necessidade de fazer de tal conceito – função social da propriedade e, depois, do contrato e da empresa – uma bandeira política; não podendo, ao menos formalmente, serem totalmente dissociadas as finalidades das propriedades da busca pelo bem comum.

Para demonstrar o interesse do Estado em se engajar nessa nova vertente dos reclames sociais, não só essa, mas também outras garantias de direitos sociais foram sendo expressas nos textos constitucionais.<sup>552</sup> Em termos, mesmo a sociedade vivenciando um estado crítico, o texto constitucional que representava o Estado trazia vários benefícios “jogados” sem relação existente com a realidade.<sup>553</sup>

---

<sup>552</sup> A primeira que surgiu foi a Constituição mexicana de 1917, produto do movimento revolucionário instaurado no ano do centenário da independência mexicana e que perdurou até 1916. Tratava-se de uma Constituição que, por seu contexto revolucionário, provocou bruscas mudanças na conjuntura social, primeiramente transferindo a propriedade de todas as terras para o Estado, numa tentativa de realizar a tão debatida reforma agrária.

Em que pese a importância da constituição mexicana, a carta que melhor expressou e influenciou tal manifestação no mundo ocidental foi a Constituição de Weimar, de 1919, que foi fruto de um contexto dos piores possíveis, pois o Estado estava numa crise financeira sem tamanho, com uma dívida externa gigantesca e impagável, decorrente do tratado do pós-guerra, e a população sofrida pela humilhação e pelas dificuldades financeiras.

<sup>553</sup> Podemos observar a função social da propriedade no art. 153, da Constituição de Weimar (1919): A constituição garante a propriedade, cujo conteúdo e limites serão fixados pela lei. [...] A propriedade obriga. Seu uso constituirá, também, um serviço para o bem comum”.

Também a Constituição brasileira de 1934, representa bem um exemplo constitucional do período logo após a queda da bolsa de Nova York:

Art. 113, nº. “17) É garantido o direito de propriedade, que não poderá ser exercido contra o interesse social ou coletivo, na forma que a lei determinar. A desapropriação por necessidade ou utilidade pública far-se-á nos termos da lei, mediante prévia e justa indenização. Em caso de perigo iminente, como guerra ou comoção intestina, poderão as autoridades competentes usar da propriedade particular até onde o bem público o exija, ressalvado o direito à indenização ulterior.”

Ainda outros artigos que demonstram a intervenção do estado na economia no título IV “Da Ordem Econômica e Social”:

“Art 115 - A ordem econômica deve ser organizada conforme os princípios da Justiça e as necessidades da vida nacional, de modo que possibilite a todos existência digna. Dentro desses limites, é garantida a liberdade econômica.”

“Parágrafo único - Os Poderes Públicos verificarão, periodicamente, o padrão de vida nas várias regiões da País”

“Art 116 - Por motivo de interesse público e autorizada em lei especial, a União poderá monopolizar determinada indústria ou atividade econômica, asseguradas as indenizações, devidas, conforme o art. 112, nº 17, e ressalvados os serviços municipalizados ou de competência dos Poderes locais”.

Foi exatamente nesse período que a juridicidade das normas constitucionais novamente caiu,<sup>554</sup> uma vez que existiam apenas postulados abstratos que beneficiavam a sociedade sem sua respectiva imposição na realidade.

E, certamente que devidamente conjecturado, tal modelo de texto constitucional tornou-se exemplo em todos os cantos do mundo capitalista.

A efetividade de tais normas era outra questão.<sup>555</sup> Aparentemente, busca-se apenas acalmar os ânimos daqueles revoltosos e impedir uma quebra do sistema por uma revolução. Ou seja, em um primeiro momento, a insurreição social no texto constitucional não era para modificar o *status quo*, mas apenas evitar modificá-lo.

Contudo, observando sobre o campo principiológico de maneira geral, logo após da 2ª Guerra Mundial do século XX, como tentativa de solucionar tal ausência de juridicidade do texto constitucional, despontaram ideias como neoconstitucionalismo, pós-positivismo e Estado Constitucional, que seria, em extremada síntese, uma espécie de impulso valorativo dado ao Estado Social, atribuindo a suas normas programáticas um caráter vinculante, a fim de dar-lhe o aspecto jurídico de que carecia; ou seja, o que se buscava era conciliar o conceito político e o conceito jurídico de Constituição.

### **c) Da mudança de concepção e do retorno da juridicidade das normas constitucionais.**

---

“Art 117 - A lei promoverá o fomento da economia popular, o desenvolvimento do crédito e a nacionalização progressiva dos bancos de depósito. Igualmente providenciará sobre a nacionalização das empresas de seguros em todas as suas modalidades, devendo constituir-se em sociedades brasileiras as estrangeiras que atualmente operam no País.”

<sup>554</sup> O professor PAULO BONAVIDES afirma que a Constituição belga de 1832 foi a constituição por excelência do Estado Liberal e de sua estrutura jurídica, uma vez que dotada de plenitude jurídica, trazendo diretamente em seus artigos a declaração de direitos e tornando tais direitos públicos subjetivos em direitos positivos acionáveis. (Paulo BONAVIDES. *Curso de Direito Constitucional*. Ed. Malheiros, 17ª edição, 2005, p. 248).

<sup>555</sup> Inclusive, efetividade esta que não existiu (não existe) em sua completude até os dias atuais.

Nesse período, independentemente do conceito, mas com a finalidade de caracterizar bem a mudança de concepção, vale a pena destacar duas conhecidas decisões de Cortes Supremas nos Estados Unidos.

A primeira decisão foi proferida pela Suprema Corte de Michigan, em 1919, quando o perigo socialista encontrava-se longe dos EUA, uma vez que fora o maior favorecido com a 1ª Guerra Mundial do século XX. Nessa ocasião, no caso *Dodge v. Ford Motor Company*, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668. (Mich. 1919), a Suprema Corte de Michigan declarou que a empresa Ford Motor Company deveria operar seu negócio para trazer lucros aos seus sócios e não aos trabalhadores e à comunidade como um todo.<sup>556</sup>

No caso, após um superávit de 60 (sessenta) milhões de dólares em 1916, o acionista majoritário Henry Ford (58%) decidiu reduzir o preço do modelo T, principal produto da empresa, e aumentar os gastos com trabalhadores com a finalidade de aumentar a produção, contratando uma maior quantidade de pessoas e procurando reduzir os custos com a produção. Em outros termos, resolveu reinvestir parte dos lucros, deixando de pagar os dividendos especiais, pagando apenas os dividendos regulares a fim de gerar um crescimento da empresa. Vejamos nas próprias palavras de Henry Ford:

Minha ambição é empregar ainda mais homens, para difundir os benefícios desta indústria para o maior número possível (de pessoas), a fim de ajudá-los a construir suas vidas e suas casas. Por isso estamos colocando maior parte dos lucros de volta nos negócios.<sup>557</sup>

---

<sup>556</sup> Nesse sentido: Lynn A. STOUT. *Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford*. In *Virginia Law & Business Review Association*, Volume 3:163, 2008, p. 163-176;

Ainda: John HOOD. "Do Corporations have Social Responsibilities? Free enterprise crates unique problem-solving opportunities". *The Freeman ideas on Liberty*. Foundation for Economic Educatio. Volume 48, novembro1998.

<sup>557</sup> Tradução livre do seguinte texto: "My ambition is to employ still more men, to spread the benefits of this industrial system to the greatest possible number, to help them build up their lives and their homes. To do this we are putting the greatest share of our profits back in the business." Incontáveis são os especialistas que afirmam ser a estratégia de Henry Ford como uma decisão de negócios astuto calculado para aumentar os lucros no longo prazo. Provavelmente seria, mas este não era a ideia demonstrada expressamente.

Entretanto, os acionistas minoritários (John Francis Dodge e Horace Elgin Dodge, que possuíam 10% da empresa) se opuseram a tal estratégia e ajuizaram uma ação contra a forma de gerir a empresa por Ford.

A Suprema Corte de Michigan confirmando a decisão da instância inferior, como já exposto, decidiu que a empresa tinha como objetivo o lucro dos acionistas, vejamos trecho da decisão:

Não deve existir confusão, uma empresa é organizada e realizada, principalmente, para buscar o lucro dos acionistas. Os poderes dos diretores devem ser empregados para esse fim. O critério dos diretores deve ser exercido na escolha dos meios para atingir esse fim, e não se estende a outros fins.<sup>558</sup>

Na decisão, restou manifesto ainda que uma empresa não poderia ser transformada em uma instituição de caridade e houve a imposição de um dividendo extra de 39 (trinta e nove) milhões, demonstrando efetivamente qual o entendimento prevalecente no período.

A segunda decisão se deu em 1953, proferida pela Suprema Corte de Nova Jersey, no caso *A.P. Smith Manufacturing Co. v. Barlow*, “ajudando a redefinir os propósitos de empresas na mente de muitos executivos juizes e acadêmicos”.<sup>559</sup>

Neste caso, a empresa *A. P. Smith Manufacturing Co.*, produtora de hidratantes, resolveu doar a quantia de \$1500 (mil e quinhentos dólares) à Universidade de Princeton, entretanto, os acionistas se insurgiram contra tal medida.

Então, chamada para se manifestar, a Corte Suprema de Nova Jersey expôs o seguinte:

Os acionistas, cujos interesses privados restam dissociados do bem-estar da sociedade, não podem fechar os olhos para a realidade

---

<sup>558</sup> Tradução livre do seguinte texto: “There should be no confusion . . . . A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of the directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to . . . other purposes.”

<sup>559</sup> John HOOD. “Do Corporations have Social Responsibilities? Free enterprise creates unique problem-solving opportunities”. *The Freeman ideas on Liberty*. Foundation for Economic Educatio. Volume 48, novembro1998.



presente e impedir uma ação corporativa de longa-visão no reconhecimento e cumprimento voluntário das altas obrigações como componente da nossa estrutura social moderna.<sup>560</sup>

Portanto, o que se observa é uma verdadeira mudança de entendimento devido às mudanças acontecidas no período. Então, com tal modificação de paradigma, o que se passou para a sociedade foi que se a filantropia tornou-se uma atividade permitida às corporações em vez da conhecida maximização do lucro, então, mais válido ainda seria o cumprimento das obrigações sociais para com os empregados e com a própria sociedade. E esse ideal passou a ser desenvolvido em outras decisões de tribunais e no meio acadêmico.

Juntamente a essa mudança de concepção do ideal da empresa no maior país capitalista do mundo no período e a disseminação das ideias neoconstitucionalistas, ocorreu o que costumamos conceituar como “onda valorativa da sociedade”, um verdadeiro contraponto às desumanidades cometidas pouco tempo antes, durante a 2ª Guerra Mundial do século XX.

A doutrina de Luís Roberto Barroso<sup>561</sup> define como caracterizadores do marco histórico deste período a Constituição de Bonn, de 1949, e a criação do Tribunal Constitucional Federal, de 1951 na Alemanha, a Constituição de 1947 e a instalação da Corte Constitucional em 1956 na Itália, e posteriormente a Constituição de 1976 em Portugal e a Constituição de 1978 na Espanha.<sup>562</sup>

Foi exatamente por meio dos mecanismos de jurisdição constitucional e a utilização do controle da constitucionalidade dos atos legislativos e executivos que foi exaltada força normativa e o caráter vinculante dos textos

---

<sup>560</sup> Tradução livre do seguinte trecho: “the shareholders, whose private interests rest entirely upon the well-being of the corporation, ought not to be permitted to close their eyes to present-day realities and thwart the long-visioned corporate action in recognizing and voluntarily discharging its high obligations as a constituent of our modern social structure.” (John HOOD. “Do Corporations have Social Responsibilities? Free enterprise crates unique problem-solving opportunities”).

<sup>561</sup> Luis Roberto BARROSO. *Neoconstitucionalismo e Constitucionalização do Direito (O triunfo Tardio do Direito Constitucional do Brasil)*. Revista Eletrônica sobre a Reforma do Estado, Salvador, n. 9, mar./abr./maio. 2007, p. 33, nota 72. Disponível em: <<http://www.direitodoestado.com.br/artigo/luis-roberto-barroso/neoconstitucionalismo-e-constitucionalizacao-do-direito-triunfo-tardio-do-direito-constitucional-no-brasil>>. Último acesso em 10.08.2017.

<sup>562</sup> No Brasil, tal processo ocorreu apenas em 1988 com a nova Constituição.

constitucionais, deixando de ser meros textos de conteúdo político e tornando-se também de conteúdo jurídico.<sup>563</sup>

Essa supremacia constitucional aliada ao impulso valorativo dado às atuais cartas constitucionais, ou melhor, com a inserção de valores em seus textos, deram-lhe uma nova visão, no que se refere a sua posição e a sua importância na ordem jurídica, formulando-se a concepção de que, no texto constitucional, haveria, na verdade, uma síntese das opções valorativas básicas da sociedade, chamando a atenção dos juristas para a necessidade de uma nova metodologia jurídica voltada para os valores.<sup>564-565</sup>

---

<sup>563</sup> É sempre bom lembrar que essa força normativa e esse caráter vinculante adquiridos pelo texto constitucional são apenas reflexos daquilo que, nos Estados Unidos, vem consolidado desde o também famoso caso *Marbury v. Madison* (1803), ou seja, são reflexo da Supremacia das normas constitucionais.

<sup>564</sup> Glauco Barreira MAGALHÃES FILHO. *Hermenêutica e Unidade Axiológica da Constituição*. 2ª edição. Belo Horizonte: Mandamentos, 2002, p. 66.

<sup>565</sup> Importa ainda destacar que essa influência do neoconstitucionalismo não está livre de críticas, uma vez que, dessa maior valoração das normas jurídicas e identificação entre o direito e a moral, como bem demonstrado pela doutrina estrangeira, advêm perigos.

Em interessante trabalho, COMANDUCCI tece ferrenhas críticas às variantes do neoconstitucionalismo representadas por FERRAJOLI e ZAGREBELSKY, contrapondo-se, inclusive, à tese de R. DWORKIN, segundo o qual o direito pode ser totalmente determinado através de uma moral objetiva. O doutrinador afirma que uma decisão judicial baseada sobre uma norma moral escolhida pelo magistrado, comporta um grau de indeterminação do Direito em relação aos outros tipos de justificação. (Paolo COMANDUCCI. "Formas de (Neo)Constitucionalismo: Un Análisis Metateórico". In: Miguel CARBONELL. *Neoconstitucionalismo(s)*. Madrid: Trotta, 2003, p. 75-98).

Não menos importantes são os escritos de BARBERIS. Este doutrinador alerta para o grande problema enfrentado pela doutrina neoconstitucionalista, expressando a tendente redução da normatividade à moralidade, no fenômeno chamado de "imperialismo da moral". Vejamos nas suas palavras: "No caso de Niño, o imperialismo da moral – a redução do normativo à moral, ou melhor, a subordinação das outras esferas do discurso normativo à dimensão da moral – chega a ser de todo evidente ao menos em três passagens de seu discurso, que podem considerar representativos da própria posição do neoconstitucionalismo em geral" (Mauro BARBERIS. "Neoconstitucionalismo, Democracia e Imperialismo de la Moral". In: Miguel CARBONELL. *Neoconstitucionalismo(s)*. Madrid: Trotta, 2003, p. 270).

Após rebater todos os pontos por ele elencados que supostamente seriam argumentos neoconstitucionalistas relacionados à importância da moral e dos valores da obrigatoriedade do Direito, conclui BARBERIS que o neoconstitucionalismo diminuiu a normatividade do Direito, reduzindo-o a um caráter moral, uma vez que inexistem valores objetivos apuráveis no interior de cada esfera normativa de forma científica.

Assim, observa-se que as questões levantadas por BARBERIS e COMANDUCCI, em crítica ao neoliberalismo, resumem-se em determinar quais os valores que mais se adéquam a solução das controvérsias jurídico-constitucionais.

Sobre tais críticas, importa destacar que, de fato, é impossível negar a relação existente entre o direito e a moral, nem sua acentuada zona comum nos dias atuais; entretanto, o fundamento da obrigatoriedade do direito, apesar de receber direto fluxo da moral, como não

Tal concepção acarretou na atribuição de normatividade aos princípios, passando, no sentido trazido por Dworkin, norma a ser considerada como gênero, enquanto princípio e regra como suas espécies. E a consequência de tal fato é a superação das antigas regras de interpretação existentes, ou seja, a necessidade de uma nova técnica de interpretação constitucional, baseada na teoria da jurisprudência dos valores e nos conceitos jurídicos trazidos por Robert Alexy, uma vez que o sistema constitucional tornou-se um sistema aberto, um sistema axiológico-teleológico.

Essa nova interpretação constitucional faz com que fosse visto o sistema de maneira aberta, a partir de concepções valorativas que modificam e condicionam todo o sistema constitucional, modificando o próprio sentido e alcance das normas de direito infraconstitucional, limitando até mesmo a liberdade (em sentido amplo) dos particulares e sua forma de atuar perante outro particular ou perante o Estado.<sup>566</sup> Este fenômeno foi conceituado pela própria Corte Constitucional alemã de “efeito irradiante”.<sup>567-568</sup>

Portanto, com o efeito irradiante dos direitos fundamentais, parte da doutrina e a jurisprudência mais evoluída passaram a aceitar a aplicação dos direitos fundamentais também nas relações entre particulares. Aplicação essa conhecida doutrinariamente como “Eficácia horizontal dos Direitos

---

poderia ser diferente, bem como nunca deveria ter sido diferente, é eminentemente jurídicos, mais precisamente através dos princípios jurídicos, que são preceitos impregnados de valor que ganharam obrigatoriedade, através do atual sistema normativo.

<sup>566</sup> Podemos observar, com especial detalhe, essa evolução através dos julgados do Tribunal Constitucional Federal alemão, iniciado no clássico julgado do caso Lüth, de 1958, no qual se saiu vitoriosa a idéia de aplicação da declaração de direitos também às relações entre particulares e não somente à relação dos particulares com o Estado. Tal fato impôs uma grande modificação na interpretação das normas de direito infraconstitucional, a qual passou a ter como parâmetro primeiro os direitos fundamentais.

<sup>567</sup> Dieter GRIMM, “A Função Protetiva do Estado”. In: Daniel SARMENTO; Cláudio Pereira de SOUZA NETO. *A Constitucionalização do Direito: Fundamentos teóricos e Aplicações específicas*. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2007, p. 156, afirma o seguinte:

“De um lado, o estado permanecia o único destinatário dos direitos fundamentais, por outro, ele tinha de tornar efetivo os direitos fundamentais também nas relações de direito privado”.

<sup>568</sup> “A Constituição figura hoje no centro do sistema jurídico, de onde irradia sua força normativa, dotada de supremacia formal e material. Funciona, assim, não apenas como parâmetro de validade para a ordem infraconstitucional, mas também como vetor de interpretação de todas as normas do sistema” Luís Roberto BARROSO. *A reconstrução Democrática do Direito Público no Brasil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 228.

fundamentais” (*Drittwirkung e Ausstrahlungswirkung*). Segundo a doutrina de Ingo Wolfgang Sarlet <sup>569</sup>, os direitos fundamentais se pautam em uma dupla dimensão, qual seja, a dimensão subjetiva, aquela característica do antigo sistema constitucional, na qual se busca proteger o indivíduo contra o Estado, seja através de atitudes positivas ou negativas <sup>570</sup>; e a dimensão objetiva, que obriga o Estado a fazer efetivo os direitos fundamentais, por estes serem considerados como sua própria finalidade, ou seja, considerados inerentes à própria estrutura do Estado Democrático e Constitucional de Direito.

Com o julgado do caso Lüth pelo Tribunal Constitucional Federal alemão (1958), podemos afirmar que houve a constitucionalização da limitação da utilização abusiva dos direitos subjetivos – em termos mais técnicos, efeito limitador dos direitos fundamentais em face de seus limites (*Wechselwirkung*).

571

Assim, a interpretação que já vinha sendo conferida pela doutrina, em especial, pela doutrina alemã, quando relacionava os limites dos direitos a

---

<sup>569</sup> Ingo Wolfgang SARLET. *A Eficácia dos Direitos Fundamentais*. 4ª ed. Revista, ampliada e atualizada. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2004, p. 152.

<sup>570</sup> “A dimensão subjetiva aparece também nos direitos fundamentais que fundamentam pretensões jurídicas próprias do status positivus. Quando o indivíduo adquire um status de liberdade positiva (liberdade para alguma coisa) que pressupõe a ação estatal, tem como efeito a proibição de omissão por parte do estado. Trata-se aqui de direitos sociais e políticos e de garantias processuais entre as quais a mais relevante é a garantia de acesso ao Judiciário para apreciação de toda lesão ou ameaça a direito (art. 5º, XXXV). O efeito para o Estado é o dever de fazer algo” (Dimitri DIMOULIS; Leonardo MARTINS. *Teoria Geral dos Direitos Fundamentais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007, p 118).

<sup>571</sup> No caso Lüth, o Tribunal Constitucional Federal alemão deu uma interpretação constitucional ao §826, do BGB, que foi o fundamento da Corte estadual de Hamburgo para condenar Erich Lüth pela convocação ao boicote ao filme de Veit Harlan, que, durante o regime nazista, teria sido o diretor principal da cinematografia nazista, realizando o filme ‘Jüd Süß’, que havia sido um dos expoentes mais importantes da agitação assassina dos nazistas contra os judeus.

Como se sabe, com o desenvolvimento da doutrina, o §826 do BGB era o dispositivo comumente utilizado para condenar atitudes abusivas (imorais) entre particulares pela jurisprudência alemã.

Na ocasião, o Tribunal Constitucional Federal alemão realizando uma ponderação conferiu supremacia à norma constitucional de livre expressão do pensamento (garantida pelo Art. 5 I 1 GG), modificando a interpretação dada pelo Tribunal Superior de Hamburgo do referido dispositivo. (Em sentido similar: Jürgen SCHWAB. *Cinqüenta anos de Jurisprudência do Tribunal Constitucional Alemão*. Organização e introdução: Leonardo MARTINS. Montevideo: Konrad Adenauer Stiftung, 2006, pp. 381-395).

conceitos externos ao Código Civil e a questões morais <sup>572</sup> (bons costumes e boa-fé - §§ 826 e 224, do BGB, respectivamente), foi fortalecida. O exercício de um direito, portanto, necessita estar em plena conformidade com as finalidades buscadas com o referido direito e em conformidade com os princípios e objetivos do sistema jurídico como um todo. <sup>573</sup>

Além do Código Civil alemão, que teve a referida interpretação para conferir efetividade à defesa dos direitos de quem sofreu abuso, o Código Civil grego (1946), em seu art. 281, <sup>574</sup> que bebeu na fonte da doutrina alemã, juntando aspectos positivos de outros códigos do período, bem como o código civil português (1966), em seu art. 334, <sup>575</sup> e mais recentemente, o código civil brasileiro (2002), em seu art. 187, <sup>576</sup> trouxeram conceitos plurissignificativos com o destacado objetivo de conferir maior efetividade à tutela do direito. <sup>577</sup>

Então, a “eficácia horizontal dos Direitos fundamentais” (*Drittwirkung* e *Ausstrahlungswirkung*) e o “efeito limitador dos direitos fundamentais em face de seus limites” (*Wechselwirkung*) passaram a conferir uma interpretação constitucional desses elementos jurídicos externos a fim de proteger os

---

<sup>572</sup> “Os direitos subjetivos possuem um limite de natureza moral inerente a todos os direitos”. (Francisco Cavalcante PONTES MIRANDA. *Tratado de direito privado*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1972, vol. 53, p. 62).

<sup>573</sup> Nesse sentido, vemos os ensinamentos de PAULO BONAVIDES que complementa: “No sistema axiológico-teleológico, oriundo da teoria material da Constituição, em rigor não interpreta a norma, interpreta-se-lhe o conteúdo; para o intérprete a norma aparentemente é secundária: o fundamental é o objeto de que ela se ocupa, que a faz inteligível no âmbito de uma consideração sistemática, cuja dilatação, por consequência, abrange todo o ordenamento constitucional, ou seja, toda a matéria que esse ordenamento reveste.” (Paulo BONAVIDES. *Curso de Direito Constitucional*. Ed. Malheiros, 17ª edição, 2005, p. 137).

<sup>574</sup> Código Civil grego (1946)

Art. 281. O exercício é proibido quando exceda manifestamente os limites postos pela boa fé, pelos bons costumes ou pelo escopo social ou econômico do direito

<sup>575</sup> Código Civil português (1966)

Art. 334. É ilegítimo o exercício de um direito, quando o titular exceda manifestamente os limites impostos pela boa fé, pelos bons costumes ou pelo fim social ou econômico desse direito.

<sup>576</sup> Código Civil Brasileiro (2002)

Art. 187. Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé ou pelos bons costumes.

<sup>577</sup> Em sentido similar: Antônio Manuel da Rocha e MENEZES CORDEIRO. *Boa fé no Direito Civil*. Coimbra: Almedina, 2001, pp. 685-718.

fundamentos teleológicos do exercício dos direitos subjetivos com base em elementos éticos-jurídicos.<sup>578</sup>

Como podemos observar nas disposições dos códigos mais modernos (com base no art. 71, do projeto franco-italiano das obrigações consagrado pelo art. 281, do Código Civil grego), há expressa previsão, como limites ao exercício dos direitos subjetivos, às finalidades social e econômica. O que nos leva mais destacadamente ainda ao caso da especulação abusiva.

**d) Do problema ainda existente: da falta de efetividade da função social da propriedade e da imposição da atuação estatal.**

Entretanto, como já destacado, em que pese a doutrina e a teoria constitucionalista mais recentes conferirem força normativa aos princípios, traçando limites à atuação abusiva dos direitos subjetivos, isso não traz a sua necessária efetividade no campo concreto, em especial, quando relacionado a uma campo tão lucrativo como o da especulação financeira.

O fato de ser imperioso o Estado efetivar os direitos fundamentais previstos na sua carta constitucional necessita de muitas questões políticas e financeiras que podem deixar (e deixam) desamparados aqueles menos favorecidos. Ou seja, o retorno da juridicidade das normas constitucionais e sua aplicação na relação entre particulares não foram (são) suficientes para garantir a efetividade das normas constitucionais quando há uma grande distância econômica entre os infratores e a coletividade abusada.

Isso se deve também pela grande complexidade da estrutura negocial e conceitual construída pelos interessados, o que vem ocasionando—conscientemente ou não—dificuldades ao entendimento da situação de abuso vivenciada nos casos concretos.

Portanto, esse sistema aberto, abstrato e valorativo precisa se tornar mais concreto para se inserir na realidade da especulação abusiva. E tal concreção se passa por uma necessária atuação do Estado, que até então se

---

<sup>578</sup> Em sentido similar: Bruno MIRAGEM. *Abuso de direito: Ilícitude objetiva no Direito Privado*. Revista dos Tribunais. RT 842/11, dezembro, 2005, p. 479.

mantinha pouco atuante – por imposição da própria doutrina econômica dominante –, tornando o texto constitucional em tão-somente meras belas palavras.

A necessidade de limitação da especulação odiosa passa por esse problema.

Outro fator relevante é a grande dificuldade enfrentada – desde Augusto Comte, de Léon Duguit ou de Lodovico Barassi<sup>579</sup> – para delimitar o conteúdo da função social da propriedade.

A fim de evitar maiores discussões, afastada a ideia de que a propriedade é uma função social,<sup>580</sup> mas sim contém uma função social,<sup>581</sup> que impõe ao seu proprietário realizá-la, entendemos que, por seu caráter constitucional, as funções sociais da propriedade são definidas de acordo com cada Constituição de cada Estado. Por exemplo, uma constituição liberal trazia um conceito de função social da propriedade bem diferente de uma constituição social.

É verdade que as constituições provenientes do pós Segunda Guerra Mundial do século XX mantiveram um padrão comum sobre o significado de função social e a delimitação da liberdade de iniciativa na utilização da propriedade privada, voltada sempre para a realização do bem comum. Vejamos vários trechos nesse sentido:

Constituição italiana de 1947, Artigo 41: "A iniciativa económica privada é livre. Não deve entrar em conflito com a utilidade social ou de uma forma que possa danificar a segurança, a liberdade e a dignidade humana. A Lei determina o programa adequado e controles para que as actividades económicas públicas e privadas possam ser dirigidas e coordenadas para fins sociais".<sup>582</sup>

---

<sup>579</sup> Lodovico BARASSI. *La proprietà nel nuovo codice civile*, Milano, Giuffrè, 1941. Da mesma forma: Lodovico BARASSI, *Proprietà e comproprietà*, Milano, Giuffrè, 1951.

<sup>580</sup> Idéia de Léon Duguit.

<sup>581</sup> Dentre outros, Eros Roberto GRAU. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2006; Giselda Maria Fernandes Novaes HIRONAKA. *Função social do contrato*. Revista de Direito Civil, v. 45, 1988.

<sup>582</sup> Tradução livre do seguinte trecho: Articolo 41: "L'iniziativa economica privata è libera. Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali".

Constituição portuguesa de 1976, Art. 61,1. "A iniciativa económica privada exerce-se livremente nos quadros definidos pela Constituição e pela lei e tendo em conta o interesse geral".

Constituição espanhola de 1978, Artigo 38. "Reconhece-se a liberdade da empresa no âmbito da economia de mercado. As autoridades públicas garantem e protegem o seu exercício e defesa da produtividade, de acordo com as exigências da economia geral e, se for o caso, do planeamento".<sup>583</sup>

Então, analisando a Constituição brasileira, que traz a junção de várias outras Constituições do período, podemos observar que a função social da propriedade seria a ponderação lógica de vários dos princípios consagrados na mesma, como exemplo, podemos observar os princípios da ordem econômica trazidos no seu art. 170:

Art. 170. A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

I - soberania nacional;

II - propriedade privada;

III - função social da propriedade;

IV - livre concorrência;

V - defesa do consumidor;

VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 42, de 19.12.2003)

VII - redução das desigualdades regionais e sociais;

VIII - busca do pleno emprego;

IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 6, de 1995)

Assim, concordamos com Lafayette Josué Petter, quando afirma que "a propriedade será socialmente funcional quando, respeitando a dignidade da

---

<sup>583</sup> Tradução livre do seguinte trecho: Art. 38 : « Se reconoce la libertad de empresa en el marco de la economía de mercado. Los poderes públicos garantizan y protegen su ejercicio y la defensa de la productividad, de acuerdo con las exigencias de la economía general y, en su caso, de la planificación ».



pessoa humana, contribuir para o desenvolvimento nacional e para a diminuição da pobreza e das desigualdades sociais”.<sup>584</sup> E, analisando-se o caso específico da constituição brasileira, devem ser observados aqueles vários outros princípios acima enunciados nos incisos do art. 170.

Assim, desde a década de 40, a doutrina italiana vem trazendo o entendimento de que a propriedade possui uma finalidade superior e que a gestão da propriedade deveria se adequar a essa finalidade.<sup>585</sup>

Então, podemos expressar que o problema da função social da propriedade passa pela falta de efetividade de se retirar a completude do significado do texto constitucional. Ou seja, falta efetividade para transformar aquilo que é previsto constitucionalmente como função social da propriedade em uma obrigação de fato.

O que vemos, é o quão longe se encontra a função social da propriedade do dia-a-dia vivenciado e a teoria moderna de interpretação dos princípios constitucionais impõe a atuação estatal para concretização dos direitos nela previstos.<sup>586</sup>

Ou seja, pela direta aplicação da dimensão objetiva acima demonstrada,<sup>587</sup> o Estado deve se valer dos meios disponíveis para fazer cumprir os direitos

---

<sup>584</sup> Lafayette Josué PETTER. *Princípios constitucionais da ordem econômica: o significado e o alcance do art. 170 da constituição federal*. São Paulo: RT, 2005, p. 212.

<sup>585</sup> Importante também a contribuição de Silvio Giovanni COCO, que influenciou vários autores brasileiros e para quem existe um feixe que podemos entender como concorrentes entre a função social da propriedade e os direitos individuais do proprietário. Nesse sentido, ver Giovanni Silvio COCO. *Crisi ed evoluzione nel diritto di proprietà*. Milano: Giuffrè, 1965. Disponível em: <<http://catalog.hathitrust.org/api/volumes/oclc/6040883.html>>. Último acesso em 11.11.16.

<sup>586</sup> Contudo, a dificuldade se encontra ainda maior, pois, como já expresso inúmeras vezes, por imposição da doutrina econômica prevalecente atualmente, o Estado Liberal retornou de forma impositiva (“There is no Alternative”, segundo Margareth Thatcher). Sendo um dever doutrinário a demonstração, de forma fundamentada, do equívoco de tal posicionamento.

<sup>587</sup> Como se percebe, tal fenômeno se pauta no entendimento de que a própria formulação do ordenamento jurídico tem sua atividade regida pelos direitos fundamentais, advindo da chamada dimensão objetiva dos direitos fundamentais. Vejamos as palavras de BONAVIDES sobre o tema:

"Com efeito, os direitos e garantias ao extrapolar aquela dimensão cidadão-Estado, adquirem, segundo Böckenforde, uma dimensão até então ignorada - a de norma objetiva, de validade universal, de conteúdo indeterminado e aberto, e que não pertencem nem ao Direito Público, nem ao Direito Privado, mas que compõe a abóbada de todo o ordenamento jurídico

trazidos na carta constitucional. Em termos, quando se observa as consequências advindas da não atuação do Estado para impedir o exercício, pelos particulares, da especulação odiosa (abusiva), temos que os seus efeitos negativos afetam para toda a sociedade, gerando o aumento da desigualdade, dentre outras consequências já estudadas.

Portanto, propomos a organização de um princípio (do especulador-pagador), que impõe, pela sua dimensão objetiva, a atuação do Estado para evitar as consequências que afetariam a existência de vários dos direitos fundamentais defendidos pelas cartas constitucionais.

#### **e) Da invalidade das normas que não cumprem as finalidades constitucionais.**

Em verdade, não se faculta, em momento algum, dissociarmos-nos da análise econômica e social necessária no contexto constitucional em que vivemos.

Entre os objetivos fundamentais trazidos pelas cartas constitucionais modernas, em outras palavras, como fim interpretativo de todas as normas, temos o combate à exclusão social, promovendo a coesão econômica e social; e a justiça e proteção sociais, da mesma forma, a proibição do abuso de direito. Assim, sem pecar pelo excesso, acreditamos que também poderíamos expressar que tais normas constitucionais buscam constituir uma sociedade livre, justa e solidária; garantindo o desenvolvimento nacional; erradicando a pobreza e a marginalização e reduzindo as desigualdades sociais e regionais.

588

---

enquanto direito constitucional de cúpula". (Paulo BONAVIDES. *Curso de Direito Constitucional*. Ed. Malheiros, 17ª edição, 2005, pág. 541).

<sup>588</sup> Nesse sentido: Constituição Europeia, art. I – 3º - 3; Art. II – 114º; art. III – 210º, “j”; Art. III – 220º, etc., bem como a Constituição da República Federativa do Brasil, art. 3º.

Como meio de dar efetividade a tais objetivos, a Constituição brasileira, em seu corpo, trouxe ainda vários dispositivos que possuem expresso fim de concretizar estes objetivos: O art. 43, *caput*, dispõe que “para efeitos administrativos, a União poderá articular sua ação em um mesmo complexo geoeconômico e social, visando a seu desenvolvimento e à redução das desigualdades regionais”. O art. 165, § 7º dispõe que os orçamentos fiscal (art. 165 §5º, I) e de investimento (art. 165 §5º, II) da LOA, compatibilizados com o plano plurianual, terão entre suas funções a de reduzir desigualdades inter-regionais, segundo critério populacional. O art.

Assim, percebe-se que, em sua gênese, os textos constitucionais entenderam perfeitamente as dificuldades e desigualdades sociais existentes e tentam dar o mais alto valor aos desígnios de concretizar tais modificações, para que o Estado como um todo permanecesse em constante “ebulição” social, buscando a supressão das desigualdades sempre tendo em vista a melhora das condições de vida com o conseqüente desenvolvimento da nação. Portanto, extrai-se disso que, ao se interpretar um conteúdo normativo, deve-se observar se o mesmo está em consonância com os objetivos pretendidos pelas cartas constitucionais.<sup>589</sup>

Nesse mesmo sentido, Eros Roberto Grau, mostrando vinculação existente entre todos os objetivos que acarretam ao verdadeiro significado de desenvolvimento nacional, expõe que “a ideia de desenvolvimento supõe dinâmicas mutações e importa em que se esteja a realizar, na sociedade por ela abrangida, um processo de mobilidade social contínuo e intermitente”. E complementa que “garantir o desenvolvimento nacional é tal qual construir uma sociedade livre, justa e solidária, realizar políticas públicas cuja reivindicação, pela sociedade, encontra fundamentação neste art. 3º, II”.<sup>590-591</sup>

---

170 dispõe que “a ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios: (...) VII - redução das desigualdades regionais e sociais”. Ainda com o fim de reduzir as desigualdades regionais gerando o desenvolvimento nacional, o texto constitucional ao tratar sobre normas gerais das finanças públicas expõe, em seu art. 163, que a “Lei complementar disporá sobre: (...)VII - compatibilização das funções das instituições oficiais de crédito da União, resguardadas as características e condições operacionais plenas das voltadas ao desenvolvimento regional”. Mesmo com a reforma constitucional dada pela Emenda Constitucional nº 40/2003 que modificou totalmente o texto do art. 192, a Carta Maior manteve-se no mesmo norte, expondo que “o sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram”.

<sup>589</sup> Consoante bem expresso por EROS ROBERTO GRAU, em relação à realidade brasileira, “a Constituição, aí, nada mais postula, no seu caráter dirigente, senão rompimento do processo de subdesenvolvimento no qual estamos imersos e, em cujo bojo, pobreza, marginalização e desigualdades, sociais e regionais, atuam em regime de causação circular acumulativa – são causas e efeitos de si próprias” (Eros Roberto GRAU. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 11ª edição, revista e atualizada. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 218).

<sup>590</sup> Eros Roberto GRAU. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*, 216-7.

<sup>591</sup> No mesmo sentido: Gilberto BERCOVICI. *Constituição Econômica e Desenvolvimento: Uma Leitura a partir da Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2005, p.108-109.

Assim, os institutos jurídicos que afetam a ordem econômica para ter um posicionamento constitucional válido, sempre que possível, necessita ter por objetivo, principalmente, alcançar o desenvolvimento econômico e reduzir as desigualdades sociais, na forma dos fundamentos constitucionais.

Assim, podemos expressar que o ato estatal indutor para ser válido necessita “atender um objetivo fundamental do Estado ou a um interesse público relevante, fundamentado nos princípios [e objetivos] constitucionais que a Constituição Federal alberga”.

Portanto, os meios para gerarem o pretense desenvolvimento e as dinâmicas mutações, em busca desse almejado processo de mobilidade social contínuo e intermitente pretendido pelas cartas constitucionais modernas, passa pela prática de políticas públicas e a intervenção do Estado no domínio econômico.

### 3. DO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR.

Como visto, em função do impulso valorativo dado às atuais cartas constitucionais, esse sistema axiológico-teleológico impôs (impõe) ao Estado a obrigação de atuar com o objetivo de trazer uma maior efetividade às normas constitucionais. E as normas de todo o sistema jurídico (constitucionais e infraconstitucionais) devem ser interpretadas em consonância com os objetivos constitucionais, sob pena de se tornarem inválidas.

Com efeito, impõe-se realizar uma interpretação objetiva a fim de verificar quais os meios devem ser tomados para limitar as atitudes especulativas abusivas, que ocasionam consequências verdadeiramente danosas à sociedade.

Tomando como base a Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, que bebeu da fonte das principais constituições socialdemocratas para sua elaboração, para se realizar a ponderação sobre os elementos que devem ser observados na limitação de um direito previsto na ordem econômica, os direitos de propriedade e da livre iniciativa devem ser interpretados sob a ótica de se buscar cumprir a finalidade de se assegurar a todos uma existência digna em conformidade com os ditames da justiça social. Então, a Constituição da República brasileira elenca vários princípios a serem sopesados no caso concreto, destacando-se para o presente trabalho os princípios da propriedade privada, da função social da propriedade e da redução das desigualdades regionais e sociais.<sup>592</sup>

---

<sup>592</sup> Vejamos o texto da Constituição Federal de 1988:

Art. 170. A ordem econômica, fundada na **valorização do trabalho humano** e na **livre iniciativa**, tem por fim assegurar a todos **existência digna**, conforme os **ditames da justiça social**, observados os seguintes princípios:

- I - **soberania nacional**;
- II - **propriedade privada**;
- III - **função social da propriedade**;
- IV - **livre concorrência**;
- V - **defesa do consumidor**;

VI - **defesa do meio ambiente**, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação; (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 42, de 19.12.2003)

Valendo-nos dos ensinamentos da doutrina interpretativa moderna, realizando uma interpretação com base no princípio da proporcionalidade (*Verhältnismäßigkeitsgrundsatz*) – dividido nos subprincípios da adequação, da necessidade e da proporcionalidade em sentido estrito –, podemos observar o seguinte:<sup>593</sup>

Pelo estudo da relação histórica da especulação odiosa e das legislações existentes para controlá-la, concluímos que, para produzir o resultado esperado, a legislação deve tentar limitar os elementos formadores da especulação odiosa. Muitas legislações fracassaram em função de não atacar os seus elementos essenciais.<sup>594</sup>

Apenas para fins de lembrança, segundo o estudo realizado no presente trabalho, os elementos principais da especulação odiosa se dividem da seguinte forma:

- Elementos estruturais:
  - a) grandes mercados ou investimento em larga medida;
  - b) alavancagem da riqueza desocupada pelo crédito fácil e/ou barato;
  - c) incerteza; e
  - d) informações (notícias) direcionando a massa de especuladores.

VII - **redução das desigualdades regionais e sociais;**

VIII - **busca do pleno emprego;**

IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País. (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 6, de 1995)

<sup>593</sup> Em especial: Robert ALEXY. *Teoría de la argumentación jurídica*. Tradução de Manuel Atienza e Isabel Espejo. Madrid: Centro de Estudios Constitucionales, 1997; Robert ALEXY. *Teoría dos Direitos Fundamentais*. Tradução de Virgílio Afonso da Silva. São Paulo: Ed. Malheiros, 2008; Robert ALEXY. "Constitutional rights, balancing and rationality". *Ratio Juris*, Oxford-Malden, v. 16, n. 2, p. 131-140, 2003. Klaus GÜNTHER. *Um concepto normativo de coherencia para la teoría de la argumentación jurídica*. Doxa: Cuadernos de filosofía del derecho, Alicante, n. 17-18, p. 271-302, 1995. Jürgen HABERMAS. *Facticidad y validez: Sobre el derecho y el estado democrático de derecho en términos de teoría del discurso*. Tradução de Manuel Jiménez Redondo. 2. ed. Madrid: Trotta, 2005.

<sup>594</sup> Estudo realizado durante toda a parte A do presente trabalho.

- Elementos internos:
  - a) investimento de curto prazo;
  - b) ausência de comprometimento com o desenvolvimento/viabilidade do investimento;
  - c) finalidade lucrativa e imediata;
  - d) irracionalidade da generalidade dos especuladores (não é regra).

Sem querer levantar novamente todo o extenso detalhamento traçado no estudo da vertente moderna de cada um desses elementos, temos que impedir a constituição (ou desconstituí-los) dos aspectos estruturais, na atual conjectura do capitalismo (sem oponente), é muito difícil.

Além disso, também se encontram alguns aspectos favoráveis à sociedade em cada um dos pilares estruturais montados.

Por exemplo, a formação de grandes mercados com investimentos em larga medida, bem como a disponibilidade de crédito fácil e/ou barato são consequências do liberalismo financeiro <sup>595</sup>, que, inegavelmente, trouxe (traz) o benefício de impor uma maior transparência à economia dos países (em especial, subdesenvolvidos), reprimindo a facilidade encontrada anteriormente para realizar a corrupção. Além disso, aumentam-se as possibilidades de investimento e as possibilidades de acesso ao crédito, principalmente,

---

<sup>595</sup> Em resumo, as ideias consagradas pelo Liberalismo Financeiro, segundo John Williamson (John WILLIAMSON; Molly MAHA. "A Survey of Financial Liberalization". *Essays in International Finance*. nº. 211, Princeton: International Finance Sector, Department of Economics, Princeton University, novembro, 1998, p. 2), podem ser destacadas em seis diferentes dimensões:

- Eliminação dos controles de crédito;
- Desregulação das taxas de Juros;
- Livre acesso ao mercado no Setor Bancário ou, mais geralmente, na indústria de serviços financeiros;
- Independência do setor bancário;
- Propriedade privada dos bancos;
- Liberalização do fluxo de capitais internacional.

reduzindo os seus custos, conferindo, assim – em teoria –, grande proveito também a investimentos não especulativos.

A doutrina defensora do liberalismo financeiro também destaca a maior eficiência do mercado com a adoção das ideias liberalizantes, ocasionando um custo bem menor para os países que liberalizam suas economias, além de, supostamente, tornar o sistema financeiro nacional mais resistente, uma vez que, com uma possível crise, as novas instituições, por serem conglomerados internacionais, poderiam suportá-las melhor, evitando um efeito cascata por uma quebra indesejada. Outro ponto também destacado é que o contato com as empresas estrangeiras acabariam por servir de aprendizado para as empresas locais bem como por trazer inovações para o mercado nacional liberalizado.<sup>596</sup>

Em relação ao elemento “incerteza”, esse foi fortalecido, em grande parte, pela adoção do sistema de câmbio flutuante.

Da mesma forma, a doutrina favorável ao câmbio flutuante também fez (faz) forte defesa desse sistema, destacando-se, principalmente, o retorno do controle monetário dos países aos seus respectivos bancos centrais (autonomia político-monetária dos países), os quais não seriam mais obrigados, em teoria, a intervir necessariamente nos mercados para definir a taxa de câmbio. Também não estariam submetidos mais aos ditames inflacionários dos Estados Unidos, podendo escolher a sua própria taxa de inflação de acordo com os objetivos buscados pelo país individualmente.<sup>597</sup>

---

<sup>596</sup> Todos esses aspectos foram devidamente analisados/criticados na parte B-1 deste trabalho.

<sup>597</sup> A doutrina defensora do sistema de câmbio flutuante defende ainda que as assimetrias inerentes ao sistema de Bretton Woods iria desaparecer e os Estados Unidos ainda não deveria mais definir as condições monetárias globais sozinho. Ao mesmo tempo, conferiria o direito aos Estados Unidos de terem as mesmas oportunidades que outros países para influenciar a taxa de câmbio em relação às moedas estrangeiras. Outro forte ponto também propagado pela doutrina era que as taxas de câmbio acabariam funcionando como estabilizadores automáticos, pois, mesmo na ausência de uma política monetária ativa, o rápido ajustamento das taxas de câmbio determinadas pelo mercado ajudaria os países a manter a sua face interna e externa das mudanças no equilíbrio da demanda agregada (Paul R. KRUGMAN; Maurice OBSTFELD. *Economía Internacional: Teoría y política*. Madrid: Person Educación, 2006, p. 562). Como se observou na parte B-2, tais pontos não passaram de teoria.



E quanto ao elemento “informações (notícias) direcionando a massa de especuladores”, temos que, em grande medida, tal vem sendo determinado pela atuação das agências de classificação de risco, que, dentre outros aspectos favoráveis e – em termos gerais –, força a uma maior transparência e impõe uma maior responsabilidade aos gestores das empresas e/ou Estados avaliados. Além disso, possibilita o acesso de informações a quem não deteria de condições especiais para tanto, tornando o investimento em algo, aparentemente, menos desvinculado dos fundamentos reais.

Entretanto, acreditamos que o ponto de maior relevância para impedir as modificações dos elementos estruturais é mesmo a conjectura atual de desenvolvimento da teoria econômica capitalista que impede grandes modificações sobre o tal sistema formado no decorrer das últimas décadas e sem efetiva oposição.

Em relação aos elementos internos, o presente trabalho busca estabelecer uma ordem objetiva para se definir a conduta a ser protegida pelo Direito, deixando de lado elementos dotados de grande subjetividade – não só por isso –, como a possível “irracionalidade dos especuladores”.<sup>598</sup>

Da mesma forma, em que pese a “movimentação súbita de capital” formar indícios da existência da “ausência de comprometimento com o desenvolvimento/viabilidade daquilo investido”, este último elemento ainda seria de difícil confirmação em função do grande teor dos aspectos subjetivos.

Enfatizamos que a “movimentação súbita de capital”, quando vinculado à “finalidade lucrativa imediata” atinge o objetivo de traduzir os elementos internos da especulação abusiva de forma bastante objetiva.<sup>599</sup> Assim,

---

<sup>598</sup> Além de ter se observado que há racionalidade na conduta de boa parte dos especuladores. Em regra, aqueles que agem de forma irracional são os pequenos e os médios especuladores, o que geraria um privilégio ainda maior àqueles que mais abusam da especulação.

<sup>599</sup> Como bem destacado, a “movimentação súbita do capital” evidencia que os escopos almejados pelo especulador não são que os bens investidos sejam produtivos e lancem benefícios à sociedade, mas tão somente que aumentem a lucratividade do valor do ativo investimento. Assim, a atitude preponderante do especulador é a busca por um atalho temporal ao tão almejado lucro (riqueza imediata), que serve de fonte de guia e de inspiração – seja dotada ou não de racionalidade. Em outros termos, podemos afirmar que a conduta objetiva do especulador seria o movimento súbito de capital na busca pela imediata lucratividade.

trazendo uma conotação especial para o lucro, que é o principal combustível para movimentar os investidores <sup>600</sup>, podemos trazer efetivas limitações ao poder de especular.

Desta forma, retirada a lucratividade imediata (ou boa parte dela) do investimento de curto prazo, certamente, acabaria por desincentivar a atitude especulativa abusiva e interferir-se-ia minimamente na liberdade empresarial tão defendida caso se restringisse a tributação tão somente aos ganhos lucrativos transacionais.

Portanto, afastando-se os elementos subjetivos da conduta do especulador, que dificultariam a instrumentalização de institutos jurídicos para proteger a sociedade, podemos caracterizar sua atitude, de forma objetiva, como um abusivo movimento súbito de capital inspirado pela finalidade lucrativa.

Valendo-nos das ideias modernas de interpretação constitucional para o caso de colisões entre os princípios jurídicos, entendemos que o método acima proposto (limitação de parte do incentivo da especulação – lucro imediato) é a forma que melhor satisfaz o espírito constitucional, pois gera a menor interferência nos princípios afetados com grande satisfação do objetivo constitucional tutelado/buscado.

Portanto, os direitos (ou, segundo expresso na constituição brasileira, princípios) de propriedade e da livre iniciativa devem ser interpretados com o fim de se assegurar a todos uma existência digna em conformidade com os ditames da justiça social. Ou seja, quando observamos os choques, no caso concreto, entre os princípios da propriedade privada e da livre iniciativa com os princípios da função social da propriedade e da redução das desigualdades regionais e sociais, deve ocorrer um maior grau de satisfação destes últimos

---

<sup>600</sup> O que não é o problema em questão, pelo contrário, boa parte dos investimentos que geram ou geraram grandes benefícios para a sociedade somente existiram em função das claras finalidades lucrativas dos seus investidores. O problema na nossa concepção está no grande imediatismo, uma vez que não se apoiam o projeto pensando no seu êxito, mas tão somente lucrar com a simples variação de preços e sair do investimento com o seu lucro – o maior possível no menor período possível.

princípios (tidos como de maior relevância para a sociedade) com o mínimo de interferência sobre aqueles.

E uma forma bastante válida para limitar tal impulso especulativo é nos utilizarmos da tributação.

Como se observará, a evolução histórica e ideológica tornou a tributação um dos meios mais interessantes (e necessários) para essa orientação a ser tomada pelo Estado.

Utilizando-se da tributação sobre o lucro das atividades especulativas abusivas, temos que não ocorre uma interferência completa na *liberdade* do investidor/especulador. Não o prejudicando no caso de desistência do investimento com a posterior descoberta de um futuro insucesso ou fracasso na continuidade daquele investimento, ou seja, interferindo pouco na livre iniciativa – ao menos não gerando prejuízo.

Além disso, inexistente uma proibição completa da atitude especulativa em si, limitando-se apenas o seu maior impulso e tentando direcionar o investidor/especulador às atitudes corretas de análise dos fundamentos reais do objeto a ser investido a fim de realizar investimentos de maiores prazos.

Como vemos, há o completo preenchimento da vertente *adequação* do princípio da proporcionalidade, que “exclui a adoção de medidas que obstruam a realização de pelo menos um princípio sem promover algum outro princípio ou a objetivo para o qual foi adotado”,<sup>601</sup> pois os princípios da função social da

---

<sup>601</sup> Tradução livre do seguinte trecho: “The principle of suitability excludes the adoption of means obstructing the realisation of at least one principle without promoting any principle or goal for which they were adopted”. (Robert ALEXANDER. “Constitutional rights, balancing and rationality”. *Ratio Juris*. V. 16. N. 2. Jun. 2003, p.135) E Alexy detalha a utilização da seguinte forma: “Se um meio M, adotado para promover o princípio P1, não é adequado para este propósito, mas obstrui a realização de P2, então não há custos para P1 ou P2 se M for omitido, mas há custos para P2 se M é adotado. Assim, P1 e P2 tomados em conjunto podem ser realizados em maior grau em relação ao que é factualmente possível se M for abandonado. P1 e P2, quando tomados em conjunto, proíbem o uso de M. Isso mostra que o princípio da adequação não é senão uma expressão da ideia de otimização de Pareto: uma posição pode ser melhorada sem prejuízo para outra”. Tradução livre do seguinte trecho: If a means M, adopted in order to promote the principle P1, is not suitable for this purpose, but obstructs the realisation of P2, then there are no costs either to P1 or P2 if M is omitted, but there are costs to P2 if M is adopted. Thus, P1 and P2 taken together may be realised to a higher degree relative to what is factually possible if M is abandoned. P1 and P2, when taken together, prohibit the use of M. This shows that the principle of suitability is nothing other than an expression of the

propriedade e da redução das desigualdades sociais serão cumpridos sem retirar o completo cumprimento dos princípios da propriedade privada e da livre iniciativa.

Da mesma forma, a instituição de uma tributação sobre o lucro advindo da especulação odiosa possui menor interferência do que a completa proibição da atitude especulativa abusiva como defende grandes doutrinadores,<sup>602</sup> concretizando a vertente *necessidade* do princípio da proporcionalidade.<sup>603</sup>

Portanto, levando-se em consideração a otimização em relação ao que é factualmente possível, bem como a ultrapassagem de forma plausível pelos três estágios da “Lei da Ponderação” de Alexy,<sup>604</sup> temos que há grande virtude

---

idea of Pareto-optimality: One position can be improved without detriment to another. (Robert ALEXY. “Constitutional rights, balancing and rationality”, 135).

<sup>602</sup> Nesse sentido: Pessoas racionais não consideram uma violação dos direitos civis a proibição da entrada de indivíduos armados em um avião. Ou ainda, ninguém acharia que as liberdades individuais estão sendo aviltadas, se a sociedade proíbe qualquer pessoa de entrar em um cinema munida de um coquetel *molotov* em uma mão e uma caixa de fósforos na outra – mesmo se a pessoa garantir que não pretende explodir o cinema. No entanto, em nome do livre mercado, os administradores de fundos podem imaginar um coquetel *molotov* explodindo e gritar “fogo!” nos populosos mercados financeiros internacionais, sempre que a “imagem” de um possível incêndio lucrativo os impelir a tanto. (Paul DAVIDSON. “Especulação cambial e moeda internacional - Tobin versus Keynes”. *Economia e Sociedade*. Campinas, (7) 3-27, dezembro, 1996, p. 5).

<sup>603</sup> Nesse sentido: “O mesmo se aplica ao princípio da necessidade. Este princípio exige que, entre dois meios que promovam P1, em termos gerais, sejam igualmente adequados, o que interfere de forma menos intensa em P2 deve ser escolhido. Se existe uma interferência menos intensa e meios igualmente adequados, uma posição pode ser melhorada sem nenhum custo para a outra. A aplicabilidade do princípio da necessidade pressupõe, no entanto, que não exista um terceiro princípio ou objetivo, P3, que seja afetado negativamente pela adoção dos meios que interferem de forma menos intensa em P2. Se esta constelação surgir, o caso não pode ser decidido por considerações relativas à otimização de Pareto. Quando os custos são inevitáveis, o equilíbrio torna-se necessário. Tradução livre do seguinte trecho: “The same applies to the principle of necessity. This principle requires that of two means promoting P1 that are, broadly speaking, equally suitable, the one that interferes less intensively in P2 ought to be chosen. If there exists a less intensively interfering and equally suitable means, one position can be improved at no cost to the other. The applicability of the principle of necessity presupposes, however, that there is no third principle or goal, P3, that is affected negatively by the adoption of the means interfering less intensively in P2. If this constellation arises, the case cannot be decided by considerations concerning Pareto-optimality. When costs are unavoidable, balancing becomes necessary”. (Robert ALEXY. “Constitutional rights, balancing and rationality”. *Ratio Juris*. V. 16. N. 2. junho, 2003, p.135-6).

<sup>604</sup> Ponderação é o sujeito da terceira vertente do princípio da proporcionalidade, o princípio da proporcionalidade em sentido estrito. Esse princípio expressa o que a otimização relativa às possibilidades legais. É idêntica a uma regra que pode ser chamada de ‘Lei da ponderação’. Essa regra declara: Quanto maior o grau de não satisfação ou prejudicação de um princípio, maior a importância de satisfazer o outro. Tradução livre do seguinte trecho: “Balancing is the subject of the third sub-principle of the principle of proportionality, the principle of proportionality in the narrow sense. This principle expresses what optimisation relative to the

na utilização da tributação sobre o lucro das atividades especulativas odiosas como meio para se reduzir o seu grau de abusividade, na busca de se reduzir as desigualdades sociais.<sup>605</sup>

Vendo que a limitação à especulação odiosa através da tributação decorre da ponderação entre fundamentos colidentes no seu conteúdo que, diretamente, relacionam-se com os alicerces do sistema capitalista e com tentativa de formação de um Estado menos desigual, encontrando respaldo nos textos constitucionais modernos, atentamos como certa a essência principiológica dessa imposição na forma de atuação do Estado. Por isso, é necessário entendê-la, consoante o entendimento pós-positivista, como fonte elementar de normatividade, de onde se extrai valores supremos de uma sociedade.

Então, propõe-se a organização do princípio do especulador-pagador, o qual impõe a utilização pelo Estado de normas tributárias indutoras de conduta, objetivando promover o desenvolvimento sócio econômico, bem como o equilíbrio social – que são objetivos constitucionais.

Em outros termos, temos que, em decorrência da própria lógica do sistema constitucional moderno de tentativa de redução das desigualdades sociais, o Estado tem o dever de utilizar institutos jurídicos indutores para

---

legal possibilities means. It is identical with a rule that might be called “Law of Balancing” (Alexy 2002, 102). This rule states: “The greater the degree of non-satisfaction of, or detriment to, one principle, the greater the importance of satisfying the other.” (Robert ALEXY. “Constitutional rights, balancing and rationality”, 136).

Quanto aos estágios, temos que “o primeiro estágio é uma questão de estabelecer o grau de insatisfação ou prejuízo para o primeiro princípio. Segue-se para um segundo estágio, no qual é estabelecida a importância de satisfazer o princípio que está colidindo. Finalmente, o terceiro estágio responde a questão de saber se a importância de satisfazer o princípio que está colidindo justifica ou não a satisfação do primeiro princípio”. Tradução livre do seguinte trecho: The first stage is a matter of establishing the degree of nonsatisfaction of, or detriment to, the first principle. This is followed by a second stage, in which the importance of satisfying the competing principle is established. Finally, the third stage answers the question of whether or not the importance of satisfying the competing principle justifies the detriment to, or non-satisfaction of, the first” (Robert ALEXY. “Constitutional rights, balancing and rationality”, 136).

<sup>605</sup> Cumpre destacar que não se desconhece o discurso da aplicação de Günther, (Klaus GÜNTHER. *Teoria da argumentação no direito e na moral: justificação e aplicação*. Tradução de Cláudio Molz. São Paulo: Landy, 2004, p. 79); entretanto, além de concordarmos com Alexy que isso retiraria do discurso jurídicos uma vertente importante que é a interpretação da norma escrita em geral, não vemos efeitos práticos relevantes para o presente trabalho, uma vez que o direito absoluto estaria sendo relativizado da mesma, seja no campo da sua própria estrutura, seja no campo da sua aplicação.

cumprir os fins constitucionais, sendo a tributação, conforme se verá pelo desenvolvimento do instituto e da doutrina, um meio inestimável para tanto.

E, como mencionado acima, descumpriria os mandamentos constitucionais de busca pela igualdade material, a não interpretação e a não utilização de institutos jurídicos que tenham amplitude para isso, uma vez que essa não utilização, como se viu, produzirá efeito contrário à redução das desigualdades.<sup>606</sup> Assim, diferente não deveria ser o tratamento desempenhado pela tributação direcionada às condutas que geram a chamada especulação odiosa ou abusiva.<sup>607</sup>

Notamos, na defendida limitação à especulação odiosa através da tributação, a existência de funções interpretativa, supletória (ou integrativa, na conceituação de Bobbio) e fundamentadora (que se divide nas funções diretiva e limitativa, na conceituação de Bobbio) que são típicas de princípios jurídicos.

608

---

<sup>606</sup> Em sentido similar: Ernesto Lejeune VALCÁRCEL. "El principio de Igualdad". *in* Andrea AMATUCCI. *Tratado de Derecho tributario*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001, p. 237.

<sup>607</sup> Nesse sentido a doutrina de Ernesto Lejeune VALCÁRCEL: "De un lado, se configuran y vertebran las libertades, derechos y deberes de los ciudadanos, las instituciones jurídicas y la estructura básica de la organización social. De otro lado, se establecen los presupuestos ideológicos que, sin tener aplicación inmediata, sirven para dar coherencia a las instituciones jurídicas y la estructura organizativa en función de los fines básicos a que estas han de servir. y de tal forma, que se bien cada institución debe ser estudiada aisladamente en función de los presupuestos que animan y dan vida al programa que para la sociedad aparece trazado en la Constitución". (Ernesto Lejeune VALCÁRCEL. "El principio de Igualdad". *in*, Andrea AMATUCCI. *Tratado de Derecho tributario*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001, p. 236)

<sup>608</sup> A fim de observar as possíveis funções do princípio do especulador-pagador, cumpre destacar o debate existente sobre a tridimensionalidade ou tetradimensionalidade das funções dos princípios. TRABUCCHI defende a tridimensionalidade funcional dos princípios, trazendo como dimensões funcionais dos princípios a função fundamentadora, interpretativa e supletória. Já BOBBIO, com sua doutrina bem mais divulgada no direito brasileiro, classifica os princípios numa tetradimensionalidade funcional, que se compõe da função interpretativa, da função integrativa, da função diretiva e da função limitativa. (Nesse sentido: Paulo BONAVIDES. *Curso de Direito Constitucional Positivo*. 17ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 284.) Como percebemos, nestes dois juristas, há uma identidade das funções interpretativa e integrativa (ou supletória, nas palavras de TRABUCCHI), ao passo que a função fundamentadora de TRABUCCHI é substituída em Bobbio pelas funções diretiva e limitativa por decorrer na diferenciação no grau de vinculação, pois a função diretiva, no seu entender, possui um baixo grau de vinculação, ao contrário a função limitativa possui um alto grau. Independentemente da nomenclatura, temos que o princípio do especulador-pagador cumpre as funções destacadas pela doutrina acima mencionada.

Por isso, entendemos que a maior inserção do princípio do especulador-pagador no meio jurídico é por demais importante a fim de conferir a verdadeira concretização do seu conteúdo, seja direcionando o caminho mais acertado a ser tomado, dirigindo a elaboração de normas e comportamentos; seja limitando as atitudes abusivas; seja interpretando ou integrando as normas jurídicas com finalidade de reduzir as desigualdade sociais.





# PARTE E



## **DOS LIMITES E DA MATERIALIZAÇÃO DO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR**

Como vimos, a busca pelo lucro imediato através de atitudes especulativas odiosas vem afetando o desenvolvimento da nossa sociedade, ocasionando efeitos contrários àqueles objetivos das Constituições modernas, gerando danos à coletividade em toda sua estrutura.

Também observamos que o desenvolvimento do Direito, baseado nos atuais sistemas constitucionais, acabou por impor uma atuação ativa do Estado – como materializador das normas constitucionais – em busca de proteger as garantias e os direitos individuais e coletivos.

Da mesma forma, como já demonstrado, com a crise do Estado Social, houve uma forte pressão no sentido da redução da atuação estatal, passando a existir a prevalência da chamada faceta regulatória do Estado, ou seja, mesmo sem atuar diretamente, o Estado continuou como responsável pela garantia dos resultados dos objetivos constitucionais, regulando as atividades privadas, impondo limites e fiscalizando o fiel cumprimento desses limites. Por isso, trata-se de uma obrigação estatal realizar esforços para limitar os atos abusivos de direitos que acabem com os mecanismos montados para a manutenção ou desenvolvimento da sociedade e que acarretem o aumento da desigualdade.

Entretanto, por existir conflito entre normas constitucionais principiológicas, a possível solução deve cominar o mínimo de relativização de quaisquer das normas conflitantes.

Então, com a finalidade de conferir uma unidade consistente na formação, no direcionamento, na interpretação e na aplicação das normas destinadas a atingir tal objetivo, entendemos a necessidade da adoção de um

princípio norteador a fim de garantir a concretização do objetivo constitucional de redução das desigualdades: o princípio do especulador-pagador.

Desse modo, no nosso entender, o meio que melhor pode satisfazer os pressupostos acima trazidos é a intervenção estatal através da utilização de normas tributárias indutoras (ou dirigistas) de comportamento, pois restarão garantidos os direitos de propriedade e de livre iniciativa, bem como restarão desincentivadas as condutas de especulação abusiva pela retirada de elemento inspirador essencial para a ocorrência da referida conduta: a lucratividade.

## 1. FUNÇÃO EXTRAFISCAL.

Como já mencionado, no nosso entender, a forma que melhor atinge os objetivos constitucionais para a materialização do princípio do especulador-pagador – uma forma de intervenção na atividade econômica – dá-se através da tributação.<sup>609</sup>

A tributação, atualmente, antes de constituir um cerceamento à propriedade do administrado – contribuinte –, é um dever social, que busca asseverar o custeamento e sobrevivência do Estado, não estando mais cingida ao papel de aquisição de recursos para a sua manutenção (do Estado) (orçamento fiscal); mas, igualmente, deve servir de fomento ao desenvolvimento econômico e de instrumento de distribuição de riqueza.<sup>610</sup>

A doutrina de KLAUS TIPKE, relacionando a imposição tributária diretamente à própria existência da liberdade, traz o posicionamento de que a tributação é o preço pago pelo cidadão para que desfrute de maior liberdade e possa construir o Estado de Direito ou o Estado Social.<sup>611-612</sup>

---

<sup>609</sup> Importante lembrar a impossibilidade de se atribuir caráter diretivo às normas tributárias, por isso, a intervenção no domínio econômico baseado na tributação é um dos instrumentos da intervenção por indução, já rapidamente exposto anteriormente.

<sup>610</sup> Nesse sentido: Bernardo Ribeiro de MORAES. *Compêndio de Direito Tributário*, 5ª edição, Rio de Janeiro: Forense, 1996, volume I, p. 374.

Sobre a solidariedade social tributária, vejamos a obra de Ernani Contipelli, que traz o seguinte: “a solidariedade social, como invariante axiológica diretora da fórmula de integração ideológica do modelo de Estado Democrático de Direito, ao propor ambiente de cooperação recíproca marcado pela ideia de dignidade social, assegura a participação financeira do membro da comunidade na efetivação do programa de ação constitucional destinado ao atendimento do bem comum com o cumprimento de seu dever de colaboração de pagar tributo, o qual se exige respeitando condições minimamente satisfatórias de vida”. (Ernani CONTIPELLI. *Solidariedade social tributária* (teses de doutoramento). Coimbra: Ed. Almedina, 2010, p. 221).

<sup>611</sup> Nesse sentido: “Sem impostos e contribuintes não pode se construir nenhum Estado, nem o Estado de Direito nem, desde logo, o Estado Social. A atual situação na Rússia constitui uma boa prova disso”. (...) “Se o Estado não garantisse o direito a uma liberdade igual para todos, esta desapareceria em pouco tempo. O Estado deve arrecadar impostos para poder desenvolver sua tarefa protetora da liberdade. Sem impostos o cidadão apenas desfrutaria passageiramente de uma maior liberdade. Sem o Estado e os impostos necessários para sua existência, os cidadãos se veriam submetidos, em pouco tempo, à violência, à arbitrariedade e à justiça privada dos demais. A liberdade de cada um deve coexistir com a liberdade dos demais. Sem limites à liberdade não pode existir paz jurídica nem liberdade. (...)os impostos são o preço da liberdade.”

Em verdade, em que pese esta ideia mais moderna, podemos adotar a concepção de que o conceito de tributação acaba variando de acordo com a orientação política do Estado tributante, influenciada por sua conjuntura sócio-econômico-geográfica; pois "o direito tributário não tem objetivo (imperativo econômico-social) próprio, ou melhor, como todo o Direito Positivo, o Direito Tributário tem natureza instrumental e seu objetivo próprio (razão de existir) é ser um instrumento a serviço de uma política. Esta (a política) que tem os seus próprios e específicos objetivos econômico-sociais".<sup>613</sup> Assim, cada Estado pode possuir um conceito de tributação que se adéqua ao seu ordenamento jurídico.

BERNARDO RIBEIRO DE MORAES, inclusive, em rápidas linhas, descreve a evolução de estrutura da tributação (denominada por ele de imposto) e, por conseguinte, sua concepção ao longo dos tempos, vejamos:

a) na fase primária da vida em sociedade, o imposto apresenta-se como uma prestação não contratual, cujo fundamento variava consoante a vontade e a força de quem dispunha do poder político;

b) do pagamento voluntário (benevolência) o imposto passou a ser um pagamento *compulsório*;

c) da compensação pela atividade do chefe, o imposto passou a ser uma *contribuição* à Fazenda Pública. O direito de tributar aparece fundamentado na função do Estado de satisfazer necessidades coletivas (a finalidade da realização do bem comum e não do direito próprio, da necessidade ou da vontade do detentor do poder político);

---

Tradução livre do seguinte trecho: "Sin impuestos y contribuyentes 'no puede construirse ningún Estado', ni el Estado de Derecho ni, desde luego, el Estado Social. La actual situación en Rusia constituye una buena prueba de ello." (...) "Si el Estado no garantizara el derecho a una libertad igual para todos ésta desaparecería en poco tiempo. El Estado debe recaudar impuestos para poder desarrollar su tarea protectora de la libertad. Sin impuestos el ciudadano sólo disfrutaría fugazmente de mayor libertad. Sin el Estado y los impuestos necesarios para su existencia los ciudadanos se verían sometidos en breve plazo a la violencia, la arbitrariedad y la justicia privada de los demás. La libertad de cada uno debe coexistir con la libertad de los demás. (...) impuestos son el precio de la libertad (Klaus TIPKE. *Moral Tributaria del Estado y de los contribuyentes (Besteuerungsmoral und Steuermoral)*. Traducción, presentación y notas a cargo de Pedro M. Herrera Molina. Madrid: Marcial Pons, p.27).

<sup>612</sup> A doutrina de HUGO DE BRITO MACHADO também chega a esta mesma conclusão. Vejamos:

"A tributação é, sem sombra de dúvida, o instrumento de que se tem valido a economia capitalista para sobreviver. Sem ele não poderia o Estado realizar os seus fins sociais, a não ser que monopolizasse toda a atividade econômica. o tributo é inegavelmente a grande e talvez única arma contra a estatização da economia". (Hugo de Brito MACHADO. *Curso de Direito Tributário*. 29ª Edição, revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 26).

<sup>613</sup> Rubens Gomes de SOUZA, *Curso de direito Financeiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1958, citado por Marcos André Vinhas CATÃO. *Regime jurídico dos incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 27.

- d) da compensação ocasional, o imposto passou a cobrir as *necessidades permanentes*;
- e) da prestação a cargo de certos grupos de pessoas o imposto passou a ser uma *obrigação geral*;
- f) de uma prestação em espécie ou de trabalho o imposto passou a ser uma *prestação em dinheiro*; e
- g) da prestação para cobrir fins fiscais o imposto passou a ser prestação com *fins fiscais e extrafiscais*, fruto do alargamento das funções do Estado e de sua ação intervencionista, através do imposto, para fomentar a produção de riqueza ou repartir riquezas existentes".

Consoante já trazido, observamos que inexistente qualquer grande discussão sobre qual é a orientação dos sistemas constitucionais modernos (posteriores à Segunda Guerra Mundial do século XX), ficando evidente que a orientação segue a perspectiva final trazida pelo doutrinador citado acima, ou seja, a conceituação mais moderna de tributação.

Comumente, tem-se chamado de função fiscal “aquela preocupada simplesmente na coleta e concretização das receitas tributárias”, ao passo que “quando essa atividade é reduzida setorialmente, visando-se estimular especificamente determinada atividade, grupo ou valor juridicamente protegido como a cultura ou o meio-ambiente, convencionou-se denominar de função ‘extrafiscal’ ou ‘extrafiscalidade’”.<sup>614</sup> Portanto, a fiscalidade buscaria a transferência de recursos da economia privada para os Estados, enquanto que a extrafiscalidade buscaria a utilização de mecanismos com repercussão econômico-financeira para a indução dos grandes agentes econômicos a comportamentos mais desejáveis em face do interesse público.<sup>615</sup>

Portanto, podemos expressar que é certo que a utilização de tributos com natureza eminentemente extrafiscal busca “atender diversas finalidades de interesse social na atualidade como o desenvolvimento econômico, equilíbrio da balança comercial, a preservação do meio ambiente, o fomento às manifestações culturais, a tutela da saúde pública, dentre tantos outros

---

<sup>614</sup> Nesse sentido: Marcos André Vinhas CATÃO. *Regime jurídico dos incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 4.

<sup>615</sup> Nesse sentido: André ELALI. *Incentivos Fiscais Internacionais: concorrência fiscal, mobilidade financeira e crise do Estado*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 105.

objetivos. Nesse sentido, a função extrafiscal dos tributos representa um importante, e até mesmo essencial, instrumento na implementação do Estado Democrático de Direito”.<sup>616-617</sup>

Com isso, a doutrina caminha forte no sentido de que todo aquele efeito trazido pela tributação que vai além daqueles meramente arrecadatários é considerado um efeito extrafiscal, existindo em qualquer tributo e não sendo certo o Estado fechar os olhos para tal realidade, pois sabendo disso, abre-se oportunidade para a concretização dos fins trazidos na carta constitucional.<sup>618</sup>

---

<sup>616</sup> Flávio Lúcio Chaves de RESENDE. “Extrafiscalidade: crise econômica mundial e o Estado Democrático de Direito”. *Conteúdo Jurídico*. Brasília-DF: 23 jul. 2010. Disponível em: <<http://www.conteudojuridico.com.br/?artigos&ver=2.27660>>. Último Acesso em: 25 10.2016.

<sup>617</sup> Também, o jusfilósofo RAIMUNDO BEZERRA FALCÃO, ao tratar do tema em sua obra *Tributação e Mudança Social*, expôs que a extrafiscalidade seria aquela atividade financeira que o Estado exercita sem o fim precípua de obter recursos para o seu erário, para o fisco, mas sim com vista a ordenar ou reordenar a economia e as relações sociais. (Raimundo Bezerra FALCÃO. *Tributação e Mudança Social*. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. 48).

<sup>618</sup> Como já expresse anteriormente, deve-se sustentar que ocorre uma possível ilegitimidade constitucional da não utilização com fins de igualdade material de um instituto jurídico que tenha amplitude para isso, uma vez que essa não utilização chega a produzir efeito contrário a igualdade material.

Como consequência de tais premissas, deve-se sustentar até uma possível ilegitimidade constitucional da não utilização com fins de igualdade material de um instituto jurídico que tenha amplitude para isso, uma vez que essa não utilização chega a produzir efeito contrário à igualdade material.

Como observamos, o texto constitucional, irresignado com a realidade que o Estado brasileiro se encontra, busca, de todo modo, que sejam concretizados os objetivos constitucionais, que são complementares e afins. E, consoante bem expresse por EROS ROBERTO GRAU, “a Constituição, aí, nada mais postula, no seu caráter dirigente, senão rompimento do processo de subdesenvolvimento no qual estamos imersos e, em cujo bojo, pobreza, marginalização e desigualdades, sociais e regionais, atuam em regime de causação circular acumulativa – são causas e efeitos de si próprias”.

Portanto, os meios para gerarem o pretense desenvolvimento e as dinâmicas mutações, em busca dmaesse almejado processo de mobilidade social contínuo e intermitente pretendido pela Carta Maior, passa pela prática de políticas públicas e a intervenção do Estado no domínio econômico. No entanto, há uma evolução histórica e ideológica sobre a qual precisamos estar bem conscientes. E, por fruto desta evolução, tornou-se a tributação um dos meios mais interessantes e necessários para essa pretensa modificação. Entretanto, também um dos meios mais perigosos, uma vez que, como já levantado anteriormente, vivemos sob uma realidade que não condiz com o texto constitucional que possuímos, em geral, não se importando nenhum dos Poderes constituídos, seja Executivo, seja Legislativo, até mesmo Judiciário, em dar efetivação ao texto constitucional, existindo, a cada dia, sob o manto daqueles que deveriam defender a Carta Maior, as mais diversas formas de deturpar o texto constitucional, o que interessa àqueles que querem utilizar o patrimônio público para conseguir favorecimentos pessoais.



Apesar de grande parte da doutrina buscar trazer uma distinção entre tributos fiscais e tributos extrafiscais;<sup>619</sup> "não existe, porém, entidade tributária que se possa dizer pura, no sentido de realizar tão-só a fiscalidade, ou, unicamente, a extrafiscalidade. Os dois objetivos convivem, harmônicos, na mesma figura impositiva, sendo apenas lícito verificar que, por vezes, um predomina sobre o outro".<sup>620-621</sup>

Conscientes da veracidade das palavras acima noticiadas, fica evidente que, sempre que existir tributação, seja qual for a finalidade do Estado, haverá uma consequência extrafiscal e observar a predominância da extrafiscalidade ou da fiscalidade da tributação, em muitos casos, é bastante difícil.<sup>622</sup> Por isso, buscou-se realizar tal distinção através de alguns critérios que vão desde a simples

---

<sup>619</sup> Paulo de Barros Carvalho divide em três signos: fiscalidade, extrafiscalidade e parafiscalidade. Segundo o doutrinador, fala-se em fiscalidade "sempre que a organização jurídica do tributo denuncie que os objetivos que presidiram sua instituição, ou que governam certos aspectos da sua estrutura, estejam voltados ao fim exclusivo de abastecer os cofres públicos, sem que outros interesses – sociais, políticos ou econômicos – interfiram no direcionamento da atividade impositiva ". Ao passo que a extrafiscalidade persegue objetivos alheios aos meramente arrecadatórios, manejando elementos jurídicos usados na configuração dos tributos. Enquanto que a parafiscalidade seria "o fenômeno jurídico que consiste na circunstância de a lei tributária nomear sujeito ativo diverso da pessoa que a expediu, atribuindo-lhe a disponibilidade dos recursos auferidos, para o implemento de seus objetivos peculiares". (Paulo de Barros CARVALHO. *Curso de Direito Tributário*. São Paulo: Saraiva, 2000, pp. 228-231).

<sup>620</sup> Paulo de Barros CARVALHO. *Curso de Direito Tributário*, 230. Também nesse mesmo sentido, observamos a doutrina de Marcus Abrahan, trazida e confirmada por Marcos André Vinhas Catão, no sentido da impossibilidade da existência de tributos neutros ou com uma carga exclusivamente fiscal ou extrafiscal, existindo sim tributos com cargas preponderantes, variando, segundo o autor, de acordo com sua própria natureza, fato gerador, competência tributária e, em certos casos, com a própria finalidade pré-fixada na Constituição Federal e no Código Tributário Nacional. (In "A extrafiscalidade – O poder Estatal de harmonização social". Revista Arché-Universidade Cândido Mendes, Rio de Janeiro, n. 22, p. 122, 1999, citado por Marcos André Vinhas CATÃO. *Regime jurídico dos incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, nota de radapé 30, pp. 23-24)

<sup>621</sup> Há ainda a clássica doutrina de Alberto DEODATO que afirma que enquanto os tributos fiscais são provenientes do poder de Tributar (Tax Power), os tributos extrafiscais advêm do poder de Polícia (Police Power). (Alberto DEODATO. *Manual de Ciência das Finanças*. São Paulo: Saraiva, 1965, p. 155).

<sup>622</sup> Tese para obtenção do título de livre docente de Walter Barbosa CORREA. *Contribuição ao Estudo da Extrafiscalidade*, São Paulo, 1964, p. 60: "não é fácil afastar a 'zona cinzenta' que separa a extrafiscalidade da tributação, bem como aclarar os casos que se poderiam denominar de 'área mista', onde tanto a extrafiscalidade como a tributação coexiste de forma marcante"

vontade do legislador até critérios mais objetivos como a pouca arrecadação financeira pelo Estado com a utilização da norma tributária em questão.<sup>623</sup>

Em grande obra, LUÍS EDUARDO SCHOUERI elenca distintos critérios levantados pela doutrina para distinguir os tributos fiscais daqueles extrafiscais. Realizamos uma síntese abaixo:<sup>624</sup>

Como fator mais subjetivo, destaca-se a finalidade da norma, ou seja, “a norma tributária indutora não se constataria a partir de seu efeito (toda norma

---

<sup>623</sup> Como exemplo disso, a doutrina alemã, há quase um século, tem tratado disso. Conferir Richard BÜCHNER. Reviewed Work: *Nichtfiskalische Zwecke der Besteuerung. Ein Beitrag zur Steuertheorie und Steuerpolitik. Tübingen 1926* de Dora Schmidt. *FinanzArchiv / Public Finance Analysis*. 44. Jahrg., H. 2, 1927, pp. 406-408, Publicado por: Mohr Siebeck GmbH & Co. KG, disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/40907677>>. Último acesso em 10.06.2017.

Na década de 20 do século passado, na Alemanha já observava a diferenciação entre a ação fiscal e a ação extrafiscal. (...) Isso gera um esquema conceitual que pode emergir teoricamente, limpando, de fato, os fenômenos individuais complicados:

1. Os impostos são quotas de renda, ativos e de capital em processos de consumo decorrente de sua coerção estatal e sem consideração especial da economia privada.
2. impostos Fiscais (impostos financeiros) são exclusiva ou principalmente com o objectivo de angariar fundos impostos arrecadados.
3. impostos de finalidade são impostos fiscais cujas receitas são legalmente destinadas a uma tarefa de gerenciamento particular.
4. impostos não-fiscais (extrafiscais) são impostos cobrados exclusiva ou principalmente para outros fins diferentes da finalidade de angariar fundos."

Tradução livre do seguinte trecho: (...) “Hieraus ergibt sich dann ein Begriffsschema, das in der Tat die verwickelten Einzelscheinungen theoretisch klar hervortreten lässt:

- „1. Steuern sind Quoten von Einkommen, Vermögen und Kapital und von in Erwerb- und Verbrauchsvorgängen verwendeten Teilen von solchen, die ein öffentlich-rechtliches Gemeinwesen kraft seiner staatlichen Zwangsgewalt und ohne besondere Gegenleistungen von den Privatwirtschaften erhebt.
2. Fiskalische Steuern (Finanzsteuern) sind ausschliesslich oder hauptsächlich zu Zwecken der Mittelbeschaffung erhobene Steuern.
3. Zwecksteuern sind fiskalische Steuern, deren Erträge für eine bestimmte Verwaltungsaufgabe rechtlich gebunden sind.
4. Nicht fiskalische Steuern sind Steuern, die ausschliesslich oder hauptsächlich zu anderen als zu Zwecken der Mittelbeschaffung erhoben werden" (Richard BÜCHNER. Reviewed Work: *Nichtfiskalische Zwecke der Besteuerung. Ein Beitrag zur Steuertheorie und Steuerpolitik. Tübingen 1926*, de Dora Schmidt, 407).

<sup>624</sup> Luís Eduardo SCHOUERI. *Normas tributárias indutoras e Intervenção Econômica*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005, p. 15-32.

tributária produz efeitos econômicos), mas no fato de ser ele desejado pelo legislador”.<sup>625</sup>

Tal critério deve ser analisado de forma conjunta com critérios objetivos, uma vez que se restringimo-nos tão somente a esse critério, poderia advir uma grande insegurança jurídica ao administrado, pois a simples menção do legislador (mesmo que não sincera) como critério de validade de uma norma (caracterizando-a como extrafiscal) bastaria para fugir aos limites inerentes às normas fiscais.<sup>626</sup> Ainda que a vontade do legislador fosse expressa já no momento da elaboração da norma e não apenas como fundamento superveniente, não retiraria tal insegurança, pois não deve a ambição do legislador servir de critério para a análise da constitucionalidade de uma norma tributária.<sup>627</sup>

Como fatores objetivos para se observar se prevalece em uma norma o seu caráter extrafiscal, destacaram-se os seguintes:<sup>628</sup>

- a) Custos administrativos de cobrança desproporcionais às receitas;
- b) Receitas decrescentes do tributo, uma vez cumpridos os seus objetivos, colocando em perigo do próprio objeto da tributação;
- c) Ausência de necessidade financeira para a introdução do tributo;<sup>629</sup>

---

<sup>625</sup> Luís Eduardo SCHOUERI. *Normas tributárias indutoras e Intervenção Econômica*, 18.

<sup>626</sup> Por exemplo, os limites impostos pelo Princípio da capacidade contributiva, como se verá mais adiante.

<sup>627</sup> Em sentido similar: Michael KLOEPFER. “Steuerinterventionismus und Verfassungsrecht”, *Steuer und Wirtschaft*, 1972, pp. 176 a 181 (177), citado por Luís Eduardo SCHOUERI. *Normas tributárias indutoras e Intervenção Econômicas*, 21.

<sup>628</sup> Schoueri cita o posicionamento de Dora Schmidt, quem dispôs sobre a necessidade de se buscar critérios objetivos e elencou: “i) quando o próprio texto da lei declara a finalidade indutora, caso em que esta finalidade se reputa formulada juridicamente; ii) contexto político, quando a medida tributária não vem isolada, mas embutida num conjunto (pacote) com outras medidas contemporâneas e com igual finalidade; iii) quando o Estado não precisa de recursos adicionais, ou renuncia a receita tributária; iv) pelo objeto tributado, i.e., quando o imposto incide preferencialmente sobre alguns objetos, em detrimento de outros que estariam igualmente à disposição do legislador; v) pela base de cálculo; ou vi) pela alíquota (c.f. Dora SCHMIDT. *Nichfiskalische Zweck der Besteuerung*, Ein Beitrag zur Steuertheorie und Steuerpolitik. Tübingen, J. C. B. Mohr (Paul Siebeck), 1926, pp. 16 a 19.)” (Luís Eduardo SCHOUERI. *Normas tributárias indutoras e Intervenção Econômicas*, 18).

<sup>629</sup> Citando o pensamento de Karl FRIEDRICHS, “Zwecksteuern und Rücksichtssteuern”, *Vierteljahresschrift für Steuer – und Finanzrecht*, Ano 2, 1928, pp. 621 a 635 (627-628).

- d) Ausência de finalidade fiscal ou de objetivo de melhoramento técnico-fiscal;<sup>630</sup>
- e) Objeto do tipo tributário mais limitado;
- f) Base de cálculo sem relação com a capacidade econômica revelada pelo fato gerador;
- g) Alíquota variável para abranger os grupos assemelhados do ponto de vista econômico.<sup>631</sup>

Assim, aplicando tais critérios ao princípio do especulador-pagador aqui analisado, temos que resta evidente que, com o cumprimento da finalidade norma extrafiscal indutora ou dirigista, as receitas do referido tributo iria se reduzir progressivamente, sendo, inclusive, o objetivo ideal da norma colocar fim ao próprio objeto da tributação.<sup>632</sup>

---

<sup>630</sup> Citando o pensamento de Mario PUGLIESI. *La Finanza e i suoi Compiti Extra-fiscali negli Stati Moderni*. Padova: CEDAM, 1932, p. 123.

<sup>631</sup> Citando o pensamento de Peter SELMER. *Steuerinterventionismus und Verfassungsrecht*. Frankfurt am Main: Athenäum, 1972, pp. 67 e ss.

<sup>632</sup> O Tribunal Constitucional Alemão possui o entendimento de que um simples motivo objetivo basta para que se justifique uma relativização ao princípio da capacidade contributiva. Assim, todas as normas extrafiscais estão praticamente justificadas, pois não é difícil para o legislador indicar uma razão objetiva qualquer.

A doutrina alemã comumente defende a aplicação do bem comum. Convém concordar com KLAUS TIPKE, que tal procedimento que vincula sua justificativa a promoção do bem comum é temerária. Seria uma situação similar àquela que SÊNECA nos advertiu ao relativizar o conceito de utilidade pública: “Os reis não costumam também matar? Mas todas as vezes que o fazem invocam a utilidade pública”. Tradução livre do seguinte trecho: “*Quid ergo! Non reges quoque occidere solent? Sed quoties id fieri utilitas publica persuadet*”. (SENECA. *De Clementia*, Liv. I, cap. XII).

Então, questiona KLAUS TIPKE – dentro da sua concepção de violação ao princípio da capacidade contributiva pelas normas indutoras (2ª corrente a seguir demonstrada) – se a relativização do citado princípio ocorreria quando servisse ao bem-comum? E ele mesmo responde afirmando que são as mais diversas concepções de bem comum: políticos conservadores, liberais e sociais têm concepções totalmente diferentes do que seja isso (Klaus TIPKE; Douglas YAMASHITA. *Justiça Fiscal e Princípio da Capacidade Contributiva*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 40).

Enfim, conclui que “para que a satisfação de interesse de um determinado setor econômico ou de um grupo social não possa ser justificada como fomento indireto do bem comum (‘o que é bom para a Volkswagen é bom para a Alemanha’; ‘*Whats is good for General Motors, is good for the United States*’), é exigido, com razão, que todo incentivo fiscal e toda subvenção deva ser vantajosa para todos, em maior ou menor grau” (Klaus TIPKE; Douglas YAMASHITA. *Justiça Fiscal e Princípio da Capacidade Contributiva*, 41).

Mas acreditamos que a justificação do que seja interesse comum sempre será de difícil definição, estando mais próximo daquilo que ARISTÓTELES afirma ser de acordo com os estritos

## A) NORMAS INDUTORAS (OU DIRIGISTAS) DE COMPORTAMENTO

"A investigação no campo psicológico vem demonstrando que o dever fiscal aparece, de fato, separado da moralidade do indivíduo. O apelo do Estado para um dever fiscal mais consciente se dirige tão somente para a razão pura do indivíduo e para uma 'boa vontade' latente nessa razão. No entanto, a oposição ao imposto enraizada no mais vital de seres humanos, nos seus instintos e tendências naturais, que neutralizam assim e até mesmo vencem esse dever racional, muito menos poderoso (K.G Holtgrewe: *Der Steuerwiderstand. Das Verhalten des Steuerpflichtigen im Lichte der modernen Psychologie, "Finanzwissenschaftliche Forschungsarbeiten", Vol. V, Berlin, 1954*). O imposto aparece como algo que requer coercivamente sem especial contraprestação, despertando no indivíduo um de seus instintos mais poderosos: o seu instinto de dominação, que defende a posse de seus próprios bens. A menos que um temor ancestral de raiz religiosa não lhe inspira a necessidade de contribuir de alguma forma para o bem-estar geral, as obrigações fiscais encontrarão no homem a resistência mais poderosa".<sup>633</sup>

Pelo trecho acima destacado, percebeu-se que é natural ao indivíduo procurar caminhos que fujam das restrições aos seus bens, ou seja, que fujam da tributação. Por isso, o estudo do Direito em conjunto com o da Psicologia

---

princípios da Justiça, ou seja, um ideal a ser buscado, uma conceituação repudiada pelos positivistas, mas que não pode ser desprezado pelo direito, pois fixa uma ideia razoável daquilo que seria.

Ante a dificuldade de determinar a noção de bem comum, necessário se faz analisar se aqueles fins desejados pelas normas extrafiscais serão efetivamente alcançados.

<sup>633</sup> Tradução livre do seguinte trecho: "Las investigaciones en el terreno psicológico han demostrado que el deber fiscal aparece de hecho apartado de la moralidad del individuo. La apelación del Estado por un deber fiscal más consciente se dirige tan solo a la razón pura del individuo y una 'buena voluntad' latente en esa razón. En cambio, la oposición al impuesto arraiga en la esfera más vital del ser humano, en sus instintos y tendencias naturales, que neutralizan así e incluso vencen a ese deber racional, mucho menos poderoso (K.G. HOLTGREWE: *Der Steuerwiderstand. Das Verhalten des Steuerpflichtigen im Lichte der modernen Psychologie, "Finanzwissenschaftliche Forschungsarbeiten", vol. V, Berlin, 1954*) El que impuesto aparezca como algo que se exige coactivamente sin especial contraprestación, despierta en el individuo uno de sus más potentes instintos: su instinto de dominación, que defiende la posesión de sus propios bienes. A menos que un temor ancestral de raíz religiosa no le inspire la necesidad de contribuir de algún modo al bienestar general, los deberes fiscales encontrarán en el hombre las más poderosas resistencias." (Günter SCHMÖLDERS. *Lo irracional en la Hacienda Pública (problemas de psicología Financiera) (Das irrationale in der öffentlichen finanzwirtschaft. Rowhlt Verlag GMBH, 1958)*. in Günter SCHMÖLDERS; Jean DUBERGE. *Problemas de Psicología Financiera*. Traducción y Estudio Preliminar de José María Martín Oviedo. Madrid: Editorial de derecho Financiero, 1965, p. 113)

humana conferiu uma grande ênfase e uma nova roupagem ao tributo, uma vez que é detentor de um papel poderoso: guiar comportamentos.

Então, a extrafiscalidade, quando representada através de normas tributárias indutoras ou dirigistas, vem sendo tratada como medidas de fomento econômico,<sup>634</sup> pois desempenha uma política fiscal, de fomento ou de desestímulo, orientando e limitando indiretamente a ação econômica privada, incentivando-a ou desincentivando-a a tomar atitudes que visam cumprir aos objetivos de interesse da coletividade.<sup>635</sup>

Então, podemos expressar que “a forma como a captação (de riquezas geradas pelos indivíduos, de modo a financiar as despesas do Estado) é feita nem sempre está submetida a soluções unânimes. Fruto da complexidade dos dias atuais, e da extrema desigualdade social verificada até mesmo nas sociedades de maior pujança econômica, a atividade de tributar passou a ser ponto nodal para o atingimento do bem estar social”,<sup>636</sup> constatamos que a tributação moderna é uma maneira necessária e importantíssima de intervir no domínio econômico induzindo as atitudes dos contribuintes, devendo ser direcionada tal indução, como já trazido anteriormente, para o desenvolvimento

---

<sup>634</sup> Assim, para o objetivo desse trabalho, como espécie da extrafiscalidade, realçamos a função indutora das normas tributárias. Sobre as funções das normas tributárias conferir a doutrina de Klaus VOGEL. “Die Abschichtung Von Rechtsfolgen im Steuerrecht”. *Steuer und Wirtschaft*, nº 2, 1977, p. 106-107 e de KLAUS TIPKE; Joachim LANG. *Direito Tributário (Steuerrecht)*. Volume I. Trad. Luiz Dória Furquim. Porto Alegre: Sergio Antônio Fabris Editor, 2008, p. 1750-178. A primeira doutrina divide as funções das normas tributárias em função arrecadadora, função indutora e função distributiva, ao passo que a segunda doutrina divide, pela sua finalidade, em normas de função fiscal; de função social (reguladoras, intervencionistas, dirigistas, instrumentalistas, de redistribuição) e de função simplificadora.

<sup>635</sup> Tradução livre do seguinte trecho: La actuación fiscal y/o financiera, de fomento o disuasión, está integrada por aquellas medidas de ingresos y/o de gastos públicos que orientan e incentivan (o disuaden) la acción económica privada, encaminando la acción de los agentes hacia la producción de determinados bienes y servicios, necesarios para la colectividad. [...] La política fiscal, de ingresos y gastos públicos, es la clave de la actuación en estos campos, que siguen entregados a la iniciativa y a la gestión en regimen de mercado. (Gaspar Ariño ORTIZ. *Principios de derecho público económico*, pp. 294-295, citado por André ELALI. *Incentivos Fiscais Internacionais: concorrência fiscal, mobilidade financeira e crise do Estado*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 107-108).

<sup>636</sup> Marcos André Vinhas CATÃO. *Regime jurídico dos incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, p. 2.

econômico e para a redução das desigualdades sociais, dois dos principais objetivos trazidos nas atuais cartas constitucionais.<sup>637</sup>

Tal ideia de tributação com o objetivo para guiar o comportamento dos administrados não é nova. A doutrina, apesar de expressar a dificuldade em precisar desde quando são utilizadas as normas tributárias como mecanismo de indução de conduta, traz exemplos de utilização das referidas já no império Romano, quando, em 184 a.c., CATÃO, O VELHO (Marcus Porcius Cato), instituiu o impostos sobre o luxo, que buscava defender a tradição romana, dificultando a decoração das residências com obras de artes gregas, na luta contra o processo de helenização.<sup>638</sup> Cita-se também a *lex Papia Poppaea*, que impôs uma exação adicional para solteiros e trouxe isenções para as famílias com três ou mais filhos, o que demonstrava o objetivo de induzir os casamentos e o aumento demográfico no período.<sup>639</sup>

E, durante os tempos, a tributação indutora foi sendo utilizada pelos diferentes Estados com os mais diferentes objetivos. Entretanto, a sua sistematização veio ocorrer apenas a partir de meados do século XX e um dos grandes auxiliares para tal acontecimento foi o clássico economista alemão GÜNTER SCHMÖLDERS, que expôs em sua obra *Teoria Geral do Imposto (Allgemeine Steuerlehre)* uma parte de suas teorias sobre o comportamento economicamente relevantes, baseados em conhecimentos da psicologia, psicologia social e sociologia voltados às questões financeiras, ajudando a

---

<sup>637</sup> Nesse sentido: Werther Botelho SPAGNOL. *As Contribuições sociais no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 17. Acrescente-se ainda que Adilson Rodrigues Pires expõe no sentido de a função extrafiscal ter se tornado importante instrumento de integração social e de distribuição de riquezas. (Adilson Rodrigues PIRES. "Ligeiras Reflexões sobre a questão dos incentivos fiscais no Brasil". In Ives Gandra da Silva MARTINS; André ELALI; Marcelo Magalhães PEIXOTO (Coordenadores). *Incentivos Fiscais: questões pontuais nas esferas federal, estadual e municipal*. – São Paulo: MP Ed., 2007, p. 18) E ainda: Alvaro BEREIJO. "Derecho financiero, gasto público y tutela de los intereses comunitarios en La Constitución". In: *Estudios sobre El proyecto de Constitución*. Madrid: CEC, 1978, p. 350-1.

<sup>638</sup> Também nesse sentido: Gerardo VIDAL. *Catón el viejo y la primera asimilación romana de la cultura griega Limes*, ISSN 0716-5919, Nº. 14-15, 2002-2003, pp. 115-126.

<sup>639</sup> Luís Eduardo SCHOUERI. *Normas Tributárias Indutoras e Intervenção Econômica*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005, p. 65 e 109. Luís Eduardo Shoueri, citando Dieter BIRK, expõe que, no ano de 1884, em Potsdam, instituiu-se imposto sobre a posse de rouxinóis, com o objetivo de promover uma proteção destes pássaros nos jardins reais. Já naquela época os efeitos foram visíveis e em 1897 já não existia registro da posse de um rouxinol. (Luís Eduardo SCHOUERI. *Normas Tributárias Indutoras e Intervenção Econômica*, 111).

determinar novos meios de influenciar comportamento, atitudes, emoções e motivações dos contribuintes do imposto. Vejamos nas suas palavras:

"os pressupostos psíquicos extremamente instável da "moral fiscal" também correm perigo quando a política fiscal esteja seduzida por objetivos estranhos à fiscalidade, como orientação arbitrária e à mercê dos acontecimentos do poder de compra. Se o imposto é para servir não só para atender às necessidades financeiras, na medida autorizada pela representação nacional, mas também as posições de reduzir" a renda econômica dirigista, para, por exemplo, reduzir a circulação monetária ou de restringir o fumo, a resistência acessório causada vai impor limites à aplicação de instrumentos fiscais na política econômica".<sup>640</sup>

Complementando as suas ideias, em 1960, GÜNTER SCHMÖLDERS publicou a obra "O irracional nas finanças públicas: os problemas financeiros na psicologia" (*Das Irrationale in der öffentlichen Finanzwirtschaft. Probleme der Finanzpsychologie*), na qual traz uma das primeiras evidências empíricas sobre cumprimento das obrigações fiscais e resistência ao imposto na Alemanha, estabelecidas através de pesquisas sociais e econômicas como em uma ciência empírica.<sup>641</sup>

Contata-se que a função indutora (ou dirigista) do tributo, por influir também no preço ou, como se busca no presente trabalho, na lucratividade, tem a possibilidade de reduzir o interesse daquele que arcará com a tributação, tornando a atitude menos atrativa, guiando o indivíduo a seguir caminhos diferentes.<sup>642</sup>

---

<sup>640</sup> Trata-se de tradução livre do seguinte trecho: *los extraordinariamente inestables supuestos síquicos de la llamada "moral fiscal" corren asimismo peligro cuando la política fiscal se sea seducir por objetivos extraños a la fiscalidad, como la orientación arbitraria y a merced de los acontecimientos de la capacidad de compra. Si la imposición ha de servir no sólo para hacer frente a las necesidades financeiras con la amplitud autorizada por la representación nacional, sino también para 'chupar' posiciones de renta económica dirigista, con el fin, por ejemplo, de reducir la circulación monetaria o de frenar el consumo, la resistencia accesoria provocada llegará a imponer límites a la aplicación de los instrumentos tributarios a la política económica.* (Günter SCHMÖLDERS. *Teoria General del Impuesto (Allgemeine Steuerlehre*, Belin: 1951). Traducción de Luis A. Martin Merino, O. S. A. Editorial de Derecho Financeiro. Madrid: 1962, p.70).

<sup>641</sup> Tradução livre e adaptação do seguinte trecho: "Das Irrationale in der öffentlichen Finanzwirtschaft erste empirische Befunde über Steuermoral und Steuerwiderstand in Deutschland" (Günter SCHMÖLDERS. *Das Irrationale in der öffentlichen Finanzwirtschaft. Probleme der Finanzpsychologie*. Hamburg: 1960, prefácio).

<sup>642</sup> Tal entendimento já está disseminado na doutrina especializada sobre o tema, inclusive, "falar em extrafiscalidade é sinônimo de mudança do status quo do sistema econômico e, por via de consequência, do mercado, por pressupor atração de capital e de investimentos, porquanto as decisões privadas levam em conta o aspecto tributário ou



## 2. ATUAIS TENTATIVAS DE CONCRETIZAÇÕES DO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR

*Não me pergunte o que a América pode fazer por Wall Street, mas o que Wall Street pode fazer pela América.*<sup>643</sup>

Foi precisamente com tais palavras que o Senador do Iowa, nos Estados Unidos, Tom HARKIN, concluiu a sua afirmação de que seriam necessárias novas fontes de recursos, sendo a tributação sobre as transações financeiras a forma menos dolorida de atingir tal objetivo, além de – lembra o Senador – reduzir a especulação do mercado de risco.<sup>644</sup>

Comumente, temos observado que, em momentos de crise, são noticiadas manifestações para se estabelecer uma taxaço sobre as transações do sistema financeiro,<sup>645</sup> a fim de se reduzir as atividades especulativas ou mesmo buscar ressarcir os gastos estatais realizados para restabelecer a ordem econômica; contudo, como já demonstrado anteriormente, as concretizações dessa taxaço quase nunca são concretizadas ou, quando são concretizadas, foram pouco eficientes.

### A) Taxa Zero, Bubble Act e Revenue Act de 1914: Período anterior à crise de 1929.

---

financeiro”. (André ELALI. *Incentivos Fiscais Internacionais: concorrência fiscal, mobilidade financeira e crise do Estado*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 142).

<sup>643</sup> Tradução livre do seguinte trecho : “Ask not what America can do for Wall Street, but what Wall Street can do for America” (referência abaixo).

<sup>644</sup> Ryan J. DONMOYER, *Wall Street Transaction Tax Proposed by Democrats (Update4)*, publicado em 03-12-2009. Disponível em : <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=anYIPWIEm6gE>>. Último acesso em 25.10.2016.

<sup>645</sup> Conforme exposto pelo próprio Senador Harkin e pelo Deputado DeFazio, a proposta de implantação da Taxa sobre transações financeiras é apoiada por mais de 200 economistas, a central sindical AFL-CIO e líderes empresariais como Warren Buffett e o fundador do Vanguard Group Inc. John C. Bogle, atual presidente da Bogle Financial Markets Research. (disponível em : <<http://taxjustice.blogspot.pt/2009/12/us-democrats-propose-financial.html>>. Último acesso em 25.10.2016).

Como visto há pouco, apesar de já ter ocorrido algumas utilizações práticas bem sucedidas, a função extrafiscal de condução de condutas apenas veio ser mais bem sistematizada doutrinariamente no decorrer do século XX.<sup>646</sup> Talvez por isso, a tributação não era observada pelos legisladores como medida ideal para reduzir as condutas abusivas dos especuladores.

Antes do século XX,<sup>647</sup> encontramos a utilização de norma tributária como expressa justificativa para reduzir a especulação odiosa apenas com a já

---

<sup>646</sup> Vejamos as medidas adotadas pelas legislações até a metade do século XX com a finalidade de evitar a ocorrência dos efeitos danosos da especulação odiosa:

- Durante o império Romano tentou-se fixar o limite dos preços para os produtos de consumo;

- Durante o Século XVIII, as legislações tentaram o seguinte para evitar a ocorrência da especulação odiosa ou seus efeitos:

- Limitar o número de negociadores licenciados;
- Limitação dos negociadores judeus;
- Proibir a realização operações no mercado acionário por conta própria ou de cobrança de comissões altas;
- Limitar a formação de novas empresas (foi eficaz, mas afetou as empresas legítimas);
- Fixar uma taxa para existência das empresas (foi eficaz, mas afetou as empresas legítimas);
- Proibir o comércio do mercado de opções e de futuros (foi ineficaz, uma vez que não era interessante para o governo).

- Durante o Século XIX, as legislações tentaram as seguintes medidas para impedir a especulação abusiva ou seus efeitos:

- Impor serviços sociais obrigatórios aos novos investimentos;
- Impor um depósito maior para novos projetos;
- Limitar a emissão de moeda.

- Durante a primeira metade do Século XX, as medidas adotadas pelas legislações foram as seguintes:

- Fixar altas taxas de desconto;
- Proibir os empréstimos;
- Impor a incomunicabilidade entre as atividades bancárias (acreditamos que esta última tenha sido a medida mais eficaz)

<sup>647</sup> Convém destacar que não se está considerando a ampliação do *Stamp Duty*, de 1694 às transações de ações, de 1808 (legislação copiada em diversos outros países), em função de se tratar de um tributo *ad valorem* sobre compras de ações ou de outros documentos (paga-se pelo carimbo oficial no documento necessário para realizar a transferência), sequer representando uma mínima relação com a capacidade econômica do contribuinte ou com a busca para cumprir objetivos sociais extrafiscais, tais como reduzir as transações financeiras. Tal imposto ainda é existente e, desde 2011, tornou-se o imposto mais antigo da Grã-Bretanha.

analisada *Bubble Act*, de 1720 (reforçadas em anos posteriores, como em 1749), que obrigou o pagamento de uma taxa para existência de empresas (e ainda limitou a formação de novas empresas).

A citada legislação até conseguiu ser parcialmente eficaz na redução da grande quantidade de golpes especulativos que estava ocorrendo no período, mas também afetou a constituição de empresas legítimas.<sup>648</sup>

Com a posterior consagração das ideias de ADAM SMITH,<sup>649</sup> ante a ineficácia das legislações do período pelas manobras dos particulares para

Nesse sentido: Heribert DIETER. “Reshaping globalisation: a new order for international financial markets”. *Institute for Global Dialogue*. 2003, p. 7. ISBN 978-1-919697-64-2.

Um tributo similar foi utilizado nos Estados Unidos entre 1914 e 1966, para venda e transações de ações – *The Revenue Act of 1914 (Act of 22 October 1914* (ch. 331, 38 Stat. 745)). O valor da tributação era de 0,2% (dois décimos de por cento) do valor da transação, tendo sido duplicado em 1932. Não os consideraremos no presente trabalho pelos mesmos motivos acima apresentados. (Dados disponíveis em: The New York Times. “Transaction Tax Is Floated on Capitol Hill”. Dealbook. publicado em 16.10.2009. Último acesso em 14.07.2016).

<sup>648</sup> Remetemos o leitor à parte A-3 do presente trabalho.

<sup>649</sup> Adam SMITH, considerado por muitos como o pai fundador da economia moderna,<sup>649</sup> apesar de pregar uma harmonia entre as classes sociais e seus interesses, bem como destacar serviços necessários a serem realizados pelo Estado na busca do bem da coletividade (como se pode observar pelo capítulo I do Livro Quinto da sua obra *Riqueza das Nações*), teve seu nome mais vinculado à ideia de Estado-mínimo por conta de seus argumentos contra as interferências estatais na importação e exportação de produtos estrangeiros (Livro Quarto da obra *Riqueza das Nações*).

SMITH expôs, basicamente, que o comerciante, quando realiza sua atividade, não busca promover o interesse público; na verdade, ele nem sequer sabe até que ponto o está promovendo, mas

“tem em vista apenas sua própria segurança; e orientando sua atividade de tal maneira que sua produção possa ser de maior valor, visa apenas a seu próprio ganho e, neste, como em muitos outros casos, é levado como que por mão invisível a promover um objetivo que não fazia parte de suas intenções”. (Adam SMITH. *A Riqueza das Nações: Investigação sobre sua Natureza e suas Causas*, vol. I, trad. Luiz João Baraúna, São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, 438. Coleção “Os Economistas”).

E o doutrinador escocês complementou sua ideia da seguinte forma:

É evidente que cada indivíduo, na situação local em que se encontra, tem muito melhores condições do que qualquer estadista ou legislador de julgar por si mesmo qual o tipo de atividade nacional no qual pode empregar seu capital, e cujo produto tenha probabilidade de alcançar o valor máximo. O estadista que tentasse orientar pessoas particulares sobre como devem empregar seu capital não somente se sobrecarregaria com uma preocupação altamente desnecessária, mas também assumiria uma autoridade que seguramente não pode ser confiada nem a uma pessoa individual nem mesmo a alguma assembleia ou conselho, e que em lugar algum seria tão perigosa como nas mãos de uma pessoa com insensatez e presunção suficientes para imaginar-se capaz de exercer tal autoridade. (Adam SMITH. *A Riqueza das Nações*, 438.)

fugir às suas limitações e a falta de interesse do próprio Estado na sua efetividade, ante a fase de euforia especulativa com a forte crença das riquezas advindas das dívidas e minas de ouro dos recém-libertos estados sul-americanos, resolveu-se deixar de lado o repúdio à especulação por respeito aos princípios liberais e revogou-se a *Bubble Act* em 1825<sup>650</sup>, consagrando de vez que o posicionamento de que o Estado não deveria interferir na atividade econômica.

Consolidando o posicionamento liberal do período, JOHN STUART MILL expôs que as objeções à interferência governamental, quando ela não envolvesse desrespeito à liberdade, poderiam ser de três gêneros. Quanto ao primeiro gênero, assim como SMITH, MILL afirmou que,

“em geral, ninguém está mais em condições de conduzir um negócio, ou de determinar como e por quem deva ser conduzido, do que os pessoalmente interessados nele”. (...) “Esse princípio condena as interferências, outrora tão comuns, da Legislatura, ou dos funcionários governamentais, nos processos ordinários da indústria”.<sup>651</sup>

A segunda objeção é no sentido de que, mesmo quando o governo possua melhor conhecimento da questão, “é desejável que seja feita por eles

Nesse mesmo sentido, podemos citar a obra de David RICARDO. *Princípios da Economia Política e Tributação*. Tradução de Paulo Henrique Ribeiro Sandroni. São Paulo: Editora Nova Cultura, 1996, Coleção “Os Economistas”. Capítulos II e III.

Com base em tais palavras, doutrinadores seguintes desenvolveram o ideal de liberdade como sendo aquele em que não pode haver qualquer interferência governamental, minando de toda forma o sistema econômico que sustentava o antigo regime.

<sup>650</sup> Assim como o *Bubble Act* não era respeitado, o *Sir John Bernard's Act* foi contornado de várias maneiras que também o deixou sem aplicação prática (“marcava-se uma data distante para a liquidação de contas como alternativa para as transações futuras ilegais. A liquidação trimestral tornou-se regular na década de 1730, sendo substituída por períodos de seis semanas na década de 1780. Os operadores altistas podiam vender nos dias de liquidação (quando deviam pagar por suas ações) e recomprar quase simultaneamente para o novo período contábil – um processo conhecido como *backwardation* (deporte). Também comumente eram concedidos empréstimos a especuladores em obrigações do governo. Com frequência simplesmente se desconsiderava a lei. Na bolsa de Valores, as transações com opções prosseguiram inquebrantáveis. Embora os contratos de opções não possuíssem validade legal, a promessa do corretor – ‘minha palavra é minha garantia’ – era considerada suficiente. Em 1821, um corretor lamentou que as negociações de opções eram ‘agora tão frequentes que constituem a maior parte dos negócios feitos na Bolsa’, mas um comitê da bolsa de Valores desistiu de proibir a atividade depois que vários corretores ameaçaram estabelecer uma bolsa rival” (Edward CHANCELLOR. *Salve-se quem puder. Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001, pp. 121-122).

<sup>651</sup> John Stuart MILL. *Sobre a liberdade*. Tradução de Alberto da Rocha Barros. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1942, 190-191.

[os particulares], antes que pelo governo, como um meio para a sua educação mental”. Como bem afirmou MILL, essas questões não remontam à liberdade, mas são questões de desenvolvimento.<sup>652</sup>

A terceira objeção e, segundo o mesmo, a mais eficaz razão para limitar a interferência governamental “é o grande perigo de lhe aumentar desnecessariamente o poder”.<sup>653</sup>

É evidente que, diferentemente do atual contexto, a burguesia liberal tinha receio do Estado pelo seu histórico recente, devendo este se manter longe da economia, deixando o mercado se autorregular.<sup>654</sup> Isso impediu tomadas de atitudes mais efetivas para limitar a especulação odiosa no período.

Como vimos, o progresso imediato dessa autorregulação e a não concretização da redistribuição dos lucros burgueses para a melhoria de condições de vida da classe trabalhadora, como pensara SMITH; mas, prevalecendo a ideia de MALTHUS e de DAVID RICARDO, permanecendo os salários literalmente mínimos, apenas para garantir a subsistência dos trabalhadores, somados à máxima e contínua exploração dos trabalhadores pelo sistema burguês fez eclodir várias revoluções de cunho socialista em todo o mundo. Ou seja, a sociedade começou a perceber, diga-se, de maneira dolorosa, que o que estava a existir era a liberdade de poucos paga pelo sofrimento de muitos.<sup>655</sup>

Em que pese, do outro lado do oceano, a Primeira Guerra Mundial do século XX ter dado um impulso ao famoso estilo de vida americano (*American way of life*),<sup>656</sup> com o surgimento da necessidade de fontes de financiamento

---

<sup>652</sup> Jonh Stuart MILL. *Sôbre a liberdade*, 192.

<sup>653</sup> Jonh Stuart MILL. *Sôbre a liberdade*, 193.

<sup>654</sup> No período, o vilão – Estado absolutista – estava recém abatido. Todo o antigo regime de desigualdade e privilégios era, na mente burguesa, decorrente do antigo regime que misturava o Imperador absolutista à ideia de Estado. Então, por isso, o Estado deveria sucumbir e deixar a sociedade livre para realizar suas escolhas.

<sup>655</sup> Muitos políticos (o primeiro exemplo confesso foi o de Otto Von Bismark) se apropriaram de algumas ideias socialistas para chegarem ou se manterem no Poder e, dessa forma, o capitalismo se apropriou para se manter existindo.

<sup>656</sup> A expansão da produção agroindustrial norte-americana, gerando alta na demanda, alta na produção, além de muitos empregos, incentivo ao consumo através da expansão do crédito e de parcelamento das mercadorias. Acreditavam devotadamente os norte-americanos

do Estado norte americano para a 1ª Grande Guerra, foram realizadas várias leis de financiamento do Estado, eram os chamados *War Revenue Acts*.

Em especial destaque, temos a lei de 22 de outubro de 1914<sup>657</sup>, também conhecida como *lei de receita de emergência*; pois, entre as várias onerações tomadas, acabou impondo uma taxa a uma alíquota de 0,2%, sobre todas as transações de ações, exaçoão essa que persistiu até 1966 (a partir de 1932, tal alíquota foi mais que dobrada).

Contudo, o crescimento do pós-guerra, o entusiasmo, a confiança e, posteriormente, a cegueira especulativa norte americana foram tamanhos, que tal alíquota sequer foi sentida até a grande crise de 1929.

Em meio ao entusiasmo norte-americano, foram cessando os efeitos da Primeira Guerra. Quando a produção europeia paulatinamente foi retomando os antigos patamares, foi-se gerando uma sobrecarga de produção e

---

na Lei de Say, que, consoante KEYNES, supunha “implicitamente que o sistema econômico está sempre operando com sua capacidade máxima, de forma que uma atividade nova apareceria sempre em substituição e não em suplementação a alguma outra atividade” (John Maynard KEYNES. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Tradução de Mário R. da Cruz. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, Coleção “Os Economistas”, p. 40). Assim, crises de superprodução não eram sequer levadas em consideração, o que gerou uma deslocação inicial e o preço das ações passaram a subir rapidamente.

<sup>657</sup> Lei de 22 de outubro de 1914 (ch. 331, 38 Stat. 745). Sobre tal lei: “A Lei de 22 de outubro, intitulada ‘uma lei para aumentar a receita interna e para outros fins’, foi popularmente conhecida como *lei de receita de emergência* e foi assim denominada em vários documentos oficiais. Os transtornos financeiros que se seguiram ao início da guerra afetaram tão seriamente as receitas correntes que uma adição era imperativamente necessária. Isto foi fornecido por quatro séries de impostos: primeiro, o aumento do imposto sobre a cerveja de US \$ 1 a US \$ 1,50 o galão, juntamente com impostos ligeiramente mais altos em certos vinhos; segundo, os chamados impostos especiais sobre negociantes e fabricantes de tabaco, sobre banqueiros, corretores, comerciantes de comissões e proprietários de diversões públicas; terceiro, cronograma A, compreende uma variedade de impostos de selo sobre transações, bem como um imposto sobre mensagens de telégrafo e telefone, taxas expressas e de frete e tarifas de Pullman; e, finalmente, o cronograma B, consistindo em impostos de selo sobre artigos de higiene pessoal e gomas de mascar”. Tradução livre do seguinte trecho: The Act of October 22, entitled "An act to increase the internal revenue and for other purposes", was popularly known as the emergency-revenue law and was so termed in various official documents. The financial disorders which followed the outbreak of the war so seriously affected current revenues that an addition was imperatively needed. This was provided by four series of taxes: first, the increase of the tax on beer from \$1 to \$1.50 a gallon, together with slightly higher taxes on certain wines; second, the so-called special taxes on tobacco dealers and manufacturers, on bankers, brokers, commission merchants, and proprietors of public amusements; third, schedule A, comprising a variety of stamp taxes on transactions, as well as a tax on telegraph and telephone messages, express and freight rates, and Pullman fares; and finally, schedule B, consisting of stamp taxes on toilet articles and chewing gum. (Edwin R. A. SELIGMAN. “The War Revenue Act”. *Political Science Quarterly*. Vol. 33, No. 1. Publicado por: The Academy of Political Science, Mar., 1918: 1-37, p. 2).

consequente baixa nos preços dos produtos, redução nos lucros e aumento de desemprego dos trabalhadores.<sup>658</sup>

Mesmo assim, o setor financeiro e seu “mundo de diversão” estavam cheios de confiança; tais modificações no contexto econômico passavam-se despercebidas devido à “cegueira” da ganância. A consequência maior dessa euforia especulativa foi a conhecida crise financeira iniciada em 1929.<sup>659</sup>

## B) Taxa Keynes

Como anteriormente analisado, KEYNES não poupou os especuladores de *Wall Street*, afirmando que em decorrência dessa ganância especulativa, havia o desenvolvimento do capital dos Estados Unidos se convertido num subproduto das atividades de um cassino.<sup>660</sup>

Os efeitos dessa crise, como sabemos, foram catastróficos. A recessão que estava em curso foi aguçada, reduzindo a quantidade de crédito disponível, reduziu-se o consumo e levou à falência comércios e indústrias. O desemprego assolou os Estados Unidos. Os cidadãos comuns que haviam sido induzidos a investir suas economias no “cassino” da bolsa de Nova Iorque acabaram perdendo tudo. O suicídio já se tornava uma válvula de escape

---

<sup>658</sup> Sobre o período, já em 1921, Trotsky advertia o seguinte :

*“Quais são as perspectivas econômicas imediatas? É evidente que América se verá obrigada a diminuir sua produção, não tendo a possibilidade de reconquistar o mercado europeu de antes da guerra. Por outro lado, a Europa não poderá reconstruir suas regiões mais devastadas nem os ramos mais importantes de sua indústria. Por essa razão, assistiremos no futuro a uma volta penosa ao estado econômico de antes da guerra e a uma dilatada crise: ao mercado estancamento em alguns países e em ramos das indústrias particulares; em outros, a um desenvolvimento muito lento. As flutuações cíclicas seguirão tendo lugar, mas em geral, a curva do desenvolvimento capitalista não se inclinará para cima senão para abaixo”* (Relatório aos membros do Partido Comunista Russo, utilizado por Trotsky para o III Congresso da Internacional Comunista; 23 de junho de 1921).

<sup>659</sup> Já naquela época se dizia que, “quando Wall Street está em período ativo, pelo menos metade das compras e vendas de títulos de investimento se realiza com a intenção, por parte do especulador, de se desfazer desses títulos no mesmo dia. Isto se aplica também, com freqüência, às bolsas de mercadorias”. (Nota de rodapé n.º 104 do livro *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Tradução de Mário R. da Cruz. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, 168.)

<sup>660</sup> John Maynard KEYNES, *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, 168.

aceitável para muitos desses acionistas, como o daquele relatado por Winston Churchill, futuro primeiro-ministro britânico, que se encontrava em Nova York nos dias negros, e disse ao *Daily Telegraph*, em dezembro de 1929, que viu um homem se jogar do 15.º andar.

E – diferentemente do que muitos afirmam – a economia era bastante interligada por transações financeiras internacionais, a nossa atualíssima globalização apenas possuía outro nome, era o conhecido Imperialismo – em 1913, apenas 1/3 do investimento inglês era direcionado à própria Inglaterra, o restante dos investimentos estava espalhado pelo mundo em busca de lucro, em sua maior parte nos Estados Unidos; o mesmo acontecia com os outros países imperialistas –, o que fez incidir os efeitos da crise norte-americana em vários outros países, ocasionando uma disputa muito grande entre os citados países na tentativa de vencer a crise.

Não obstante uma demora inicial do investimento estatal norte-americano,<sup>661</sup> a forma de conduzir as crises provocadas pelas instituições financeiras passou a ser a mesma que as utilizadas pelos países em guerra, ou seja, a proteção do Estado às instituições financeiras com injeção de dinheiro. Em outros termos, a política para sanear as crises passou a ser a injeção de liquidez, reduzindo a taxa de juro central e adotando *planos de salvamento* com a utilização de dinheiro público para recuperar o “parque de diversão” dos especuladores.

Portanto, o que se percebe é que, já nesse período, ainda que tardiamente e sem a eficácia completa, vemos que o contribuinte é quem acaba pagando pela desestabilização de toda a economia proporcionada pelo sistema financeiro, ocorrendo a transformação de uma crise privada em uma possível crise financeira do Estado.

---

<sup>661</sup> É forte o posicionamento doutrinário atual no sentido de que um dos fatores que mais deram causa e prolongaram a chamada Grande Depressão foi a inação do Sistema da Reserva Federal em injetar rapidamente liquidez no sistema financeiro, algo que apenas foi realizado em abril de 1932, devido ao resultado de uma grande pressão política. Nesse sentido: Milton FRIEDMAN; Anna Jacobson SCHWARTZ. *A monetary history of the United States: 1867-1960. A study by the National Bureau of Economic Research*. 1st. ed. Princeton: Princeton University Press, 1993, 325.



E isso, como era de imaginar, já durante a crise de 1929-1933, fez surgir questionamentos sobre uma tributação incidente nas transações financeiras especulativas. O fundamento principal para tal medida foi pelo fato de que, apesar da alta interligação das economias inglesas e americanas, as consequências da Grande Depressão na Inglaterra foram muito menores do que aquelas nos Estados Unidos.<sup>662-663</sup>

KEYNES, em continuidade à sua crítica à ganância especulativa, argumentou que “o fato de que os pecados da Bolsa de Valores de Londres tenham sido menores do que os de *Wall Street* talvez não se deva tanto a diferenças nos temperamentos nacionais como à circunstância de que, para o inglês mediano, *Throgmorton Street* é inacessível e muito dispendiosa comparada com *Wall Street*, para o mesmo tipo de norte-americano”. E complementou:

“A proporção dos jogadores, as altas comissões de corretagem e as pesadas taxas sobre transferências que se pagam ao Tesouro, gastos que acompanham todas as transações na Bolsa de Valores de Londres, reduzem a liquidez do mercado (embora a prática das liquidações quinzenais opere em sentido inverso) o suficiente para eliminar grande parte das operações características de *Wall Street*.”<sup>664</sup>

A tributação então existente – *Revenue Act* de 1914 – não era forte o suficiente para frear a especulação. Por isso, o influente economista de Cambridge propôs “a criação de um elevado imposto sobre as transferências para todas as transações” com o fim de “atenuar, nos Estados Unidos, o predomínio da especulação sobre o empreendimento”.<sup>665</sup>

---

<sup>662</sup> Enquanto a produção industrial norte-americana, em 1932, correspondia a apenas 58% (cinquenta e oito por cento) da produção verificada em 1913, a produção industrial inglesa correspondia a 90% (noventa por cento) daquela no mesmo período. Apesar de a conjectura alemã estar totalmente distinta por ter sido a grande derrotada na 1ª Grande Guerra do Século XX (teve que arcar com uma dívida externa impagável e, além disso, estar devastada por crise inflacionária que chegava até o percentual de trilhão de desvalorização da moeda) a sua produção serve de parâmetro e de forma equiparável à dos EUA, correspondia a 65% da produção verificada antes da guerra mundial. E frise-se que no período posterior à 1ª Guerra Mundial, a produção americana voou.

<sup>663</sup> Importa lembrar, como já mencionado, que, no período a partir da 1.ª Guerra Mundial, ocorreu uma grande expansão das indústrias norte-americanas, o que demonstra os gigantescos efeitos da crise.

<sup>664</sup> John Maynard KEYNES. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, 168.

<sup>665</sup> John Maynard KEYNES. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, 168-169.

O que ocorreu foi que a proposta de Keynes permaneceu apenas como uma sugestão literária, pois algumas medidas acabaram por acalmar tentativas de insurreição e tributação por vários anos.

De fato, uma primeira medida tomada foi a duplicação da tributação prevista pelo *Revenue Act* de 1914, mas com expressa finalidade arrecadatária (ou seja, sem expressos fins extrafiscais de impedir a especulação). Além disso, o enfraquecimento das pressões para uma tributação sobre as transações mais fortes decorreu da eleição de outra possível solução: a redução do tamanho do mercado e das suas possibilidades de investimento. Em 1933, em meio a várias outras medidas, foi instituído, nos Estados Unidos, o *Glass-Steagal Act (GSA)*, separando as atividades comerciais bancárias daquelas de investimento. Restava-se proibida a possibilidade de os bancos comerciais utilizarem os depósitos dos seus clientes para especular.<sup>666</sup> O Estado buscou alinhar métodos distintos para frear a especulação.

Com a especulação controlada, e com o reerguimento do capitalismo após a utilização do Relatório Beveridge de 1942 como guia-referência aos países,<sup>667</sup> bem como na adoção das decisões da Conferência Monetária e Financeira das Nações Unidas em Bretton Woods,<sup>668</sup> a ideia de tributação contra atos abusivos especulativos foi deixada de lado.

---

<sup>666</sup> Convém destacar que a essa separação inicial foi acrescido, em 1956, o Bank Holding Company Act, que também separou a atividade de seguros da atividade comercial bancária.

<sup>667</sup> O relatório de William Beveridge elegeu como maiores problemas da sociedade: a doença, a ignorância, a miséria, a imundície e a desocupação.

<sup>668</sup> Após deixar várias propostas de Keynes de lado, acabou-se colocando o dólar como a moeda de referência para a taxa de câmbio de todos os países, por sua vinculação ao padrão-ouro, e criando as entidades de supervisão: Fundo Monetário Internacional e Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (mais tarde chamado Banco Mundial).

Cabe a repetição da nota de rodapé anteriormente trazida:

“Keynes, que presidiu a mesa de negociações, já era então um dos mais influentes economistas do mundo. A sua proposta visava à criação do International Clearing Union (ICU), uma entidade composta pelos bancos centrais dos países representados que ficariam com o compromisso de registrar e compensar todos os pagamentos internacionais a partir do bancor, a unidade monetária a ser criada com esta finalidade. O bancor seria um tipo de moeda mundial, não controlado por nenhum país específico e que, esperava-se, geraria maior harmonia nas relações entre as nações. O ICU funcionaria como um banco central supranacional podendo conceder crédito aos países associados que estivessem em dificuldades no seu balanço de pagamentos. Além disso, pela proposta britânica, seria permitido aos países adotar restrições cambiais e comerciais sempre que necessário para

Mas, com o rompimento do acordo de Bretton Woods, o controle sobre a especulação abusiva também deixou de existir.

Na verdade, passou-se a incentivá-la.<sup>669</sup>

### C) Taxa Tobin

Em decorrência do fim do sistema de câmbio fixo e, ao mesmo tempo, com a introdução das primeiras transações em dinheiro eletrônico por ordenador, o que estava por gerar um exponencial aumento de transações (como, de fato, gerou), James Tobin, confesso discípulo de Keynes, em 1972, numa conferência na Universidade de Princeton, formulando um método para conter a especulação no mercado cambial, propôs “lançar grãos de areia na engrenagem das finanças internacionais”, através de um imposto de baixo percentual sobre as transações financeiras.<sup>670</sup>

Segundo suas palavras estes seriam os objetivos de tal tributação:

1. ‘O primeiro seria fazer com que os tipos de câmbio nas divisas [internacionais] refletissem mais os fundamentos econômicos a longo prazo do que as expectativas e os riscos a curto prazo’.
2. ‘O segundo seria preservar e promover a autonomia das políticas macroeconômicas e monetárias frente aos mercados’.

O primeiro objetivo trata de reduzir a especulação nos mercados de divisas e o segundo faz referência a que, quando ocorre uma crise, as autoridades possam aumentar as taxas sobre as transações financeiras

---

tornar compatível o pleno emprego com o equilíbrio nas contas externas. Keynes considerava vital o controle dos fluxos de capitais de curto prazo, o que estava de acordo com a intenção de manter a estabilidade cambial e de evitar movimentos especulativos via conta capital do balanço de pagamentos. As taxas de câmbio deveriam ser fixas, porém ajustáveis.” (Marcelo FERNANDES. “O fim do regime de Bretton Woods como reação do império norteamericano”. Disponível em: <<http://www.galizacig.com/avantar/opinion/12-2-2009/o-fim-do-regime-de-bretton-woods-como-reacao-do-imperio-norteamericano>>. Último acesso em 17.06.2016).

Em concreto, a única proposta de Keynes acatada na íntegra foi o controle de fluxo de capitais de curto prazo, que, para Keynes, foi um dos ocasionadores da 2ª Guerra Mundial.

<sup>669</sup> Marcelo FERNANDES. *O fim do regime de Bretton Woods como reação do império norteamericano*. Disponível em: <<http://www.galizacig.com/avantar/opinion/12-2-2009/o-fim-do-regime-de-bretton-woods-como-reacao-do-imperio-norteamericano>>. Último acesso em 17.06.2016.

<sup>670</sup> Entrevista ao jornal « Der Spiegel » em 02-09-2001, tradução em inglês disponível em <[http://www.econ.yale.edu/news/tobin/jt\\_01-09-02\\_ds\\_misusing-name.htm](http://www.econ.yale.edu/news/tobin/jt_01-09-02_ds_misusing-name.htm)>. Último acesso em 02-11-2016.

e, assim, evitar a saída de capitais, como aconteceu, por exemplo, na Argentina há alguns anos.<sup>671</sup>

Como o próprio James Tobin admitiu mais tarde, a sua ideia era muito difícil de concretizar, principalmente, por questões políticas.<sup>672</sup> Acrescentamos a tal dificuldade o fato de que, neste mesmo período, formava-se uma forte corrente patrocinada pela escola de Chicago, principalmente, através das manifestações de Milton FRIEDMAN.

Esta corrente ganhou grande apoio daqueles sonhadores do *retorno da liberdade*, o que fez com que as suas ideias se propagassem através dos meios de comunicações, em especial, do poderio televisivo, numa série chamada a “Liberdade para escolher” (*free to choose*), que mais tarde seria publicada em forma de livro por Friedman.<sup>673</sup>

Como já mencionado anteriormente, FRIEDMAN, utilizando de uma construção lógica cativante, passa ideias contrárias à tributação, trazendo argumentos no sentido que, com a retirada da taxa incidente sobre a vida do homem, conceder-se-ia a chance de o homem livre – ser racional – escolher o que fazer com aquele valor (da tributação). Algo que, no seu entender, seria muito melhor do que as deixa-lo (o valor arrecadado com a tributação) para que o Estado escolhesse seus fins e promovesse as suas ações governamentais, que originariam desigualdades em vez de igualdade.

---

<sup>671</sup> Tradução livre do seguinte trecho :

1. "El primero sería hacer que los tipos de cambio en la divisas reflejen más los fundamentos económicos a largo plazo que las expectativas y los riesgos a corto plazo". 2."El segundo sería preservar y promover la autonomía de las políticas macroeconómicas y monetarias frente a los mercados". El primer objetivo trata de reducir la especulación en los mercados de divisas y el segundo hace referencia a que, cuando hay una crisis, las autoridades puedan aumentar las tasas sobre las transacciones financieras y así evitar la huida de capital, como pasó por ejemplo en Argentina hace unos años.

(Notícia do periodico *Público.es*. *¿Qué es la Tasa Tobin y qué es ATTAC?* Disponível em : <<http://www.publico.es/dinero/270372/que-es-la-tasa-tobin-y-que-es-attac>>. Último acesso em 27-12-2016).

<sup>672</sup> “Tratava-se de um estudo teórico, completamente utópico, uma vez que para a taxa ser efetiva deveria ser implementada em todos os países do mundo”.

<sup>673</sup> Neste livro, FRIEDMAN consolida a sua visão do teórico livro “capitalismo e liberdade” (1962) e, de forma inteligente, citando o exemplo.

Tal doutrina de Friedman e o seu livro foram imensamente criticados.<sup>674</sup> Apesar das críticas, a devastação econômica latino-americana operacionalizada pela inflação e a impotência do lado socialista fizeram essa corrente domar as ações políticas das últimas décadas. Talvez o ponto maior da consagração de tal entendimento tenha sido o Consenso de Washington, através do qual foram formuladas dez regras básicas para implementação completa da doutrina liberal nos países subdesenvolvidos, dando vida novamente ao fluxo de capitais livres, contrariamente ao que fora estipulado em Bretton Woods.<sup>675</sup>

Um pouco antes, a economia capitalista especuladora tivera lembranças do que foi a Grande Depressão. O *The New York Times* questionava se 1987 seria igual a 1929. Mas como o próprio *The New York Times* trazia a informação de que Reserva Federal estava lá se precisasse como garantidor Universal dos banqueiros. E interessante é que essa mesma matéria ainda exaltou a regulação federal desempenhada após a crise de 1929, como um dos

---

<sup>674</sup> FRIEDMAN no prefácio da sua edição inglesa, cita algumas das críticas que recebera (Milton FRIEDMAN; Rose FRIEDMAN. *Liberdade para Escolher* [pref. e trad. Ana Maria Sampaio]. Mem Martins: Europa-América, 1980).

<sup>675</sup> João José NEGRÃO. *Para conhecer o Neoliberalismo*. São Paulo: Publisher Brasil, 1998, 41-42: “John Willianson, economista inglês e diretor do instituto promotor do encontro, foi quem alinhou os dez pontos tidos como consensuais entre os participantes. E quem cunhou a expressão *Consenso de Washington*, através da qual ficaram conhecidas as conclusões daquele encontro, ao final resumidas nas seguintes regras universais:

1. Disciplina fiscal, através da qual o Estado deve limitar seus gastos à arrecadação, eliminando o déficit público;
2. Focalização dos gastos públicos em educação, saúde e infra-estrutura
3. Reforma tributária que amplie a base sobre a qual incide a carga tributário, com maior peso nos impostos indiretos e menor progressividade nos impostos diretos
4. Liberalização financeira, com o fim de restrições que impeçam instituições financeiras internacionais de atuar em igualdade com as nacionais e o afastamento do Estado do setor;
5. Taxa de câmbio competitiva;
6. Liberalização do comércio exterior, com redução de alíquotas de importação e estímulos à exportação, visando a impulsionar a globalização da economia;
7. Eliminação de restrições ao capital externo, permitindo investimento direto estrangeiro;
8. Privatização, com a venda de empresas estatais;
9. Desregulação, com redução da legislação de controle do processo econômico e das relações trabalhistas;
10. Propriedade intelectual.”

fatores importantes para impedir uma crise da mesma magnitude, pois “em 1929, um investidor poderia comprar ações quase inteiramente com dinheiro emprestado, hoje, os investidores podem tomar emprestado mais do que a metade do preço de compra de uma ação”.<sup>676</sup>

Então, como visto, uma vez ampliado o mercado (prevalência política das ideias liberalizantes – fluxo de capitais livres), uma vez aumentada a incerteza (adoção do câmbio flutuante), tendo a garantia do Estado da impossibilidade de quebra (Risco Moral), criada uma uniformização do entendimento dos especuladores (efeito manada criado com as cotações de risco financiadas pelos grandes interessados nas agências reguladoras) o próximo passo foi apenas maximizar ainda mais os valores a serem investidos com a desregulação completa do setor financeiro, pondo fim aos elogios trazidos pelo *The New York Times* e esquecendo-se de que a desregulação foi escolhida a grande culpada da crise de 1929.

Nos países mais subordinados aos desejos do FMI (em especial, os países subdesenvolvidos), a desregulação aconteceu antes em decorrência do citado Consenso de Washington, que passou a ser chamado de “cartilha do FMI”, mas o principal mercado econômico apenas foi desregulado em 1999 através do *Gramm-Leach-Bliley Act*.

## D) Crises atuais

---

<sup>676</sup> Tradução livre do título e dos seguintes trechos:

“Today the Government is much more willing to intervene to keep the economy growing. “All governments, liberal and conservative, have assumed that responsibility, which wasn't the case in 1929,” said John Kenneth Galbraith, a retired professor of economics at Harvard University and author of “The Great Crash.” Huge Federal budget deficits make it difficult for Washington to increase Government spending, however, which has been one response to economic slowdowns. First Line of Defense. The Federal Reserve would be the first line of defense if the financial system began to falter. (...) In general, Federal regulation plays a far greater role in the financial markets. Banks, for example, were allowed to trade stocks for their customers in 1929; today they are not. In 1929, an investor could buy stock almost entirely with borrowed money; today, investors may borrow no more than half a stock's purchase price. Role as an Employer.” (Eric GELMAN. “Stocks plunge 508 points, a drop of 22.6%; 604 million volume nearly doubles record; Does 1987 Equal 1929?”, *The New York Times*. Publicado em 20-10-1987. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/1987/10/20/business/stocks-plunge-508-points-drop-22.6-604-million-volume-nearly-doubles-record-does.html>>. Último acesso em 02-11-2016).

O mundo informatizado, sem fronteiras nem barreiras (fluxo de capitais livres), com o Estado garantindo a despreocupação com a sempre existente incerteza do amanhã (Risco Moral), com possibilidade de ampliar ainda mais os valores em jogo através das crescentes e incontáveis miscigenações financeiras (desregulação do mercado),<sup>677</sup> os especuladores se multiplicaram e a ganância e a euforia especulativa se tornaram colossais. O enriquecimento não precisa demorar mais do que um dia. Bastam existir vários que acreditem nas mesmas ideias (papel do uniformizador de ideias) e deem verbas aos seus representantes, atores diretos na especulação.

Então, o lucro fácil do sistema financeiro passou a direcionar grande parte dos investimentos. É dinheiro para fazer dinheiro, sem nenhuma relação com a economia real, que ainda perdeu boa parte dos seus valores para os mais espertos especuladores. Por exemplo, em 2007, o volume das transações financeiras já ultrapassava 73,5 vezes o PIB nominal mundial, revelando a disparidade entre transações financeiras e economia real.<sup>678</sup>

Na verdade, apesar da prevalência do ideal de não intervenção estatal na atividade econômica neste período, os bancos centrais dos países nunca se viram tão atarefados. Com a flutuação de altas quantias em tão pouco espaço de tempo, faz-se com que sejam aumentadas drasticamente as taxas de juros para que as obrigações continuem atrativas aos investidores.<sup>679</sup>

O resultado dessas manobras é bem demonstrado pela crise asiática,<sup>680</sup> mexicana<sup>681</sup> e russa. Como produto das crises acima, em especial, da crise

---

<sup>677</sup> Exemplos de 'produtos': Subprime's, CDS, Banquesurance Overnight's, Swaps, Short Selling's, Hedge Funds, Buy In's, Off-Shores, Rating Agence, Bubbles e Super Bubbles.

<sup>678</sup> Exposição de motivos da PROPOSTA DE RESOLUÇÃO DO PARLAMENTO EUROPEU sobre financiamento inovador a nível mundial e europeu (2010/2105 (INI)), de 20.10.2010, 12.

<sup>679</sup> Em outros termos, podemos dizer que se tratava apenas da não intervenção social.

<sup>680</sup> Em consonância com aquilo já tratado no presente trabalho anteriormente, sobre a crise asiática: "É necessário ater-se ao que essa propagação da crise, a partir da Ásia, imprime aos caminhos dos países cujas relações de subordinação ao regime de acumulação mundializado são mais agudas e cujos fatores de vulnerabilidade financeira sistêmica são mais fortes. Lembremo-nos a que ponto os países da Ásia, hoje em crise, pareciam prósperos e longe de atingir as turbulências financeiras mundiais. O calcanhar de Aquiles desses países era sua ancoragem ao dólar, condição complementar à liberalização financeira para que eles ofereçam todas as garantias necessárias aos investidores financeiros (os grandes fundos de aplicação anglo-saxônicos) e que eles sejam admitidos na mundialização à maneira neoliberal. Florescentes, de acordo com a taxa de câmbio do dólar de 1995, sua situação se deteriorou na

mexicana, Paul Bernd Spahn acrescentou à ideia de Tobin um imposto bem mais expressivo especificamente sobre as atividades especulativas, com a finalidade de desincentivá-las de forma quase impositiva.

Em verdade, é que as ideias de tributação sempre surgem após as crises ou através de políticos se utilizando da mesma estratégia de Otto von Bismark, tentando ganhar eleitorado, mas o fato é que até à crise de 2007, o andamento de tais propostas a um nível mundial era diminuto – exceções feitas a alguns tributos já existentes ou que existiram durante um período, como no caso da Suécia, do Brasil, dentre outros – e desordenado, possibilitando largamente a utilização de tais tributos para fins meramente especulativos e totalmente dissociados de qualquer *função social* da propriedade, do mercado, etc.

Desse modo, com o contexto liberal devidamente remontado, somado ao auxílio e às facilidades do mundo informatizado e a inovações financeiras como

---

medida em que essa moeda se revalorizou, antes de se tornar insuportável, em razão do nível atingido pelo dólar em 1997. Os crashes nacionais desenrolaram-se, então, seguindo um cenário bem similar. Uma desvalorização da moeda local, inevitável em razão do déficit comercial cada vez mais elevado, mas cuja gravidade se restringia às consequências de seus desligamentos da ‘ancoragem’ ao dólar, foi o ponto de partida. O rompimento da ‘ancoragem’ provocou, em seguida, como elemento de um só e mesmo processo, a queda livre da taxa de câmbio, a fuga de capitais a curto prazo, o desmoronamento do mercado financeiro (tanto o das obrigações, como o dos títulos da bolsa). Resultou, ao mesmo tempo, numa degradação brutal dos ativos bancários e numa alta astronômica do custo de todos os empréstimos exteriores firmados em dólar, emitidos pelos bancos e empresas locais, de tal forma que desembocou, praticamente de um dia para o outro, na insolvência do sistema bancário local, com a tarifação imediata do crédito às empresas e o início de falências bancárias em série.” (François CHESNAIS. *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998, p. 9).

<sup>681</sup> Sobre a crise mexicana: “os bancos tinham de cumprir os compromissos em dólar, cujo valor aumentou brutalmente. Ao mesmo tempo, tiveram que arcar com vultosos saques pelas companhias, que também precisavam de toda sua liquidez e de particulares das classes abastadas, que também participaram da especulação contra o peso, atuando ‘racionalmente’ para salvaguardar suas fortunas. A seguir, a fortíssima elevação das taxas de juros, que se tornara necessária para sustentar o peso, tornou muito onerosas, para não dizer proibitivas, as condições de refinanciamento das posições dos bancos. Por sua vez, os bancos agiram da mesma forma em relação a todos os seus clientes devedores. Aumentaram o preço de seus créditos, em proporções que arrebataram ou destruíram a solvência dos tomadores de empréstimos, levando muitas companhias à falência, mas ao mesmo tempo aumentando o montante de créditos duvidosos em poder dos banqueiros. Paralelamente, a queda brutal no valor dos ativos em suas carteiras de títulos, em particular a dos empréstimos feitos pelo Estado, reduziu a capitalização dos bancos abaixo do piso mínimo de 8%, impostos pela regulamentação internacional, levando ‘naturalmente’ as agências de avaliação a diminuir a classificação dos bancos mexicanos, o que tornou ainda mais difícil seu acesso ao mercado de capitais e, conseqüentemente, aumentou ainda mais seus riscos de insolvência.” (François CHESNAIS. *A mundialização do capital*. Tradução Silvana Finzi Foá – São Paulo: Xamã, 1996, p. 311-12).



a securitização dos créditos e os SIVs (*Special Investment Vehicles*), não demorou muitos anos para sentirmos de perto novamente os efeitos desastrosos similares ao da especulação da Grande Depressão.

Com a securitização, que segmenta as hipotecas e, então, aglomera créditos “bons” e “ruins” em uma proporção matemática tal que mesmo o incumprimento de alguns deixa um grau de “segurança” ainda suficientemente bom para receber o triplo “A” das principais agências de cotação de risco, restou desvinculado totalmente aquele que paga os juros hipotecários daqueles que recebem os valores e daqueles que vendem os “produtos”, ou seja, ninguém tinha conhecimento que a ganância do setor tinha sido tamanha que havia lastreado os CDO’s (*Collateral Debt Obligations*) com créditos *subprimes*, que possuíam como principais clientes os conhecidos devedores NINJA (*No Income, No Job, No Asset*; ou seja, – em tradução livre – sem renda, sem emprego e sem patrimônio).

Luiz Gonzaga BELLUZZO resume as consequências de tais práticas:

Os *seniores* estavam garantidos por seguradoras (*monolines*) ou por derivativos (*debt default swaps*). Tais providências supostamente blindavam o investidor final contra a eventualidade do *default*. Mas, na verdade, quando a inadimplência se tornou generalizada e os preços dos imóveis despencaram, o lixo tóxico envenenou toda a cadeia, desde os que originaram os créditos até os subscritores de garantias. O colapso de preços dos imóveis e a difícil precificação dos ativos lastreados em créditos *subprime* espremeram as margens e tornaram ilíquidos os mercados de *commercial papers*, obrigando os bancos a comparecer com a grana ou receber de volta em seus balanços a gororoba securitizada. A crise financeira atual está inscrita, desde o início, na estrutura da finança baseada nos métodos de “originar, distribuir, alavancar e proteger”.<sup>682</sup>

Em verdade, tais equívocos que por si só já ocasionariam vários danos ao mercado conseguiram gerar consequências sobre a totalidade do mundo financeiro em decorrência do efeito exponencial dado pela acumulação de capital típica da ordem mundial e do chamado efeito contágio que atinge o grande capital especulativo. Não bastasse a grande mobilidade desta nova

---

<sup>682</sup> Luiz Gonzaga BELLUZZO. “A crise financeira e o papel do Estado”. In. Carlos Roberto BISPO, et al. (org.). *Crise Financeira Mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho*. Brasília: ANFIP, 2009, 22.

forma de moeda, uma vez que despregada de qualquer base material, ou seja, o fato de essa grande quantidade de crédito não desempenhar função econômica confere volatilidade e o efeito contágio se torna muito mais amplo. Enfim, o mercado financeiro se tornou prisioneiro das compras de curto prazo.  
683-684

E foi exatamente este vício do mercado de crédito de curto prazo, principalmente através de transações de recompra, que desencadeou uma onda reflexiva de recompra quando se deram as falhas nas hipotecas *subprimes*.<sup>685</sup>

Os efeitos foram (e ainda estão sendo) devastadores. Com o temor e as perdas geradas pela crise, o crédito reduziu-se e, em consequência, os investimentos, a produção, a compra e venda e, finalmente, os lucros. Tais fatos geraram (e têm gerado) quebras de empresas da economia real e resultaram (e têm resultado) no aumento do desemprego.<sup>686</sup> Como sentimos, o desemprego assolou boa parte da Europa e vem assolando boa parte do Brasil. Países outros, como os da América do Sul, que passaram décadas para sanear os seus sistemas financeiros, tiveram grande fuga de capital, atrapalhando todo o penoso crescimento da economia.

Observando a brusca queda econômica, como manda a ordem internacional para evitar a repetição de 1929, as dívidas do sistema financeiro se transformaram em dívidas soberanas.

---

<sup>683</sup> Como se observa, o setor financeiro hoje é prisioneiro de modelos de negociação de alta frequência (*high-frequency trade*), uma vez que os investimentos são dirigidos àqueles lucros de curto prazo e negociados normalmente com capital alheio, o que vem gerar volatilidade dos preços e constantes desvios dos preços das mercadorias e das matérias-primas em relação aos seus níveis fundamentais.

<sup>684</sup> Sobre o efeito contágio, ver a completíssima obra: José Manuel Gonçalves Santos QUELHAS. *Sobre as crises financeiras, o risco sistêmico e a incerteza sistemática*. Dissertação de doutoramento em Ciências Jurídico-Económicas, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Coimbra: [s.n.], 2009.

<sup>685</sup> Sobre o efeito reflexivo, consultar George SOROS. *A crise do Capitalismo Global: A sociedade Aberta Ameaçada*. Tradução de João Cília; Maria do Carmo Figueira; Maria Eduarda Correia. Lisboa: Temas e Debates, 1999.

<sup>686</sup> O desenrolar dos fatos são típicos do estouro de uma bolha especulativa.

### E) As atuais movimentações políticas para a concretização do Princípio do Especulador-Pagador: ITF e FTT.

Então, como é comum após crises especulativas, surge o espírito de insurreição contra a ordem vigente de favorecimento escancarado. Até mesmo alguns dos grandes especuladores e investidores entendem como necessário frear a especulação, podemos citar o exemplo de George Soros e Warren Buffet. “É a necessidade do *imposto Robin Hood*”, como chamam alguns e que ganhou apoio de alguns famosos.<sup>687</sup> Também Paul KRUGMAN, professor da Universidade de Princeton, vencedor do prêmio Nobel de Economia de 2008, colunista do *The New York Times* e autor de vários trabalhos sobre especulação financeira, expõe abertamente a sua opinião de que se deve tributar o setor financeiro com a finalidade de frear tais especulações.<sup>688</sup>

Segundo KRUGMAN, o imposto deveria seguir a mesma orientação dada por James Tobin, representando

“uma despesa trivial para aqueles envolvidos em comércio exterior ou investimentos de longo prazo; mas seria um grande desincentivo para os interessados em fazer dinheiro fácil e rápido com a especulação de mercado. Como Tobin mesmo dizia, o imposto iria ‘frear as rodas’ da especulação”.

E complementa:

“Isso seria ruim se a hiperatividade financeira fosse algo produtivo. Mas, depois do debate incansável dos últimos dois anos, parece haver um consenso - imagino que esse consenso exista mais especificamente entre as pessoas que não trabalham no mercado financeiro - com a declaração de Turner de que muito do que os mercados financeiros de Nova York e Londres fazem é "socialmente inútil". E o imposto sobre as transações geraria uma receita considerável, o que poderia aliviar alguns medos relacionados ao déficit governamental. Parece perfeito.”

<sup>689</sup>

---

<sup>687</sup> Para ver os comerciais televisivos e outras informações em <[www.robinhoodtax.org](http://www.robinhoodtax.org)>.

<sup>688</sup> Paul KRUGMAN. “Taxing the Speculators”. *The New York Times*. Publicado em 26-11-2009. Disponível em <[http://www.nytimes.com/2009/11/27/opinion/27krugman.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2009/11/27/opinion/27krugman.html?_r=1)>. Último acesso em 03-11-2016.

<sup>689</sup> Tradução livre e adaptação do seguinte trecho:

Então, saindo da inércia e surpreendendo grande parte do mundo, os principais campos de debates políticos passaram a tratar de fato sobre o *lendário e utópico* tributo sobre as transações financeiras em âmbito regional.

Após uma ampla discussão no G20, nas Cimeiras de Washington e de Pittsburgh, no sentido de reformas que imponham responsabilidades sobre o setor financeiro pela crise, em especial, pela criação de um quadro internacional para um imposto sobre as transações financeiras, o Parlamento Europeu, em março de 2010, expediu sua resolução sobre o assunto e sua aplicação na prática. Na presente resolução, restou constatado que o setor financeiro deveria assumir parte dos prejuízos do fardo da recuperação econômica e do desenvolvimento, uma vez que somente os contribuintes, consumidores e economia real que pagaram parte substancial dos custos e das consequências da crise financeira. E foi instada a Comissão a analisar atentamente vários aspectos da tributação sobre as transações financeiras.

Em junho de 2010, o Conselho Europeu concluiu que os Estados-Membros devem introduzir sistemas de impostos e taxas sobre as instituições financeiras para garantir a justa repartição dos encargos e criar incentivos para conter o risco sistêmico.

Em setembro de 2010, em busca de conter o risco sistêmico, foram emitidas resoluções sobre autoridades de supervisão europeias,<sup>690</sup> através das quais se deixou expresso que as taxas e impostos sobre transações financeiras

---

Such a tax would be a trivial expense for people engaged in foreign trade or long-term investment; but it would be a major disincentive for people trying to make a fast buck (or euro, or yen) by outguessing the markets over the course of a few days or weeks. It would, as Tobin said, “throw some sand in the well-greased wheels” of speculation. (...)

This would be a bad thing if financial hyperactivity were productive. But after the debacle of the past two years, there’s broad agreement — I’m tempted to say, agreement on the part of almost everyone not on the financial industry’s payroll — with Mr. Turner’s assertion that a lot of what Wall Street and the City do is “socially useless.” And a transactions tax could generate substantial revenue, helping alleviate fears about government deficits. What’s not to like? (Paul KRUGMAN. “Taxing the Speculators”. *The New York Times*. Publicado em 26-11-2009. Disponível em <[http://www.nytimes.com/2009/11/27/opinion/27krugman.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2009/11/27/opinion/27krugman.html?_r=1)>. Último acesso em 03-11-2016).

<sup>690</sup> Textos Aprovados, P7\_TA(2010)0336) e, especificamente, as suas resoluções de 22 de Setembro de 2010 sobre a Autoridade Europeia para o sector dos Seguros e Pensões Complementares (Textos Aprovados, P7\_TA(2010)0334), sobre a Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados (Textos Aprovados, P7\_TA(2010)0339), e sobre supervisão macroprudencial do sistema financeiro e criação de um Comité Europeu do Risco Sistêmico (Textos Aprovados, P7\_TA(2010)0335),

devem fazer parte de um quadro de resolução de crédito, como forma de conter o risco sistêmico, devendo ser realizada uma avaliação criteriosa das condições de concorrência equitativa e do impacto cumulativo das diversas medidas regulamentares.<sup>691</sup> E, por exemplo, no art. 27.º da Resolução n.º 1093, ao tratar sobre a gestão da crise, afirmou-se que

“a autoridade [bancária] contribui para o trabalho sobre as questões relativas às condições equitativas de concorrência e aos impactos cumulativos de eventuais regimes de taxas e contribuições a cargo das instituições financeiras que possam ser criados para garantir uma repartição justa dos encargos e incentivos destinados a conter o risco sistêmico, como parte de um quadro de resolução coerente e credível.”

E expõe que

“a revisão (art. 81) analisará o possível reforço do papel da Autoridade [bancária] num quadro de prevenção, gestão e resolução de crises e, se necessário, a criação de um ‘fundo europeu de resolução de crises’.”

Então, a Resolução do Parlamento Europeu de 8 de Março de 2011 sobre um financiamento inovador a nível europeu, conhecido como “Relatório Podimata”, expôs de forma incisiva a necessidade de uma tributação sobre o setor financeiro.

Segundo o relatório, as principais características de um ITF da União devem ser as seguintes:

- uma taxa reduzida, entre 0,01% e 0,05%, para que não haja um risco significativo de fuga das transações;
- uma ampla base tributária, incluindo todos os tipos de transação, a fim de permitir condições equitativas e evitar falhas em partes menos regulamentadas do sector financeiro;
- isenções e limiares claramente definidos, que tomem em conta as necessidades do comércio a retalho e dos pequenos investidores.

O citado relatório também deixou expresso que, para promover respostas exaustivas e integradas à crise, necessita de novos instrumentos que possam

---

<sup>691</sup> Resolução 1093, de 22 de setembro de 2011, sobre a Autoridade Europeia para o Sector Bancário (Textos Aprovados, P7\_TA(2010)0337), considerando de n.º 06.

- 1) "travar a especulação e restaurar o papel principal do sector financeiro na satisfação das necessidades da economia real e no apoio a investimentos a longo prazo";
- 2) "assegurar uma distribuição equitativa dos encargos, especialmente entre os principais actores financeiros";
- 3) "criar novos recursos adicionais para fazer face aos grandes desafios globais e europeus".<sup>692</sup>

Assim, conclui que o Imposto sobre Transações Financeiras (ITF) traria melhorias tanto à eficiência do mercado, uma vez que reduziria a excessiva volatilidade dos preços e criaria incentivos ao sector financeiro para realizar investimentos a longo prazo com valor acrescentado para a economia real, como serviria de potencial geração de receitas, já que o correspondente a uma taxa de 0,05% de ITF atingiria quase 200 bilhões (200 mil milhões, na escala longa) de euros na União Europeia e 650 bilhões (650 mil milhões, na escala longa) de dólares a nível global.<sup>693-694</sup>

---

<sup>692</sup> Exposição de motivos da PROPOSTA DE RESOLUÇÃO DO PARLAMENTO EUROPEU sobre financiamento inovador a nível mundial e europeu (2010/2105(INI)), de 20.10.2010, 11.

<sup>693</sup> Ponto 5, da PROPOSTA DE RESOLUÇÃO DO PARLAMENTO EUROPEU sobre financiamento inovador a nível mundial e europeu (2010/2105(INI)), de 20.10.2010.

<sup>694</sup> Em 08 de novembro de 2011, o chamado Imposto sobre Transações Financeiras (ITF) foi inscrito na ordem de trabalhos do Conselho de "Economia e Finanças". Nesta mesma reunião, foi reforçada a oposição de alguns Estados-Membros a qualquer sistema comum de ITF a nível da União Europeia, devendo o mesmo ser introduzido apenas se existisse a possibilidade de um ITF a nível mundial, a fim de não perder competitividade em relação a outros países que não possuíssem tal tributação.

Em 15 de fevereiro de 2012, o Comitê das Regiões emitiu parecer favorável. [CDR 332/2011 (JO C 113 de 18.4.2012, 7)]. Em 23 de maio de 2012, foi a vez de o Parlamento Europeu emitir parecer favorável. [P7\_TA(2012)0217]. Em 29 de maio de 2012, o Comitê Econômico e Social também emitiu parecer favorável. [ECO/321 – CESE 818/2012 (JO C 181, 21.6.2012, 55)]. Contudo, após reuniões e tentativas de conciliações de interesses, em 28 de junho de 2012, o Conselho Europeu declarou o seguinte:

"Conforme foi observado no Conselho de 22 de junho de 2012, a proposta relativa a um imposto sobre as transações financeiras não será adotada pelo Conselho num prazo razoável. Por conseguinte, vários Estados-Membros solicitaram uma cooperação reforçada neste domínio, tendo em vista a sua adoção até dezembro de 2012."

Então, entre 28 de setembro de 2012 e 23 de outubro de 2012, foram recebidas cartas de 11 Estados-Membros (Bélgica, Alemanha, Estónia, Grécia, Espanha, França, Itália, Áustria, Portugal, Eslovénia e Eslováquia) com pedidos formais à Comissão, indicando que pretendiam instituir entre si uma cooperação reforçada no domínio da criação de um sistema comum de ITF e convidando a Comissão a submeter ao Conselho uma proposta neste sentido. Além disso, em tais cartas, foi reiterada a necessidade de evitar evasões fiscais, distorções da concorrência e transferências para outras jurisdições.

Em 25 de outubro foi publicada a proposta de decisão do Conselho que autoriza uma cooperação reforçada no domínio dos impostos sobre as transações financeiras, concluindo a

---

Comissão que “todas as condições jurídicas estabelecidas pelos Tratados para instaurar a cooperação reforçada se encontram preenchidas”. (Importa destacar que foi feita a ressalva de que, embora a transmissão de valores mobiliários possa ser tributada, nenhum imposto pode ser cobrado sobre a emissão e aquisição pelo primeiro detentor dos instrumentos financeiros abrangidos pelo artigo 5.º, n.º 2, da Diretiva 2008/7/CE.). E, na exposição de motivos, foram trazidas idéias que caminham no mesmo sentido das aqui tratadas:

A recente crise económico-financeira global teve um impacto grave nas nossas economias e nas finanças públicas da UE. O setor financeiro desempenhou um papel fundamental no desencadeamento da crise, ao passo que, na retaguarda, os governos e os cidadãos europeus tiveram que arcar com os custos. Durante as duas últimas décadas, o setor financeiro tem conhecido uma elevada rentabilidade que, em parte, pode ser o resultado de uma (implícita ou explícita) rede de segurança proporcionada pelos governos, combinada com a regulamentação bancária e a isenção do IVA.

No início de 2013, a Comissão apresentou uma proposta, estabelecendo, em resumo, os elementos específicos do imposto sobre as transações financeiras (ITF), cuja aplicação decorrerá no âmbito de uma cooperação reforçada (referente aos onze países). Mantendo-se a abordagem que preconiza a tributação de todas as transações que tenham uma relação manifesta com a zona ITF, bem como a aplicação das taxas de 0,1% às ações e obrigações e 0,01% aos derivados.

Em julho de 2013, tal proposta foi aprovada pelo Parlamento Europeu.

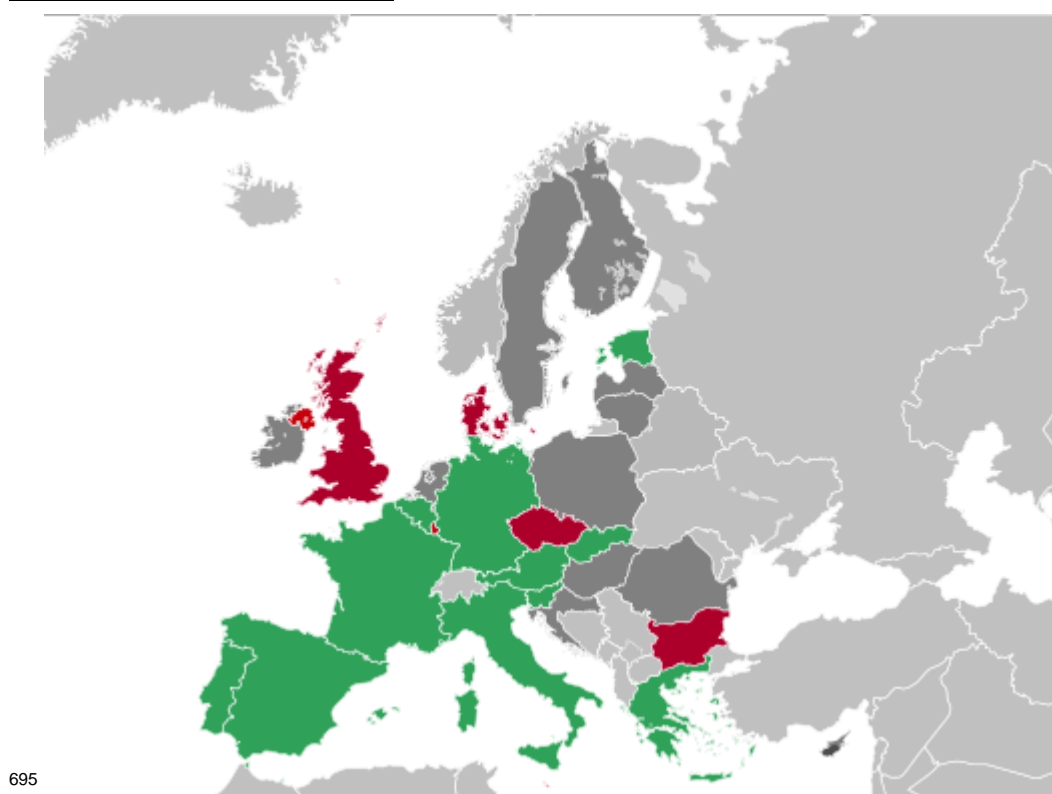
Após manifestação do Setor Jurídico do Conselho (afirmou-se que apenas seriam atingidas atividades saudáveis e não aquelas promotoras de risco sistêmico, sendo tal forma de tributação incompatível com o tratado da União Europeia, além de exceder “a jurisdição dos Estados membros para a tributação de acordo com as normas do direito internacional consuetudinário” e que o tributo na forma trazida seria discriminatório e provavelmente conduziria à “distorção da concorrência em detrimento de Estados membros não participantes”, sendo um “obstáculo” para a livre circulação de capitais e serviços no mercado único, violando os princípios do tratado de fundação da UE), em setembro de 2013, houve um recuo no âmbito da abrangência da tributação (entendeu-se por direcionar a tributação para formação de um imposto progressivo sobre as ações e sobre alguns derivados), tendo ocorrido, inclusive, a saída da Estônia em dezembro de 2015 e, acreditamos nós, que impulsionado à saída da Inglaterra da União Europeia.

Portanto, não houve um desfecho sobre o presente imposto, não tendo sido fixada uma data para sua entrada em vigor, apesar dos aparentes apoios políticos indicarem a proximidade do desfecho.

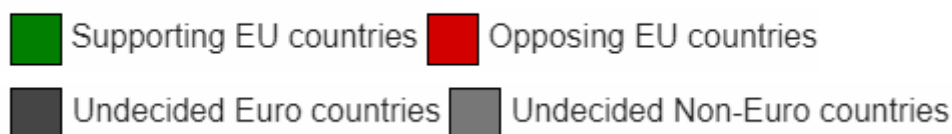
Passados alguns anos, até o presente momento, apesar de se observar andamento no trâmite e palavras de apoios dos líderes nacionais, o tributo em referência ainda não entrou em vigor.<sup>695</sup>

Outro tributo com aparente forte apoio doutrinário e político é o *Financial Transaction Tax* norte americano, que já teve a apresentação de mais de uma dezena de propostas no parlamento norte americano (na pesquisa, encontramos dez propostas na câmara e quatro propostas no senado).

Desde 2009, tais propostas vêm sendo apresentadas, apesar do apoio de algumas dezenas de parlamentares em cada uma delas, nenhuma se concretizou.



#### EU Financial transaction tax



\*Disponível em: <<https://commons.wikimedia.org/w/index.php?curid=18317312>>. Último acesso em 16.07.17).



A proposta “*Let Wall Street Pay for the Restoration of Main Street Act*”, de 03 de dezembro de 2009, que busca “alterar o Código da Receita Federal de 1986 para impor um imposto sobre certas operações de valores mobiliários para financiar a criação de empregos e a redução do déficit”, trouxe fundamentos que servem para todas as demais propostas, vejamos:

- (1) Nossa nação continua a ser prejudicada por uma recessão que levou ao *jobless recovery* (crescimento econômico mantendo-se ou aumentando-se o nível de desemprego) e déficits recordes.
- (2) A taxa de desemprego é agora 10,2 por cento e a maioria dos economistas espera que ele suba mais.
- (3) O déficit federal atingiu US \$ 1.400.000.000.000 para 2009.
- (4) O *jobless recovery* (crescimento econômico mantendo-se ou aumentando-se o nível de desemprego) sugere que o governo federal deve continuar a dominar a economia, mas o déficit recorde é um obstáculo real.
- (5) Após um resgate (governamental) de US \$ 700.000.000.000, Wall Street agora está desfrutando um ressurgimento de lucros e bônus.
- (6) Uma economia robusta precisa de mais do que os lucros de Wall Street. A Main Street America é reforçada por empregos bem pagos para todos os americanos, e não apenas banqueiros de Wall Street.
- (7) Para restaurar a Main Street America, um pequeno imposto sobre transações de títulos em Wall Street deve ser investido na criação de empregos para a Main Street America.
- (8) Um imposto sobre transações de títulos em Wall Street tem um impacto insignificante sobre o investidor médio e os fundos de pensão.
- (9) Este imposto de transferência seria avaliado na venda e compra de instrumentos financeiros, como ações, opções e futuros. Um imposto de um quarto por cento (0,25%) nas transações financeiras poderia aumentar aproximadamente US \$ 150,000,000,000 por ano.
- (10) Os Estados Unidos tiveram um imposto de transferência de 1914 a 1966. O Revenue Act de 1914 (lei de 22 de outubro de 1914 (ch. 331, 38 Stat. 745)) cobrou um imposto de 0,2% sobre todas as vendas ou transferências de ação. Em 1932, o Congresso mais do que duplicou o imposto para ajudar a recuperação financeira e a criação de emprego durante a Grande Depressão.
- (11) A metade da receita gerada por este imposto de transação será usada para reduzir diretamente o déficit.
- (12) A metade da receita gerada por este imposto de transação será depositada em uma Reserva de Criação de Emprego (Job Creation Reserve) para financiar a criação de empregos bem pagos e colocar os americanos de volta ao trabalho, reconstruindo nossa Nação.<sup>696</sup>

---

<sup>696</sup> Tradução livre do seguinte trecho:

A proposta deste FTT norte americano busca tributar as transações financeiras de ações a 0,25% (um quarto por cento) dos valores envolvidos na negociação, ao passo que os derivativos seriam tributados a 0,02% (dois

---

Sec. 2.Findings

Congress finds the following:

(1) Our Nation continues to be hamstrung by a recession that led to the current jobless recovery and record deficits.

(2) The unemployment rate is now 10.2 percent and most economists expect it to climb higher.

(3) The Federal deficit has reached \$1,400,000,000 for 2009.

(4) The jobless recovery suggests that the Federal Government must continue to prime the economy, but the record deficit is a real obstacle.

(5) Following their \$700,000,000,000 bailout, Wall Street is now enjoying a resurgence in profits and bonuses.

(6) A robust economy needs more than Wall Street profits. Main Street America is strengthened by good paying jobs for all Americans, not just Wall Street bankers.

(7) To restore Main Street America, a small securities transaction tax on Wall Street should be invested in job creation for Main Street America.

(8) A securities transaction tax on Wall Street has a negligible impact on the average investor and pension funds.

(9) This transfer tax would be assessed on the sale and purchase of financial instruments such as stocks, options, and futures. A quarter percent (0.25 percent) tax on financial transactions could raise approximately \$150,000,000,000 a year.

(10) The United States had a transfer tax from 1914 to 1966. The Revenue Act of 1914 (Act of Oct. 22, 1914 (ch. 331, 38 Stat. 745)) levied a 0.2 percent tax on all sales or transfers of stock. In 1932, Congress more than doubled the tax to help financial recovery and job creation during the Great Depression.

(11) Half the revenue generated by this transaction tax will be used to directly reduce the deficit.

(12) Half of the revenue generated by this transaction tax will deposited in a Job Creation Reserve to fund the creation of good paying jobs and put Americans back to work rebuilding our Nation. (Disponível em: <<https://www.govtrack.us/congress/bills/111/hr4191/text>>, Último acesso em 15.07.2017).

centésimos por cento) com a finalidade de reduzir o desemprego, bem como o déficit federal. Também traz isenções a transações de títulos referentes a aposentadorias, contas de poupança de saúde, contas educacionais e empresas de investimento regulamentadas, e ainda traz a previsão de restituição o imposto (na verdade, concederia um crédito) aos negociantes de menores escala.<sup>697-698</sup>

Além dessa proposta, temos várias outras bem similares, trazendo de distinção apenas em que medida as transações financeiras serão tributadas (as alíquotas) e a destinação das novas receitas. Em resumo, os projetos de lei trouxeram impostos que variavam as alíquotas de 0,025% a 0,5% sobre as ações, de 0,25% a 0,1% sobre os títulos e 0,005% a 0,02% sobre os derivativos; destinando tais valores a saúde, serviços públicos, redução de dívida, infraestrutura e criação de emprego.<sup>699</sup>

---

<sup>697</sup> Houve a adoção de diversos políticos deputados e senadores americanos até 2010 :

Arcuri, Michael [D-NY24] (joined Dec 3, 2009) ; Braley, Bruce [D-IA1] (joined Dec 3, 2009) ; Cummings, Elijah [D-MD7] (joined Dec 3, 2009) ; Davis, Lincoln [D-TN4] (joined Dec 3, 2009; withdrawn Jan 20, 2010) ; Edwards, Donna [D-MD4] (joined Dec 3, 2009) ; Filner, Bob [D-CA51] (joined Dec 3, 2009) ; Grijalva, Raúl [D-AZ7] (joined Dec 3, 2009) ; Hare, Phil [D-IL17] (joined Dec 3, 2009) ; Hastings, Alcee [D-FL23] (joined Dec 3, 2009) ; Hinchey, Maurice [D-NY22] (joined Dec 3, 2009) ; Hirono, Mazie [D-HI2] (joined Dec 3, 2009) ; Johnson, Henry "Hank" [D-GA4] (joined Dec 3, 2009) ; Kagen, Steve [D-WI8] (joined Dec 3, 2009) ; Kaptur, Marcy [D-OH9] (joined Dec 3, 2009) ; Perlmutter, Ed [D-CO7] (joined Dec 3, 2009) ; Perriello, Thomas [D-VA5] (joined Dec 3, 2009) ; Rahall, Nick [D-WV3] (joined Dec 3, 2009) ; Ryan, Tim [D-OH17] (joined Dec 3, 2009) ; Sarbanes, John [D-MD3] (joined Dec 3, 2009) ; Schakowsky, Janice "Jan" [D-IL9] (joined Dec 3, 2009) ; Shea-Porter, Carol [D-NH1] (joined Dec 3, 2009) ; Slaughter, Louise [D-NY28] (joined Dec 3, 2009) ; Stark, Fortney "Pete" [D-CA13] (joined Dec 3, 2009) ; Sutton, Betty [D-OH13] (joined Dec 3, 2009) ; Welch, Peter [D-VT0] (joined Dec 3, 2009) ; Conyers, John [D-MI14] (joined Dec 9, 2009) ; Lofgren, Zoe [D-CA16] (joined Dec 9, 2009) ; Boswell, Leonard [D-IA3] (joined Jan 20, 2010) ; Cardoza, Dennis [D-CA18] (joined Jan 26, 2010) ; Deutch, Theodore [D-FL19] (joined Apr 28, 2010) ; Blumenauer, Earl [D-OR3] (joined May 13, 2010) ; Kucinich, Dennis [D-OH10] (joined Jun 9, 2010) .

<sup>698</sup> Nesse sentido é a proposta disponível no seguinte endereço eletrônico: <https://www.govtrack.us/congress/bills/111/s2927>. Ultimo acesso em 16.07.17.

<sup>699</sup> Vejamos as demais propostas:

A. House of Representative bills:

- H.R. 5204:21st Century Full Employment and Training Act, de 04 de maio de 2010, com a finalidade de um Fundo Fiduciário Nacional de Emprego Completo, busca modificar o Código da Receita Federal para impor um imposto sobre cada operação de valores mobiliários cobertos, em um montante igual à porcentagem aplicável do valor do título envolvido nessa transação. Nesse sentido é a proposta disponível no seguinte endereço eletrônico:

<https://www.govtrack.us/congress/bills/111/hr5204>>. Último acesso em 16.07.17.

- H.R. 5783, de 20 de julho de 2010 – tal proposta busca impor um pequeno imposto – de 0,005 por cento – sobre essas transações de moeda. O dinheiro arrecadado seria investido em crianças (utilizados para melhorar a qualidade e a acessibilidade da assistência à infância.), saúde global (Fundo para a Saúde Global da Saúde para combater o HIV / AIDS, Malária, Tuberculose e outras doenças que matam milhões de pessoas por ano em países em desenvolvimento) e mitigação das mudanças climáticas (fundo dos EUA para ajudar os países em desenvolvimento com os impactos do aquecimento global). Nesse sentido: <http://thehill.com/blogs/congress-blog/economy-a-budget/109869-currency-tax-a-way-to-invest-in-our-future-rep-stark>>. Último acesso em 16.07.17.
  - H.R. 3313, de 11 de fevereiro de 2011 – Tal proposta altera o Código da Receita Federal para impor um imposto especial de consumo de 0,03% na compra de um título, se tal compra ocorrer em uma negociação localizada nos Estados Unidos, ou se o comprador ou vendedor for uma pessoa dos EUA. Nesse sentido é a proposta disponível no seguinte endereço eletrônico: <https://www.govtrack.us/congress/bills/112/hr3313>>. Último acesso em 16.07.17.
  - H.R. 676: The Expanded & Improved Medicare For All Act, de 11 de fevereiro de 2011 – tal proposta busca « estabelecer um único programa americano de seguro de saúde universal com financiamento de pagador único. O projeto de lei criaria um sistema de cuidados de saúde privado, financiado publicamente, que melhora e expande o já existente programa Medicare para todos os residentes dos EUA e todos os residentes que vivem em territórios dos EUA. O objetivo da legislação é garantir que todos os americanos tenham acesso, garantido por lei, aos serviços de saúde mais rentáveis e de melhor qualidade, independentemente do seu emprego, renda ou estado de saúde”. Entre as várias formas de financiamento há a previsão da implantação de um pequeno imposto sobre as transações de ações e obrigações. Nesse sentido: <http://www.pnhp.org/news/2011/february/summary-hr-676-the-expanded-improved-medicare-for-all-act>>. Último acesso em 16.07.17.
- Tal proposta foi reintroduzida em 13 de fevereiro de 2013 e possui 77 apoiadores. Nesse sentido é a proposta disponível no seguinte endereço eletrônico: <https://www.govtrack.us/congress/bills/112/hr676/details>>. Último acesso: 16.07.2017.
- H.R. 2003: Taxing Speculators Out of the Oil Market, de 26 de maio de 2011 – tal proposta tem por objetivo “(1) impor um imposto especial de consumo de 0,01% sobre transações em futuros, opções e swaps de petróleo”; “e (2) exigir a retenção desse imposto se o comprador for estrangeiro. Isenta de tais impostos determinados comerciantes de petróleo comercial e operações de hedge de boa-fé”. Nesse sentido: <https://www.govtrack.us/congress/bills/112/hr2003>>. Último acesso: 16.07.2017.
  - H.R. 3638: Act for the 99%, de 31 de dezembro de 2011 – tal proposta busca alterar o Código da Receita Federal para impor um imposto especial de consumo de 0,03% na compra de um título: (1) se tal compra ocorrer em uma negociação localizada nos Estados Unidos, ou (2) O comprador ou vendedor for uma pessoa dos EUA. Nesse sentido é a proposta disponível no seguinte endereço eletrônico: <https://www.govtrack.us/congress/bills/112/hr3638>>. Último acesso: 16.07.2017.
  - H.R. 5909: Comprehensive Dental Reform Act de 07 de junho de 2012 - tal proposta busca melhorar o acesso aos cuidados de saúde bucal para populações vulneráveis e desatendidas, pretende ser financiada por um imposto

---

especial de consumo de 0,025% sobre a compra de um título: (1) se tal compra ocorrer em uma negociação localizada nos Estados Unidos, ou (2) o comprador ou vendedor for uma pessoa dos EUA”. Nesse sentido é a proposta disponível no seguinte endereço eletrônico: <<https://www.govtrack.us/congress/bills/112/hr5909>>. Último acesso: 16.07.2017.

- H.R. 6411: Inclusive Prosperity Act, de 14 de setembro de 2012 – tal proposta busca alterar o Código da Receita Federal para “impor um imposto sobre a transferência de propriedade de certos valores mobiliários, incluindo qualquer ação de uma empresa, qualquer parceria ou participação benéfica em uma parceria ou fideicomisso, qualquer nota, obrigação, debênture ou outras evidências de endividamento (excluindo títulos municipais isentos de impostos), ou instrumentos financeiros derivativos”. Nesse sentido é a proposta disponível no seguinte endereço eletrônico: <<https://www.govtrack.us/congress/bills/112/hr6411>>. Último acesso: 16.07.2017.
- H.R. 1144 / S. 434: The Inclusive Prosperity Act, de 17 de fevereiro de 2017 – tal proposta busca tributar a venda de ações, obrigações e derivativos. O imposto será de 0,5% em ações, 0,1% em títulos e 0,005% em derivativos ou outros investimentos. Os fundos arrecadados serão destinados a fortalecer as famílias, as comunidades e a economia dos Estados Unidos, apoiando os investimentos na saúde, na infraestrutura física e criando empregos bem pagos.

#### B. Senate bills:

- S.2252: Rebuild America Act, de 29 de março de 2012 – tal proposta busca modificar o Código da Receita Federal para aumentar a taxa de imposto sobre ganhos de capital para certos contribuintes de alta renda. Nesse sentido é a proposta disponível no seguinte endereço eletrônico: <<https://www.congress.gov/bill/112th-congress/senate-bill/2252>>. Último acesso em 16.07.17.
- S. 2927: Wall Street Fair Share Act, de 23 de dezembro de 2009 – tal proposta busca alterar o Código da Receita Federal para impor “um imposto especial de consumo sobre as negociações de valores mobiliários, sobre corretores e compradores de certas operações de valores mobiliários. Estabelece esse imposto em 0,25% do valor justo de mercado do valor negociado”, traz isenções para os casos de emissão inicial de valores mobiliários, de transações em certas aposentadorias, de educação e de contas de poupança de saúde e de transações em fundos mútuos. Nesse sentido é a proposta disponível no seguinte endereço eletrônico: <<https://www.govtrack.us/congress/bills/111/s2927>>. Último acesso em 16.07.17.
- S.915: American Health Security Act of 2011,
- S. 1787: Wall Street Trading and Speculators Act, de 02 de novembro de 2011 – tal proposta busca alterar o Código da Receita Federal para impor um imposto especial de consumo de 0,03% na compra de um título: (1) se tal compra ocorrer em uma negociação localizada nos Estados Unidos, ou (2) O comprador ou vendedor é uma pessoa dos EUA. Nesse sentido é a proposta disponível no seguinte endereço eletrônico: <<https://www.govtrack.us/congress/bills/112/s1787>>. Último acesso em 16.07.17.
- S. 3272 Comprehensive Dental Reform Act, tal proposta segue o mesmo sentido do H.R. 5909, de 07 de julho de 2012. Nesse sentido é a proposta disponível no seguinte endereço eletrônico: <<https://www.govtrack.us/congress/bills/112/s3272>>. Último acesso em 16.07.17.

Na última eleição presidencial, a então candidata da situação realizou uma promessa política de implementação (de forma mais restrita) do FTT norte americano, mas não conseguiu êxito nas eleições.

Apesar das inúmeras propostas, manifestações políticas e apoio de renomados economistas, nenhuma foi levada a votação e concretizada até então.<sup>700</sup>

---

<sup>700</sup> Uma tributação similar vem sendo incorporada pelo sistema jurídico de outros países, como por exemplo: o Stamp Duty Reserve Tax (SDRT) da Inglaterra, o imposto sobre transações financeiras da Colômbia. (Nesse sentido : <<http://kluwertaxblog.com/2015/04/07/will-colombia-be-able-to-get-rid-of-the-financial-transactions-tax-fft/>>. Último acesso em 19.07.17) ; o imposto sobre transações financeiras do Peru (Nesse sentido: <<https://www.cuscooperu.com/pt/informacoes-uteis/economia-e-moeda/tributacao>>. Último acesso em 19.07.17), a até então extinto Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) do Brasil, que sempre está na pauta para reingressar ao sistema tributário brasileiro, dentre outros. Importa destacar que o há ainda no sistema tributário brasileiro o Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro, ou relativas a títulos ou valores mobiliários (IOF), previsto em âmbito constitucional desde a Constituição outorgada de 1967 – dispositivo repetido na Constituição de 1988 – que, diferentemente dos tributos acima destacados tem expressa finalidade extrafiscal, desincentivando, de fato, quando objetivado pelo governo a atividade com uma tributação forte (chegando até 96%).

## F) A possível ineficácia das “Taxas Tobin” na eliminação da especulação odiosa.

A tributação no formato “*Taxa Tobin*”, na nossa concepção, pode não ser o meio mais eficaz para se conferir o objetivo de eliminar a especulação odiosa.

O primeiro motivo decorre de uma questão histórica simples: os Estados Unidos aplicaram tal forma de tributação entre 1914 e 1966, através do *Revenue Act de 22 de outubro de 1914* e, como já se viu, dentro desse período, ocorreu a principal crise especulativa do século, não tendo sido suficiente tal tributação para intimidar a especulação financeira odiosa que devastou a economia norte americana do período.

Isso demonstra que o modelo *Taxa Tobin* se torna ineficiente quando se está diante de grandes bolhas especulativas; pois, como ocorreu naquele período nos Estados Unidos, o nível de lucratividade com a especulação era de tamanha magnitude que os custos totais com a taxa em questão era facilmente enfrentáveis e, portanto, a sua implementação não foi suficiente pra desincentivar a atitude abusiva dos especuladores.<sup>701</sup>

---

<sup>701</sup> Nesse sentido : “A crença por trás da taxa de Tobin é a de que a adição de uma taxa marginal elevará os custos sociais até que estes coincidam com os benefícios sociais, de modo que as decisões privadas se tornem socialmente ótimas. Ao se usarem as relações equacionais acima, porém, é possível demonstrar-se que a magnitude, usualmente sugerida, de uma ‘taxa de Tobin’ ou de outra taxa de capital de ‘custo de oportunidade’ similar elevará apenas marginalmente o custo da especulação. Conseqüentemente, uma taxa de Tobin interromperá a especulação sobre movimentos relativamente pequenos da taxa de câmbio (independentemente do horizonte de tempo do administrador dos fundos), mas terá um impacto significativamente maior em termos de estancamento do comércio internacional real. Em outras palavras, a taxa de Tobin é incapaz de resolver o problema quando fluxos de portfólio especulativos se tornam conflagrações grandes e significativas, ao passo que ocasionam custos privados altos e permanentes (ultrapassando os custos sociais) para fluxos comerciais internacionais reais.” (...)

“Assim, por exemplo, se a magnitude da taxa de Tobin for de 0,5%, o preço *spot* futuro esperado deve ser, pelo menos, 1,1% mais alto que a taxa de câmbio *spot* corrente, para fazer com que o agente se disponha a especular com qualquer moeda estrangeira.”

“Enquanto houver a expectativa de que o preço *spot* sofra uma mudança, *ceteris paribus*, de muito mais que 1,1%, durante qualquer período de tempo em que haja uma taxa de Tobin de 0,5%, os fluxos especulativos ainda têm um rendimento positivo significativo.”

“Conseqüentemente, uma taxa de Tobin que represente menos de 100% do ganho de capital esperado (em uma *round trip*), dificilmente impedirá a circulação de *hot Money*”.

Pode-se argumentar, contudo, como criticado por Keynes,<sup>702</sup> que a tributação norte americana era de somente dois décimos de por cento sobre as transferências de ação e que, com o aumento realizado em 1932 (que dobrou a tributação), não voltaram a ocorrer novas crises especulativas significativas.

Além de a economia ter demorando um período longo para se recuperar; com o aumento da taxa em questão, em que pese a sua importância para reduzir o grau de lucratividade dos especuladores – desincentivando-os a tomarem a atitude odiosa –, entendemos que esse não foi o fator exclusivo ou principal para se reduzirem as crises especulativas no período.

Como já destacamos, houve todo um sistema de planejamento do Estado que acabaram interferindo nos elementos principais da especulação financeira, principalmente, no nosso entender, com a promulgação do Emergency Bank Bill, do Glass-Steagal Act (GSA), do Securities Act, dentre outros, realizou-se uma rígida regulamentação do sistema financeiro, afastando as atividades comerciais bancárias e de investimento com o objetivo de proteger os depósitos e os negócios da nação, reduzindo o tamanho do mercado e a magnitude dos investimentos (no nosso conceito, elementos estruturais da especulação odiosa).<sup>703</sup>

---

(Paul DAVIDSON. “Especulação cambial e moeda internacional. Tobin versus Keynes”. *Economia e Sociedade*. Campinas (7) 3-27, dezembro, 1996, p. 9-10).

<sup>702</sup> Nesse sentido: “o fato de que os pecados da Bolsa de Valores de Londres tenham sido menores do que os de Wall Street talvez não se deva tanto a diferenças nos temperamentos nacionais como à circunstância de que, para o inglês mediano, Throgmorton Street é inacessível e muito dispendiosa comparada com Wall Street, para o mesmo tipo de norte-americano”. E complementou: “A proporção dos “jogadores”, as altas comissões de corretagem e as pesadas taxas sobre transferências que se pagam ao Tesouro, gastos que acompanham todas as transações na Bolsa de Valores de Londres, reduzem a liquidez do mercado (embora a prática das liquidações quinzenais opere em sentido inverso) o suficiente para eliminar grande parte das operações características de Wall Street”. (John Maynard KEYNES. Coleção os Economistas. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Tradução de Mário R. da Cruz. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, p. 168-169).

<sup>703</sup> Ainda, instituíram-se tetos para o pagamento de juros bancários sobre depósitos a prazo (conhecido como Regulamento Q) e se proibiu o pagamento de juros para depósitos à vista, com o desígnio de evitar uma maior competição através do atrativo de taxas altas, que gerariam, novamente, preferência pelo investimento especulativo em detrimento do investimento na economia real. Nesse sentido: Jennifer HERMANN. *Liberalização e Crises Financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990*. Tese de Doutorado. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2002, p. 22.



Em sentido similar ao aqui trazido, a doutrina de PAUL DAVIDSON destaca que os “grãos de areia de uma taxa de Tobin podem furar pequenas bolhas de especulação, mas provavelmente restringirão significativamente o fluxo de comércio real. Por outro lado, a areia da taxa de Tobin será simplesmente varrida pelos torvelinhos da especulação. Seriam necessários pedregulhos para frear a destruição dos empreendimentos globais pela ação da especulação destrutiva com moedas, pois ‘é o empreendimento que constrói e amplia as posses mundiais’ (Keynes, 1930:148)”.<sup>704</sup>

Como exemplo, para impedir a ânsia especulativa do peso mexicano, que caiu 60% (sessenta por cento) no ano de 1994/1995, seria necessária a imposição de uma alíquota superior a 23% (vinte e três por cento).<sup>705</sup> Portanto, uma alíquota de 0,5% (meio por cento) apenas seria eficaz na restrição da atuação especulativa em variações de preços pequenas.

Outro ponto de grande relevância é que a tributação no formato *Taxa Tobin*, apesar de impor repetidas incidências àqueles que praticam mais operações financeiras, temos que acaba afetando também a atividades não especulativas, ou seja, afeta a todos indistintamente. Assim, ocorre uma forte interferência no próprio preço das ações, podendo agir como um desincentivo à capitalização das empresas.<sup>706</sup> Isso geraria efeitos – algumas vezes superiores aos dos especuladores –, até mesmo em quem está apenas se

---

<sup>704</sup> Paul DAVIDSON. “Especulação cambial e moeda internacional. Tobin versus Keynes”. *Economia e Sociedade*. Campinas (7) 3-27, dezembro, 1996, p. 26.

<sup>705</sup> Também nesse sentido: Paul DAVIDSON. “Especulação cambial e moeda internacional. Tobin versus Keynes”, 10.

<sup>706</sup> Nesse sentido: “O problema fundamental com os impostos sobre transações financeiras é que eles distorcem [a economia]: por exemplo, desvalorizando os preços das ações, eles elevam o preço da capitalização das empresas. Em longo prazo, isto reduz a produtividade do mercado de trabalho e os níveis salariais. É verdade que todos os impostos geram distorções, e o governo tem que arrecadar dinheiro de algum modo. Mesmo assim, economistas veem os impostos sobre transações financeiras como particularmente problemáticos porque eles distorcem a atividade intermediária, o que amplia seus efeitos”. Tradução livre do seguinte trecho: “The fundamental problem with FTTs is that they are distortionary; for example, by driving down stock prices, they make raising capital more expensive for firms. In the long run, this lowers labor productivity and wage levels. True, all taxes are distorting, and the government has to raise money somehow. Yet economists view FTTs as particularly troublesome because they distort intermediate activity, which amplifies their effects”. (Kenneth ROGOFF. “The Overselling of Financial Transaction Taxes” . Disponível em : <<https://www.project-syndicate.org/commentary/financial-transaction-tax-shortcomings-by-kenneth-rogooff-2016-06?barrier=accessreg>>. Publicado em 06.07.2016. Último acesso em 16.07.17).

protegendo contra um investimento equivocado por uma omissão na contabilidade da empresa, etc., mesmo sem ter qualquer intuito de lucratividade, buscando apenas reduzir os prejuízos.

Da mesma forma, podemos expressar que essa tributação no modelo *Taxa Tobin* acaba afetando, principalmente, os pequenos especuladores, uma vez que os outros custos transacionais são, em regra, regressivos, ou seja, onera no mesmo valor nominal tanto o pequeno detentor de capital como o grande detentor de capital, tornando-se muito mais pesado o encargo para aquele detentor de menor capital. Assim, somando-se tal tributação (mesmo que proporcional) ao custo regressivo já existente, ocasionará, de fato, a retirada de vários especuladores – em regra, daqueles que são apenas componentes da grande massa de manipulação dos grandes especuladores –, entretanto, pouco afetará os maiores responsáveis pela desestabilização econômica através da especulação odiosa: os grandes especuladores.<sup>707</sup>

Somando-se à necessidade de *montanhas de areia* para se desincentivar a especulação abusiva, temos que a expressa finalidade fiscal da tributação ao estilo *Taxa Tobin* pode atuar como impeditivo de concretização eficaz das finalidades do princípio aqui tratado.

---

<sup>707</sup> Apesar da nossa manifestação acima, também é pertinente o seguinte posicionamento: “Nos mercados financeiros desimpedidos de hoje, mesmo indivíduos que dispõem de quantias de portfólio pequenas podem juntar-se a fundos mútuos que podem especular com moedas estrangeiras; é, portanto, improvável que a taxa de Tobin restrinja mesmo pequenos investidores – que sempre podem juntar-se a um fundo mútuo grande para reduzir o impacto dos custos transacionais totais de modo suficiente para reduzir a taxa de Tobin restante à relativa insignificância, quando a febre especulativa estiver alta”. (DAVIDSON, Paul. *Especulação cambial e moeda internacional. Tobin versus Keynes. Economia e Sociedade*, Campinas (7) 3-27, dezembro, 1996, p. 10). Além disso, a doutrina brasileira quando da análise da espécie de Taxa Tobin brasileira discutia-se sobre a regressividade da repercussão econômica do próprio tributo (incidindo mais pesadamente nas classes mais baixas), mesmo sendo proporcional. Isso se devia pelo fato de que a maioria das transações financeiras serem realizadas por empresas, as quais repassam tal custo para o preço final dos produtos, caracterizando o CPMF como tributo indireto. Como bem destacam “As classes mais pobres têm pouco espaço para poupar e, em geral, gastam tudo que ganham. Por isso, impostos indiretos, que incidem sobre produção e consumo, acabam pesando proporcionalmente mais sobre os mais pobres. Enquanto impostos diretos sobre renda e propriedade (...) atingem mais os grupos mais abastados (...)’Qualquer imposto indireto, com uma alíquota única, vai taxar proporcionalmente mais as famílias que mais consomem. E, quanto mais pobres, maior parcela de suas rendas gastam em consumo. A CPMF é um caso clássico de imposto regressivo’, afirma José Roberto Afonso, pesquisador do Ibre (Instituto Brasileiro de Economia), da FGV”. (Mariana SCHREIBER. “Os prós e contras da CPMF, aposta do governo contra o déficit em 2016”. *BBC Brasil*. Disponível em: <[http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2016/01/151228\\_cpmf\\_pros\\_contras\\_ms\\_rs](http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2016/01/151228_cpmf_pros_contras_ms_rs)>. Publicado em 04.01.2016. Último acesso em 21.07.2017).

Como percebemos, pelas várias manifestações acima demonstradas de motivação para a implementação das “taxas Tobin”, há clara uma prevalência (e até justificativa) por questões arrecadatórias do Estado. E, como se verá logo adiante, a grande maioria da doutrina possui o entendimento de que uma norma tributária fiscal possui limites jurídicos distintos daquelas normas tributárias predominantemente extrafiscais.

Já expressamos, mas não deixa de ser importante lembrar, que, em qualquer tributo, existe um efeito extrafiscal indutor de comportamento e que não pode o ente tributante deixar de considerar tal perspectiva ao realizar a imposição tributária; pois, essa é mais uma ocasião para se buscar a materialização dos objetivos do Estado (da sua carta constitucional).<sup>708</sup>

Então, ao ressaltar a necessidade fiscal em conjunto com a finalidade extrafiscal, já se discute se ocorre o preenchimento do fator subjetivo da norma extrafiscal. Uma vez que resta clara a finalidade fiscal do tributo e, portanto, a necessidade de se observar os limites relacionados a tal norma.

No nosso entendimento, mesmo que tenha ocorrido expressa manifestação do legislador da norma para o cumprimento de objetivos fiscal – para um primeiro momento – e extrafiscal conjuntamente, isso não retiraria a análise do cumprimento constitucional sob a perspectiva extrafiscal (relativização dos limites do princípio da capacidade contributiva como materializador do princípio da igualdade material), podendo a norma indutora ultrapassar aqueles limites impostos à norma predominantemente fiscal.

Contudo, quando nos atemos aos fatores objetivos da norma extrafiscal, observamos o distanciamento das normas tributárias do modelo *Taxa Tobin* das normas extrafiscais indutoras de conduta; pois, quando se atrela objetivos

---

<sup>708</sup> Nesse sentido: "Não existe, porém, entidade tributária que se possa dizer pura, no sentido de realizar tão-só a fiscalidade, ou, unicamente, a extrafiscalidade. Os dois objetivos convivem, harmônicos, na mesma figura impositiva, sendo apenas lícito verificar que, por vezes, um predomina sobre o outro". (Paulo de Barros CARVALHO. *Curso de Direito Tributário*. São Paulo: Saraiva, 2000, p. 230. Também nesse mesmo sentido, observamos a doutrina no sentido da impossibilidade da existência de tributos neutros ou com uma carga exclusivamente fiscal ou extrafiscal, existindo sim tributos com cargas preponderantes, variando, segundo o autor, de acordo com sua própria natureza, fato gerador, competência tributária e, em certos casos, com a própria finalidade pré-fixada na Constituição Federal e no Código Tributário Nacional. (Marcos André VINHAS. *Regime jurídico dos incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004, nota de radapé 30, pp. 23-24.)

a serem cumpridos pelo Estado com a arrecadação da conduta a ser limitada, temos o verdadeiro distanciamento da conduta legislativa e da sua real busca.

Como mencionamos, as normas tributárias dirigistas, para limitarem a especulação abusiva, deveriam objetivar receitas decrescentes, colocando em risco o próprio produto da tributação. Ou seja, ainda que exista uma expressa necessidade financeira para a introdução do tributo, não deve o ente tributante se sustentar na sua arrecadação para promoção de atividades outras, pois a finalidade maior da norma tributária indutora é que não ocorra mais a conduta em que incide o tributo.

Com isso, percebemos que as normas tributárias do modelo *Taxa Tobin* não cumprem os fatores objetivos de uma norma predominantemente extrafiscal e, por isso, deve seguir, em consonância com a doutrina majoritária, de modo a proteger o contribuinte, os limites das normas fiscais, entre eles, principalmente, a vedação do confisco, etc. Dessa forma, as areias nas engrenagens da especulação nunca serão suficientes para eliminá-la. Cumprirá apenas parcialmente o objetivo constitucional; pois, no máximo, destruirá pequenas bolhas.

Assim, retomando-se a argumentação jurídica anteriormente destacada, para uma maior concretização do princípio do especulador-pagador, necessário se buscar uma forma que traga menor ofensividade àqueles que não deveriam sofrer com os possíveis atos governamentais para se evitar os atos abusivos dos especuladores.

Devemos para isso, observar os três estágios da “Lei da Ponderação” de Alexy, quais sejam: “o primeiro estágio é uma questão de estabelecer o grau de insatisfação ou prejuízo para o primeiro princípio. Segue-se para um segundo estágio, no qual é estabelecida a importância de satisfazer o princípio que está colidindo. Finalmente, o terceiro estágio responde a questão de saber se a importância de satisfazer o princípio que está colidindo justifica ou não a satisfação do primeiro princípio”.<sup>709</sup>

---

<sup>709</sup> Tradução livre do seguinte trecho: The first stage is a matter of establishing the degree of nonsatisfaction of, or detriment to, the first principle. This is followed by a second stage, in which the importance of satisfying the competing principle is established. Finally, the

Ou seja, levando a Lei da Ponderação acima trazida ao caso da tributação ao modelo *Taxa Tobin* e suas falhas já expostas, entendemos que não se estaria concretizando o princípio da redução das desigualdades sociais em sua plena magnitude e se estaria afetando mais do que o ideal o princípio da propriedade privada e da livre iniciativa.<sup>710</sup>

---

third stage answers the question of whether or not the importance of satisfying the competing principle justifies the detriment to, or non-satisfaction of, the first" (Robert ALEXANDER. "Constitutional rights, balancing and rationality". *Ratio Juris*. V. 16. N. 2. Jun. 2003, p.136)

<sup>710</sup> Assim, como bem ensina LUÍS ROBERTO BARROSO, quando há colisões entre normas constitucionais de igual hierarquia em abstrato, não pode o intérprete, apenas em abstrato solucionar o problema, sendo necessário o efeito criativo do intérprete, no caso concreto, para solucionar o problema, utilizando-se o que se chama de ponderação. Nesse sentido: Luís Roberto BARROSO. "Neoconstitucionalismo e Constitucionalização do Direito (O triunfo Tardio do Direito Constitucional do Brasil)", in Daniel SARMENTO; Cláudio Pereira de SOUZA NETO. *A Constitucionalização do Direito: Fundamentos teóricos e Aplicações específicas*. Editora Lumen Juris. Rio de Janeiro, 2007, p. 214-215.

E o mesmo doutrinador complementa:

"Neste cenário, a ponderação de normas, bens ou valores (v. infra) é a técnica a ser utilizada pelo intérprete, por via da qual ele (i) fará concessões recíprocas, procurando preservar o máximo possível de cada um dos interesses em disputa ou, no limite, (ii) procederá à escolha do direito que irá prevalecer, em concreto, por realizar mais adequadamente a vontade constitucional. Conceito-chave na matéria é o princípio instrumental da razoabilidade" (Luís Roberto BARROSO. *Neoconstitucionalismo e Constitucionalização do Direito (O triunfo Tardio do Direito Constitucional do Brasil)*, p. 215).

De maneira semelhante CRISTINA QUEIROZ demonstra a forma de utilizar-se o método da ponderação, vejamos:

A função do intérprete-aplicador, 'mediador entre a consciência social e a tradição dogmática', corporiza-se 'na determinação do modo de aceder à compreensão do texto (...), entre outros motivos pela ponderação de princípios que, no final, o intérprete deverá escolher' na base da sua expectativa do consenso 'como 'sã' sensibilidade moral ou como consciência moral de todos aqueles que pensam de modo racional e justo' (Cristina QUEIROZ. *Interpretação Constitucional e Poder Judicial: sobre a epistemologia da construção constitucional*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 142).

De fato, a ponderação é uma decorrência direta do método hermenêutico-concretizador desenvolvido por KONRAD HESSE (in HESSE, Konrad. *A força normativa da Constituição*. Porto Alegre: Fabris, 1991, p. 50.), que expõe a necessidade de o intérprete, através de uma atividade prática-normativa que possui por base a experiência concreta, preencher o sentido da norma interpretada, utilizando-se daquelas técnicas desenvolvidas pela nova hermenêutica constitucional.

Nesse sentido: Ana Carolina Lopes OLSEN. *A eficácia dos direitos fundamentais frente à reserva do possível*. Curitiba: UFPR, 2006, p. 68.

Assim, aplicando-se ao caso em tela, resta fácil perceber que, através das técnicas de ponderação, além de se buscar dar efetividade ao princípio da capacidade contributiva em matéria extrafiscal, nunca um princípio constitucional deve ser totalmente afastado quando ocorre colisão entre normas constitucionais de igual valor.

Podemos afirmar, desse modo, que a tributação ao estilo *Taxa Tobin* não estaria concretizando com precisão o princípio do especulador-pagador; pois, se existe outra forma de evitar a especulação odiosa que não gera efeitos negativos àqueles que não estão praticando os atos abusivos, necessário que esta seja tida como prioritária e que aquela outra postura (a que gera uma maior interferência) seja deixada de lado.<sup>711</sup>

---

<sup>711</sup> Mais adiante, analisaremos outra possibilidade de indução tributária que, no nosso entendimento, melhor cumpre a lei da ponderação de Alexy, concretizando de forma mais efetiva o princípio do especulador-pagador.

### 3. LIMITES JURÍDICOS DO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR

Existe uma grande divergência doutrinária sobre os limites jurídicos das normas tributárias com nítido conteúdo fiscal e das normas sem a prevalência do referido conteúdo.

Em síntese, questiona-se a possibilidade de utilização do princípio da capacidade contributiva para legitimar a tributação indutora e até mesmo a possibilidade de convivência do princípio da capacidade contributiva com a extrafiscalidade do tributo como um todo.

Apesar da dificuldade dos doutrinadores demonstrarem, percebemos que o que se discute, na realidade, é qual deve ser o verdadeiro e atual conteúdo do princípio da capacidade contributiva; <sup>712</sup> se o mesmo tem elementos suficientes para abranger a extrafiscalidade, se deve ser relativizado por outros princípios do sistema ou se o mesmo é incompatível com a extrafiscalidade.

Como uma tentativa de delimitação do conteúdo, KLAUS TIPKE, pautando suas ideias em um ideal de Justiça Fiscal dotado de grande conteúdo material – o doutrinador afirma que o Estado de Direito deve ser pautado em ética aplicada às leis fiscais – expõe como representativo do princípio da capacidade contributiva que “cada pessoa natural deve pagar o imposto com relação a sua renda disponível. Cada empresa deve pagar o imposto correspondente ao seu lucro”.<sup>713</sup> E, em outra obra, ainda complementa expondo que “todos devem pagar impostos pela quantidade de sua renda na medida em que ela ultrapassa o existencial e não deve ser utilizado para cumprir obrigações específicas de caráter inescapável”.<sup>714</sup>

---

<sup>712</sup> Nesse sentido: “GRIZIOTTI, há quase meio século, dizia que a capacidade contributiva indicava a potencialidade das pessoas de contribuir para os gastos públicos” (Sacha Calmon Navarro COELHO. *Curso de Direito Tributário Brasileiro*, 9ª Ed., Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 86).

<sup>713</sup> Klaus TIPKE. “Sobre a unidade da ordem jurídica tributária”, trad. de Luís Eduardo Schoueri, in *Direito Tributário – Estudos em Homenagem a Brandão Machado*. São Paulo: Dialética, 1998, p. 64.

<sup>714</sup> Livre tradução do seguinte trecho: El principio de capacidad económica debe definirse así: todos deben pagar impuestos con arreglo al importe de su renta, en la medida en que ésta

De toda forma, a capacidade contributiva vem sendo considerada como princípio básico do Direito Tributário, fornecendo o “ético-juridicamente sensato valor indicativo”, uma vez que teria marcado o direito tributário da mesma forma que a autonomia da vontade marca o direito civil.<sup>715</sup>

É imperioso que, muitas vezes, o princípio da capacidade contributiva acaba sendo tratado como princípio da capacidade econômica,<sup>716</sup> existindo também muitos doutrinadores que identificam um conteúdo comum de tais princípios.<sup>717</sup>

Em função dessa identidade do princípio da capacidade contributiva como capacidade econômica, durante a década de 80, principalmente por influência dos doutrinadores alemães, passou-se a prevalecer que aquele (princípio da capacidade contributiva) não poderia ser considerado como critério único e exclusivo da justiça do tributo, pois o mesmo não serviria para explicar adequadamente as possíveis diferenças de tratamento fiscal que o legislador desejasse introduzir.<sup>718</sup> E, por isso, passou-se a utilizar o princípio da igualdade, no seu sentido material, como legitimador dos incentivos fiscais e da extrafiscalidade como um todo.<sup>719</sup>

---

exceda del mínimo existencial y no deba utilizarse para atender obligaciones particulares de carácter ineludible. (Klaus TIPKE. *Moral Tributaria del Estado y de los contribuyentes (Besteuerungsmoral und Steuermoral)*. Traducción, presentación y notas a cargo de Pedro M. Herrera Molina. Madrid: Marcial Pons, 2002, p.36).

<sup>715</sup> Klaus TIPKE. *Direito Tributário (Steuerrecht)*. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris Ed., 2008, p. 201-202.

<sup>716</sup> Nesse sentido são as palavras de Roque Antônio CARRAZA: “Estamos percebendo que, no Brasil, capacidade contributiva é o mesmo que capacidade econômica. Conquista do Estado Moderno, ajuda a realizar a justiça fiscal, porque tem por escopo fazer com que cada pessoa colabore com as despesas públicas na medida de suas possibilidades.” (Roque Antônio CARRAZA. *Curso de Direito Constitucional Tributário*. 25ª edição, São Paulo: Malheiros, 2009, p. 111).

<sup>717</sup> Com efeito, em apertada síntese, capacidade econômica significa a disposição de obtenção de riqueza, o pressuposto primeiro da capacidade contributiva. Nesse sentido: Edilson Pereira NOBRE JÚNIOR. *Princípio Constitucional da Capacidade Contributiva*. Porto Alegre: Sergio Antônio Fabris Editor, 2001, p. 102.

<sup>718</sup> Nesse sentido: Ernesto Lejeune VALCÁRCEL. “El Principio de Igualdad”. in Andrea AMATUCCI. *Tratado de Derecho tributário*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001, p. 223.

<sup>719</sup> Em sentido similar, adequando o conteúdo do princípio ao contexto da Constituição da República brasileira, RICARDO LOBO TORRES afirma que o “conceito só pode ser obtido com a intermediação dos princípios legitimadores da igualdade, ponderação e razoabilidade, com a reflexão das limitações constitucionais ao poder de tributar e das possibilidades fáticas da mensuração da riqueza de cada qual, tudo o que leva à procura de uma saída



Em que pese isso, hoje quando se emprega o princípio da igualdade em matéria tributária logo vem à mente o princípio da capacidade contributiva, uma vez que a doutrina se posiciona, de forma majoritária, no sentido de considerar o princípio da capacidade contributiva como a representação do princípio da Igualdade em matéria tributária. Inclusive, inúmeras Constituições sequer possuem expressamente o princípio da capacidade contributiva, sendo observado o mesmo através do Princípio da Igualdade.<sup>720</sup>

## A) CONSAGRAÇÃO DO PRINCÍPIO DA CAPACIDADE CONTRIBUTIVA

721

Desde o ponto 12 da Magna Carta, de 1215,<sup>722</sup> do item I da Petição de Direitos de 1628,<sup>723</sup> na Inglaterra, ou, depois, da contribuição dada pela

---

procedimentalista e discursiva". (Ricardo Lobo TORRES. *Tratado de Direito Constitucional Financeiro e Tributário - valores e princípios constitucionais tributários*. Volume II. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, 292)

<sup>720</sup> A título exemplificativo, podemos citar a constituição Alemã e a constituição dos Estados Unidos.

<sup>721</sup> Ao tratar da origem da tributação, afirma-se que "remota às épocas mais antigas da história da humanidade; distancia-se e desaparece nas sombras incertas do passado mais longínquo". Apesar disso, parece ser "impossível negar a íntima relação entre a organização política dos Estados e a sua organização financeira" (Bernardo Ribeiro MORAES. *Compêndio de Direito Tributário*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1993, p. 104). Para não retomarmos as épocas mais antigas da história, retomemos daquilo que entendemos por Estado moderno.

<sup>722</sup> 12 – Nenhuma "ajuda" ou "tributo de isenção militar" será estabelecida em nosso reino sem o consentimento geral, a não ser para o resgate de nossa pessoa, para fazer cavaleiro nosso filho primogênito, e para casar nossa filha primogênita. Para estes propósitos, somente poderá ser estabelecida uma ajuda razoável. De igual maneira se procederá quanto às ajudas da cidade de Londres.

<sup>723</sup> "I. Os lordes espirituais e temporais e os comuns, reunidos em parlamento, humildemente lembram ao rei, nosso soberano e senhor, que uma lei feita no reinado do rei Eduardo I, vulgarmente chamada *Statutum de tallagio non concedendo*, declarou e estabeleceu que nenhuma derrama ou tributo (*tallage or aid*) seria lançada ou cobrada neste reino pelo rei ou seus herdeiros sem o consentimento dos arcebispos, bispos, condes, barões, cavaleiros, burgueses e outros homens livres do povo deste reino; que, por autoridade do Parlamento, reunido no vigésimo quinto ano do reinado do rei Eduardo III, foi decretado e estabelecido que, daí em diante, ninguém poderia ser compelido a fazer nenhum empréstimo ao rei contra a sua vontade, porque tal empréstimo ofenderia a razão e as franquias do país; que outras leis do reino vieram preceituar que ninguém podia ser sujeito ao tributo ou imposto chamado *benevolence* ou a qualquer outro tributo semelhante, que os nossos súditos herdaram das leis atrás mencionadas e de outras boas leis e provisões (*statutes*) deste reino a liberdade de não serem obrigados a contribuir para qualquer taxa, derramo, tributo ou qualquer outro imposto que não tenha sido autorizado por todos, através do Parlamento."

“doutrina do Fisco”, bem como pelo Estado Fiscal,<sup>724</sup> passando pelos ideais do princípio da equivalência dos contratualistas e por Adam Smith, a busca na redução do arbítrio do detentor do Poder na cobrança dos tributos foi sendo forjada e foi evoluindo.

Na obra de Adam SMITH, já podemos observar a utilização do princípio da capacidade contributiva aplicado à defesa da sociedade e ao sustento da dignidade do magistrado supremo, uma vez que beneficiavam toda a sociedade de forma geral. Já quando relacionada às despesas com a administração da justiça, propunha que deveria tanto utilizar o princípio da capacidade contributiva como o princípio da equivalência, pois aqueles que davam causa à despesa deveriam também procurar repará-la. E, finalmente, as despesas locais deveriam ser cobertas por uma receita local, sem onerar a receita geral da sociedade. Concluindo sua análise tributária, Adam SMITH afirmou ser “injusto exigir que toda a sociedade contribua para custear uma despesa cuja aplicação beneficia apenas uma parte dessa sociedade”.<sup>725</sup>

---

<sup>724</sup> Conforme lembrado por Otto Mayer, durante o século XVII e XVIII, o Estado Fiscal já foi instituído com a finalidade de reduzir o arbítrio dos detentores do poder político, pois o Fisco passava a ser uma pessoa jurídica distinta da figura do Imperador, tido aquele como os demais súditos; sendo-lhe aplicado, inclusive, o direito privado. (Otto MEYER. *Derecho administrativo alemán*. Tradução de Horacio H. Heredia e Ernesto Krotoschin. Buenos Aires: Ediciones Depalma, 1982, t. 1, 59-62).

<sup>725</sup> Vejamos nas próprias palavras do doutrinador:

“Tanto a despesa destinada à *defesa da sociedade* como a destinada ao *sustento da dignidade do magistrado supremo* são aplicadas em benefício geral de toda a sociedade. É, pois, justo que ambas sejam cobertas pela contribuição geral de toda a sociedade, contribuindo todos os seus membros, na medida do possível, em proporção com suas respectivas capacidades. (...) Sem dúvida, também a despesa com a administração da justiça pode ser considerada como sendo aplicada em benefício de toda a sociedade. Por isso, não é injusto que ela seja paga com a contribuição geral de toda a sociedade. Entretanto, as pessoas que causam essa despesa são aquelas que, por sua injustiça, cometida de uma forma ou de outra, fazem com que seja necessário procurar reparação ou proteção dos tribunais de justiça. Por sua vez, as pessoas mais diretamente beneficiadas com esse gasto são aquelas a quem os tribunais de justiça restituem ou mantêm os direitos. Por isso, as despesas com administração da justiça podem ser muito apropriadamente cobertas pela contribuição particular de uma ou de outra dessas duas categorias de pessoas, ou pelas duas, conforme o exige a diversidade de circunstâncias — em outras palavras, com as taxas judiciárias. Pode não ser necessário recorrer, neste caso, à contribuição geral da sociedade, a não ser para processar os criminosos que, pessoalmente, carecem de propriedade ou fundo suficientes para pagar tais taxas. (...) As despesas locais ou provinciais que beneficiam apenas um lugar ou uma província (por exemplo, as que se aplicam no policiamento de uma cidade ou de um distrito em particular) devem ser cobertas por uma receita local ou provincial, sem onerar a receita geral da sociedade”. (Adam SMITH. *A Riqueza das Nações: Investigação sobre sua Natureza e suas Causas*. Volume II. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996, Livro Quinto, Coleção “Os Economistas”. p. 272).

Se nos basearmos pelo contexto vivenciado por Adam Smith, discordamos dessa sua conclusão, uma vez que a pouca utilização do princípio da capacidade contributiva e a total prevalência da ideia baseada no princípio da equivalência, como se percebe, eram falhos no sentido de não procurarem reduzir as desigualdades, pois o necessitado que precisa do auxílio do Estado para manutenção da sua saúde ou da sua educação passaria a contribuir mais do que aquele abastardo que não necessita desses serviços do Estado.

Logo em seguida, a Revolução Francesa, com o seu sentido inicial de modificar a estrutura da sociedade, trouxe a ideia de capacidade contributiva definitivamente como uma forma de redução das desigualdades sociais, protegendo o contribuinte da obrigação de ter que contribuir mais para receber mais.

Lembremos, novamente, que, nessa época, o Estado era a representação das classes opressoras e a luta era contra o Estado absolutista. Somente depois, quando já cessado o ecoado brado revolucionário e consolidadas as instituições liberais, juntamente com a própria evolução do Direito, concretizou-se a capacidade contributiva como um princípio dotado de caráter nitidamente jurídico, na tentativa de atribuir proteção constitucional ao sujeito passivo.<sup>726-727</sup>

Como já demonstrado, logo se passou a associar o princípio da capacidade contributiva como capacidade econômica, já que quem tinha mais

---

<sup>726</sup> Klaus Tipke possui posicionamento semelhante ao aqui exposto, talvez um pouco distinto devido à conjura diferenciada da sua nação pátria em relação à nossa. Vejamos:

“(…) Quem contra isso se volta, não se dá conta de que o princípio da capacidade contributiva evoluiu de um princípio político de redistribuição para um de Direito, que sobretudo concretiza a proteção constitucional do sujeito passivo tributário perante o Estado. (...) O princípio da capacidade contributiva não é somente princípio de intervenção, mas também de proteção”. (Klaus TIPKE, *Direito Tributário (Steuerrecht)*. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris Ed., 2008, 202).

<sup>727</sup> Nesse ínterim, a carta imperial brasileira de 1824, no seu art. 179, XV, trouxe que “ninguém será exempto de contribuir para as despesas do Estado em proporção dos seus haveres”. No entanto, na prática, os tributos continuavam a serem lançados e arrecadados sem método, uniformidade ou racionalidade.<sup>727</sup>

E a previsão do princípio da capacidade contributiva foi expressamente repetida nas demais constituições, com exceção daquelas de regime ditatorial. Entretanto, como se sabe, até então se mostra, ainda, muito controversa a sua adequada utilização pelo Estado brasileiro.

pagaria mais e, com a prevalência da teoria do imposto como típico tributo desvinculado, passou a se retirar qualquer ligação entre os valores recebidos pelo Estado e a obrigação de gastar mais com quem contribuiu mais. E, desde então, como bem traz MOSCHETTI, a capacidade contributiva se ligava ao dever de solidariedade (art. 2.º da Constituição Italiana, que desenvolve a ideia de qualificação da capacidade econômica como capacidade de realizar o dever de solidariedade) compreendido como uma cooperação altruísta voltada a fins de interesse coletivo.<sup>728</sup>

Não demorou muito para que o princípio da capacidade contributiva fosse consagrado explícita ou implicitamente em todas as constituições dos Estados-Providência pelo seu evidente caráter social, caracterizando a capacidade contributiva como princípio básico do Direito Tributário.<sup>729</sup>

## **B) LIMITES FISCAIS DO PRINCÍPIO DA CAPACIDADE CONTRIBUTIVA**

Durante algum tempo, apesar de sua evidente importância, o princípio da capacidade contributiva esteve em evidente crise devido à inegável dificuldade de delimitação do seu conteúdo e à consagração do positivismo em termos estritos. Contudo, convém mencionar que tanto o entendimento doutrinário como, jurisprudencial alemão mais recente, impulsionados pelos julgados do Tribunal Constitucional, repudiam uma antiga corrente doutrinária existente no sentido de que o citado princípio, de tão indeterminado, não se poderia extrair conteúdo algum. A modificação do raciocínio jurídico, já demonstrado anteriormente, trouxe novamente a aplicação do princípio, afirmando ser certo que o presente princípio possui conteúdo indeterminado, mas o mesmo é plenamente determinável, uma vez que sob certas

---

<sup>728</sup> Nesse sentido: Francesco MOSCHETTI. "El principio de la capacidad contributiva". in Andrea AMATUCCI. *Tratado de Derecho tributario*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001, p. 277.

<sup>729</sup> Nesse sentido: Klaus TIPKE. *Direito Tributário (Steuerrecht)*, 201-202.

circunstâncias, o pluralismo democrático não deixa espaços para várias concepções defensáveis.<sup>730</sup>

Assim, pautado precipuamente no valor supremo da dignidade humana – valor este tão enaltecido pelos constitucionalistas modernos –, existe certo consenso doutrinário que o conteúdo do princípio da capacidade contributiva somente pode transitar entre dois limites certos.

O primeiro limite seria o chamado “mínimo existencial”, ou seja, só se poderia tributar ou só existiria capacidade contributiva além desse mínimo existencial. Segundo a jurisprudência da Corte Constitucional Alemã, tal ideal deriva do princípio do Estado Social, pautando-se na afirmação de que o Estado deve deixar isenta parcela da renda do contribuinte que seja necessária para que este logre as mínimas condições de existência digna.<sup>731</sup>

Assim, enquanto a renda não ultrapassar o mínimo existencial, não há capacidade contributiva, pois “o Estado não pode, como Estado Tributário, subtrair o que como Estado Social deve devolver”.<sup>732</sup>

O outro limite seria a chamada vedação do confisco, ou seja, só se pode tributar ou só existiria capacidade contributiva aquém do confisco, pois como já trazido em 1612 por JAKOB BORNITZ, “quando se mata as galinhas não se põe mais ovos”.<sup>733</sup>

---

<sup>730</sup> Klaus TIPKE; Douglas YAMASHITA. *Justiça Fiscal e Princípio da Capacidade Contributiva*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 31-32. Ainda de maneira mais detalhada: Klaus TIPKE. *Moral Tributaria del Estado y de los contribuyentes (Besteuerungsmoral und Steuermoral)*. Traducción, presentación y notas a cargo de Pedro M. Herrera Molina. Madrid: Marcial Pons, 2002, pp. 34-38.

<sup>731</sup> ROQUE ANTÔNIO CARRAZZA traz entendimento nesse mesmo sentido: “Por outro lado, os recursos econômicos indispensáveis à satisfação das necessidades básicas das pessoas (mínimo vital), garantidas pela Constituição, especialmente em seus arts. 6º e 7º (alimentação, vestuário, lazer, cultura, saúde, educação, transporte etc.), não podem ser alcançados pelos impostos. Tais recursos devem ser salvaguardados pela cuidadosa criação de situações de não-incidência ou mediante oportunas deduções legislativas autorizadas”. Roque Antônio CARRAZZA. Curso de *Direito Constitucional Tributário*. 25ª edição, São Paulo: Malheiros, 2009, p. 109.

<sup>732</sup> Klaus TIPKE; Douglas YAMASHITA. *Justiça Fiscal e Princípio da Capacidade Contributiva*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 34. É bem interessante a argumentação trazida pelo doutrinador alemão, já que evidencia a busca por evitar comportamentos contraditórios pelo Estado, consagrando, desse modo, além dos princípios da dignidade da pessoa humana e do Estado Social, também os princípios da moralidade e da boa-fé.

<sup>733</sup> Podemos ver a expressa manifestação da vedação ao efeito confiscatório do tributo na Constituição brasileira (1988), art. 150, IV; e na Constituição espanhola (1978), art. 31.1.

Mas então surge um questionamento também existente para o mínimo existencial, quando ocorreria esse conceito de confisco?

Pela doutrina prevalecente, existe confisco quando a tributação retira a rentabilidade de uma empresa ou a leva ao colapso, ou mesmo quando absorve todos os rendimentos do patrimônio.<sup>734</sup> Ocorreria ainda quando o tributo fica com o principal do patrimônio, ou priva o cidadão dos meios necessário para a vida.<sup>735</sup>

É oportuno apresentar uma teoria levantada pelo tributarista PAUL KIRCHHOF, que tenta trazer parâmetros objetivos do que seria confisco, através do chamado “princípio da repartição pela metade” vejamos:

“metade dos rendimentos auferidos pelo contribuinte deve remanescer com este, servindo ao seu bem-estar privado; a outra metade pode ser utilizada para pagamento de impostos e, assim, servir ao bem da coletividade”.<sup>736</sup>

O doutrinador acima citado retira tal entendimento de uma interpretação do art. 14, II, da Constituição alemã, que afirma que “a propriedade obriga. Seu uso deve servir da mesma forma ao bem da sociedade”. Assim, segundo o PAUL KIRCHHOF, quando a Constituição traz da “mesma forma ao bem da

---

<sup>734</sup> Tradução e adaptação livres do seguinte trecho: “La doctrina supone la existencia de confiscación en los siguientes supuestos:

- Si la tributación colapsa una empresa o hace que deje de ser rentable.
- Si la tributación absorbe todos los rendimientos del patrimonio.
- Cuando el impuesto ha de pegarse con la substancia del patrimonio.
- Cuando el impuesto priva al ciudadano de los medios necesarios para la vida.

- Cuando el Impuesto sobre Sucesiones deja vacío de contenido el derecho a la herencia.” (Klaus TIPKE. *Moral Tributaria del Estado y de los contribuyentes (Besteuerungsmoral und Steuermoral)*. Traducción, presentación y notas a cargo de Pedro M. Herrera Molina. Madrid: Marcial Pons, p. 60-61).

<sup>735</sup> Também nesse sentido: “Costuma-se supor confisco quando o imposto é tão alto que ele pode ser recolhido apenas da substância patrimonial, ou quando ele consome completa ou quase completamente o rendimento de capital, ou quando ele torna não rentável uma empresa, ou a leva à sua paralisia.” (Klaus TIPKE; Douglas YAMASHITA. *Justiça Fiscal e Princípio da Capacidade Contributiva*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 8).

<sup>736</sup> Klaus TIPKE; Douglas YAMASHITA. *Justiça Fiscal e Princípio da Capacidade Contributiva*, 45. Importa destacar que K.H. Friauf, em conferência pronunciada em 1988 ante a sociedade alemã de tributarista, expôs que a zona constitucionalmente duvidosa sobre a ocorrência ou não de confisco começa quando a carga tributária alcança 50% da renda percebida.

sociedade” significaria que metade da propriedade deve ser destinada a coletividade através da tributação.

Entendemos que essa interpretação, em que pese a exatidão lógica dos números, apega-se a um formalismo exagerado e está um pouco distante das realidades vivenciadas por outros países, ou seja, acreditamos que não pode existir um critério tão objetivo em um conceito de tão distintas aplicações práticas.<sup>737</sup>

Realizando críticas à tese de K.H. FRIAUF e de P. KIRCHHOF, KLAUS TIPKE questiona se realmente se faz urgente o estabelecimento de um limite constitucional para a tributação e desenvolve a ideias de que a solução somente pode ser dada no caso concreto pelos Poderes do Estado, uma vez que se trata de máximas indeterminadas de valoração.<sup>738</sup>

### **C) LIMITES EXTRAFISCAIS DO PRINCÍPIO DA CAPACIDADE CONTRIBUTIVA E DO PRINCÍPIO DA IGUALDADE MATERIAL**

Agora, convém adentrar em matéria bastante discutida pela doutrina mundial durante a segunda metade do século XX. Como se viu, há pouco, o princípio da capacidade contributiva foi idealizado como princípio político para

---

<sup>737</sup> Acreditamos que é bastante diferente o conceito de confisco em uma sociedade onde há o retorno do bem tributado aos próprios cidadãos de outra, como a nossa, na qual o tributo é compulsoriamente tomado e não observamos a adequada utilização do mesmo, portanto não existindo o devido retorno à sociedade. Necessário se faz destacar que o entendimento aqui exposto não será melhor aprofundado, uma vez que não se trata do ponto chave deste trabalho. Mas são vários e interessantes questionamentos que se pode desenvolver dessas ideias, uma vez que há aqueles que pensam de forma contrária ao aqui trazido, pois consideram que se estaria penalizando o Estado pela má-gestão ou mesmo má-fé dos administradores públicos, em raciocínio similar à teoria da empresa. Mas, mesmo assim, entendo que a partir do momento em que há uma reiterada omissão por parte do Estado na fiscalização, no cumprimento das normas, na punição ou mesmo na tentativa de modificação da situação hoje existente e revoltante, faz-se obrigatório não fechar os olhos para a nossa realidade e não onerar ainda mais a sociedade pelos caprichos e desmandos daqueles que cotidianamente empurram o Estado brasileiro para o colapso social.

<sup>738</sup> Análise conjunta dos seguintes trabalhos: Klaus TIPKE. *Moral Tributaria del Estado y de los contribuyentes (Besteuerungsmoral und Steuermoral)*. Traducción, presentación y notas a cargo de Pedro M. Herrera Molina. Madrid: Marcial Pons, p. 70; Klaus TIPKE e Douglas YAMASHITA. *Justiça Fiscal e Princípio da Capacidade Contributiva*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 44.

modificar a forma de tributação e realizar modificações sociais. Após a consolidação do Estado burguês, passou o princípio da capacidade contributiva a possuir *status* jurídico, tornando-se o principal instrumento materializador do grande princípio da justiça tributária, devendo a legitimação constitucional do tributo, sua estrutura e sua quantificação decorrer totalmente da análise desse princípio, que ditava a relação tributária em sua vertente estritamente fiscal, uma vez que a própria doutrina não analisava a vertente extrafiscal da tributação.

Os doutrinadores, ao perceberem tal vertente, tentaram compatibilizar o princípio da capacidade contributiva e os fins extrafiscais do tributo, insistindo em que nunca o fim extrafiscal legitimaria o abandono do princípio da capacidade contributiva.<sup>739</sup> Entretanto, formou-se uma grande discussão doutrinária sobre tal questão, uma vez que se argumentava que o princípio da capacidade contributiva conseguiria explicar tão-somente o tributo em sua vertente fiscal, de sorte que a finalidade não-arrecadatória formava parte do conceito mesmo de tributo, devendo, por isso, utilizar-se um princípio mais abrangente.

Debatia-se no sentido de que, se o tributo possuísse finalidade exclusivamente fiscal, o princípio da capacidade seria plenamente adequado; mas, se a resposta fosse negativa, observa-se a insuficiência do princípio da capacidade contributiva.

Tal ideia não havia de prevalecer, pois se considerava muito difícil, em certos casos, distinguir quais seriam os aspectos fiscais e quais seriam os extrafiscais de um tributo, além de que necessário se impunha observar o sistema tributário de forma global e não fracionada.

De fato, como já demonstrado, não há como fugir do efeito extrafiscal do tributo, não existe uma exação exclusivamente fiscal, seria como fechar os olhos para uma verdade incontestável que pode gerar efeitos irreversíveis para a sociedade. Sendo necessário utilizá-lo para alcançar a melhor concretização dos fins constitucionais.

---

<sup>739</sup> Ernesto Lejeune VALCÁRCEL. "El principio de Igualdad". in Andrea AMATUCCI. *Tratado de Derecho tributario*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001, p. 221-222.



Em sentido semelhante, vejamos a doutrina de ERNESTO LEJEUNE VALCÁRCEL:

“Também se levantou a possibilidade de manter o predomínio do princípio da capacidade contributiva sob o argumento de este somente tem aplicação naqueles ingressos públicos que são expressão de uma forma de distribuição das verbas públicas, mas tal ideia foi considerada de difícil aceitação, pois não é fácil distinguir quais são os seus aspectos fiscais e quais seus extrafiscais, além de que, para se ter um correto entendimento do sistema tributário, exige-se uma análise global do mesmo”.<sup>740</sup>

De forma bastante didática, a doutrina<sup>741</sup> sistematiza três correntes distintas sobre esse conflito, vejamos:

A primeira corrente defende a impossibilidade de se relacionar qualquer norma tributária indutora por ferir o princípio da igualdade, afirmando pela impossibilidade de se utilizar um tributo com fins extrafiscais.

A segunda corrente – plenamente majoritária<sup>742</sup> – entende pela aplicação do princípio da Igualdade às normas tributárias indutoras, como verdadeiras exceções ou violações à aplicação do princípio da capacidade contributiva.<sup>743</sup>

---

<sup>740</sup> Ernesto Lejeune VALCÁRCEL. *El principio de Igualdad*, 225.

<sup>741</sup> Luís Eduardo SCHOUERI. *Normas Tributárias Indutoras e Intervenção Econômica*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005, p. 277-8.

<sup>742</sup> Também defendida por doutrinadores brasileiros como RICARDO LOBO TORRES, MISABEL ABREU MACHADO DERZI, JOSÉ SOUTO MAIOR BORGES, dentre outros. Segundo Ricardo Lobo Torres a capacidade contributiva está inteiramente ligado ao valor de justiça e apresenta uma gama de subprincípios, quais sejam: Proporcionalidade; progressividade; seletividade; personalização; universalidade; generalidade; neutralidade; repercussão legal obrigatória; não-cumulatividade; país de destino. (Ricardo Lobo TORRES. *Tratado de direito Constitucional Financeiro e Tributário: Valores e Princípio Constitucionais Tributários*. Vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 312-343.)

<sup>743</sup> Segundo Paulo Caliendo (Paulo CALIENDO. *Direito Tributário e Análise Econômica*. Ed. Elsevier, 2008, p 285-6), das diversas funções do princípio da igualdade, as principais as funções que o princípio da igualdade exerce para o princípio da capacidade contributiva são as seguintes:

- Princípio-gênero: norma geral da qual deriva a norma especial;
- Princípio-finalidade: norma teleológica que prescreve um fim, constituindo a capacidade contributiva a atuação ou um meio para se atingir o fim;
- Princípio-autorização: Serve como ponto de partida do raciocínio judicial.

Podemos observar que são bastante semelhantes as funções exercidas pelo princípio da igualdade nesse caso, segundo o doutrinador Paulo Caliendo, àquelas exercidas pelo valor supremo da dignidade da pessoa humana a todo o ordenamento jurídico.

Como já se demonstrado acima, há uma estreita relação entre o princípio da capacidade contributiva e o princípio da dignidade da pessoa humana, sendo este por demais influente na delimitação dos extremos do conteúdo deste princípio tributário. E para determinar a correta utilização no caso concreto, importa observar o princípio da igualdade (em seu sentido material), que deve ser aplicado sempre naquele entrecorte dos extremos acima enunciados.

Assim, para tal doutrina, o princípio da Capacidade Contributiva atuaria como uma representação do princípio da Igualdade em matéria tributária<sup>744</sup> Podemos observar tal posicionamento também através da doutrina espanhola que deixa bem expressa o posicionamento da Corte Suprema daquele país nesse sentido:

Quanto aos demais, a própria jurisprudência constitucional vem entendendo muitas vezes o princípio da capacidade contributiva como expressão da exigência da igualdade substancialmente qualificada, só que se conduz a resultados não muito diferentes daquelas que apenas se deduzir do princípio geral da igualdade.<sup>745</sup>

KLAUS TIPKE afirma que tal princípio se apoia basicamente três fundamentos: no princípio da igualdade, no princípio do Estado Social e no princípio da Liberdade.<sup>746</sup> Significando cada um desses o seguinte:

---

<sup>744</sup> Nesse sentido, vejamos também as palavras de ROQUE ANTÔNIO CARRAZZA quando tratou especificamente sobre a incidência do princípio da igualdade nos impostos:

“O princípio da Igualdade exigem que a lei, tanto ao ser editada, quanto ao ser aplicada: a) não discrimine os contribuinte que se encontram em situação jurídica equivalente; b) discrimine, na medida de suas desigualdades, os contribuintes que não se encontram em situação jurídica equivalente.”

“No caso dos impostos, estes objetivos são alcançados levando-se em conta a capacidade contributiva das pessoas (físicas ou jurídicas). A lei deve tratar de modo igual os fatos econômicos que exprimem igual capacidade contributiva e, por oposição, de modo diferenciado os que exprimem capacidade contributiva diversa.” (Roque Antônio CARRAZA. *Curso de Direito Constitucional Tributário*. 25ª edição, São Paulo: Malheiros, 2009, p. 97).

<sup>745</sup> Tradução livre do seguinte trecho: En cuanto a lo demás, la propia jurisprudencia constitucional, há ido a menudo asumiendo el principio de capacidad contributiva como expresión de la exigencia de una igualdad substancialmente cualificada, solo si conduce a resultados no demasiado diversos de aquellos que apenas deducirse del principio general de igualdad (Salvatore LA ROSA. “Los beneficios tributários”, in Andrea AMATUCCI. *Tratado de Derecho tributário*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001, p. 404-405).

<sup>746</sup> O conceito indeterminado de justiça é concretizado num primeiro nível como segue: justiça por meio de tratamento isonômico; tratamento isonômico segundo um critério adequado de justiça; justiça social – tributação socialmente justa com base num princípio adequado à matéria que pode ser sacrificado por princípios de mesmo valor.

- O princípio da igualdade exige que a carga tributária total seja igualmente distribuída entre os cidadãos.
- O componente social da justiça exige que os ricos contribuam proporcionalmente mais que os mais pobres.
- O princípio da liberdade põe limites à oneração fiscal do contribuinte.

Assim, tal corrente defende basicamente que “o princípio da capacidade contributiva é critério comparativo para normas de fim fiscal; mas normas de fim social valem princípios, que são apropriados para justificar derrogações do princípio da capacidade contributiva”.<sup>747</sup>

O argumento desenvolvido é basicamente que há incompatibilidade ou insuficiência entre o conceito de capacidade contributiva, que pressupõe capacidade econômica e disponibilidade de riqueza, e os fins extrafiscais; pois, como no caso da isenção fiscal, estaria incompatível com a disponibilização de riqueza ou mesmo com a capacidade econômica. Então, a doutrina entende que, quando se tratar dos fins extrafiscais do tributo, devemos procurar observar o princípio da Igualdade em seu sentido material, relativizando o princípio da capacidade contributiva ou complementando-o.

Segundo entendimento doutrinário prevalecente na Alemanha, os princípios que justificam a relativização da capacidade contributiva são os seguintes: o princípio do Bem Comum, o princípio da Necessidade e o princípio do Merecimento, todos decorrentes diretos do princípio da Igualdade. Assim, consoante o Repertório Oficial de Decisões do Tribunal Constitucional Federal (*BVerfGE – Amtliche Sammlung von Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts* 93, 121, 148), exige-se que os favorecimentos fiscais (*Steuervergünstigungen*) admitam justificações “referidas ao Bem Comum”; caso contrário, viola-se a regra da igualdade.<sup>748</sup> O princípio da necessidade “toma em consideração a necessidade econômica através da

---

<sup>747</sup> Klaus TIPKE. *Direito Tributário (Steuerrecht)*. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris Ed., 2008, p. 203. Também nesse sentido: Ernesto Lejeune VALCÁRCEL. “El Principio de Igualdad”. In Andrea AMATUCCI. *Tratado de Derecho tributario*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001, p. 222.

<sup>748</sup> Logo à frente se discutirá o significado do que seja “bem comum”.

desoneração fiscal (*Steuerentlastung*). Normas de finalidade social, que realizam o princípio da necessidade, devem ser diferenciadas com precisão das normas de finalidade fiscal, que não consideram a existente capacidade contributiva tributária, como por exemplo, normas para a isenção tributária (*steuerlichen Freistellung*) do mínimo necessário para a sobrevivência. E o princípio do merecimento “pretende recompensar uma determinada conduta, proveitosa ao interesse coletivo. (...) devem incentivar uma tal conduta como especialmente favorecimentos fiscais para investimentos em regiões economicamente mais fracas ou para fins de Bem Comum”.<sup>749</sup>

Também dentro do contexto da prevalência do princípio da Igualdade, conclui VALCÁRCEL que a capacidade contributiva tem um papel indiscutível de servir de pressuposto legitimador do tributo, enquanto que, como critério de distribuição das cargas tributárias, somente é útil como uma das funções do princípio da igualdade material e como especificação do referido princípio.<sup>750</sup>

Criticando a corrente defensora da não aplicação do princípio da igualdade nos conteúdos extrafiscais, mas sim do próprio princípio da capacidade contributiva (3ª corrente), SALVATORE LA ROSA afirma que, quando a referida corrente diz que a capacidade contributiva, apesar de pressupor capacidade econômica e disponibilidade de riqueza, não se identifica inteiramente com esta última (disponibilização de riqueza), e que a Constituição permite uma valoração diferente (também por razões de ordem extrafiscais) da capacidade contributiva à igualdade de riqueza, estar-se, na verdade, limitando a relevância do artigo constitucional que traz a capacidade contributiva como princípio de justiça distributiva.<sup>751</sup>

---

<sup>749</sup> Klaus TIPKE. *Direito Tributário (Steuerrecht)*. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris Ed., 2008, p. 230-232.

<sup>750</sup> Resulta, pues, que la capacidad contributiva tiene un papel ineludible, cual es el de servir de presupuesto legitimador Del tributo, mientras que como critério de distribución de las cargas tributarias, solo es útil para cumplir com uma de las funciones Del principio de igualdad (mantener la igualdad de hecho), y como especificación de dicho principio. (Ernesto Lejeune VALCÁRCEL. “El Principio de Igualdad”. *in*, Andrea AMATUCCI. *Tratado de Derecho tributário*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001, p. 230)

<sup>751</sup> E o doutrinador complementa sua ideia: “Mas se isso for verdade, logo se admitirá, por coerência lógica, a possibilidade de um tratamento fiscal favorável também para aqueles fins distintos daqueles protegidos constitucionalmente; e excluir-se-á que, em relação com estes últimos (benefício fiscal para fins distintos daqueles previstos na constituição), também

Em obra de grande valor e de posicionamento diferenciado, REGINA HELENA COSTA demonstra a possibilidade de adequação dos efeitos extrafiscais ao princípio da capacidade quando dividiu esta em capacidade contributiva objetiva (ou absoluta)<sup>752</sup> e capacidade contributiva subjetiva (ou relativa).<sup>753</sup> A doutrinadora separando a função de cada elemento da divisão, informa que a capacidade contributiva objetiva serviria como pressuposto jurídico do imposto, servindo para determinar qual fato abstrato poderia ser eleito como fato gerador; enquanto que a capacidade contributiva subjetiva serviria como critério de graduação do imposto e de limite a tributação. Assim, ainda nos fatos geradores de tributos extrafiscais, haveria um signo presuntivo de riqueza (capacidade contributiva objetiva) e um limite da graduação (capacidade contributiva subjetiva).<sup>754-755</sup>

---

não possa se considerar como constitucionalmente devidos os benefícios fiscais”Tradução livre e adaptação do seguinte trecho da obra do citado doutrinador: “Decir, en efecto, que la capacidad contributiva, a pesar de presupor capacidad económica y disponibilidad de riqueza, no se identifica toda con esta última, y que la Constitución permite una diversa valoración (también por razones de orden extrafiscal) de la capacidad contributiva a igualdad de riqueza, equivale a limitar (o inclusive vaciar) la relevancia del artículo 53 de la Constitución italiana como principio de justicia distributiva. Pero, si esto es verdad, debe luego admitirse en coherencia la posibilidad de tratamientos fiscales de favor también para fines distintos de aquellos tutelados en el ámbito constitucional; y excluirse que, en relación con estos últimos, no pueda también considerarse como constitucionalmente devidos los tratamientos fiscales de favor. (Salvatore LA ROSA. “Los beneficios tributarios”, in Andrea AMATUCCI. *Tratado de Derecho tributario*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001, p. 404-405).

<sup>752</sup> “Fala-se em capacidade contributiva absoluta ou objetiva quando se esta diante de um fato que se constitua numa manifestação de riqueza; refere-se o termo, nesta acepção, à atividade de eleição pelo legislador, de eventos que demonstrem aptidão para concorrer às despesas publicas. Tais eventos, assim escolhidos, apontam para a existência de um sujeito passivo em potencial.” (Regina Helena COSTA. *Princípio da capacidade contributiva*. 3ª ed. São Paulo: Ed. Malheiros, 2003, p. 27).

<sup>753</sup> “diversamente, a capacidade contributiva relativa ou subjetiva – como a própria designação indica – reporta-se a um sujeito individualmente considerado. Expressa aquela aptidão de contribuir na medida das possibilidades econômicas de determinada pessoa. Neste plano, presente a capacidade contributiva *in concreto*, aquele potencial sujeito passivo torna-se efetivo – apto, pois, a absorver o impacto tributário.” (Regina Helena COSTA. *Princípio da capacidade contributiva*, p. 27).

<sup>754</sup> Vejamos nas palavras da doutrinadora: “Nestes casos teremos derrogações parciais do princípio, pois o postulado da capacidade contributiva não resta completamente afastado quando da tributação extrafiscal. O legislador não poderá descuidar-se da preservação dos limites que o próprio princípio exige, já mencionado: a manutenção do “mínimo vital”, o não atingimento do confisco e o não-cerceamento de outros direitos constitucionais. Estes, a nosso ver, são intocáveis mesmo pela tributação extrafiscal, porque representam garantias mínimas do contribuinte perante o fisco.”(Regina Helena COSTA. *Princípio da capacidade contributiva*, 73). Com concepção semelhante, José Marcos Domingues de Oliveira se posiciona no sentido de que “As hipóteses de tributação extrafiscal só se justificarão juridicamente, se revelarem a real existência ou movimentação de riqueza, servindo de instrumento de efetivação da

Como se percebe, a terceira corrente é aquela que entende pela possibilidade de se aplicar a igualdade e a capacidade contributiva às normas tributárias indutoras.<sup>756</sup>

Nesta última corrente, a capacidade contributiva aparece como a resultante de uma série de forças informadoras da Constituição, ou seja, por todo o sistema de normas que influenciam na conceituação do instituto jurídico. Assim, o conceito de capacidade contributiva deve estar sempre associado aos fundamentos constitucionais trazidos pela carta constitucional, em especial, devendo ser interpretado para que se busque a concretização dos objetivos do Estado.<sup>757</sup>

Nesse sentido, Carlos Palao TABOADA traz que a capacidade contributiva não pode ser utilizada como critério único do conceito de justiça tributária, nem como critério único para quantificar obrigações tributárias. E o

---

progressividade do sistema tributário e ensejando, pois a realização do princípio da capacidade contributiva.” (José Marcos Domingues de OLIVEIRA. *Capacidade contributiva: conteúdo e eficácia do princípio*. Rio de Janeiro: Renovar, 1988, p. 55).

<sup>755</sup> No entanto, quando trata de extrafiscalidade em forma de incentivos fiscais, a doutrinadora muda seu posicionamento e afirma pelo afastamento do princípio da capacidade contributiva, vejamos: “As isenções políticas, por seu turno, constituem verdadeiras exceções ao princípio. Não que se falar, neste caso, nem mesmo na observância dos limites por ele impostos, justamente porque as mencionadas isenções beneficiam, em regra, pessoas que detêm capacidade de contribuir. Exatamente por isso, as isenções políticas devem ser instituídas com toda cautela possível, deixando o legislador transparecer, com nitidez e de maneira irrefutável, a finalidade prestigiada pelo Texto Fundamental que justifica o afastamento da observância do princípio da capacidade contributiva, preservando assim, a isonomia”. (Regina Helena COSTA. *Princípio da capacidade contributiva*. 3ª ed. São Paulo: Ed. Malheiros, 2003, p. 73-74).

<sup>756</sup> Essa corrente é defendida por LUÍS EDUARDO SCHOUERI, EDILSON PEREIRA NOBRE JÚNIOR, IVES GANDRA DA SILVA MARTINS. Também por parte da doutrina italiana, em especial, FRANCESCO MOSCHETTI, dentre outros, mas na doutrina italiana, como já trazido acima, encontramos posicionamentos divergentes, como por exemplo: Salvatore LA ROSA. *Eguaglianza tributaria Ed esenzioni fiscali*, Milano, Dott. A. Guiffre, 1968, pp. 33-34; Augusto FANTOZZI. *Diritto tributario*, t. II, Torino: Utet, 1998, p. 30.

<sup>757</sup> Livre tradução do seguinte trecho: Los beneficios tributarios son, por tanto, legítimos si se fundan en una capacidad contributiva menor o inexistente, y esta debe resultar de una interpretación sistemática Del artículo 53 a la luz Del artículo 2º y de los valores fundamentales expresados en la Constitución. (Francesco MOSCHETTI. “El principio de la capacidad contributiva”. in Andrea AMATUCCI. *Tratado de Derecho tributario*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001, p. 277). Interessante a observação trazida por IGNAZIO MAZONI, que afirma no sentido de que essa menor capacidade contributiva pode ser entendida também como aquela dirigida a finalidades públicas, assim manifestando menor ou inexistente a capacidade de concorrer para o gasto público aquela capacidade econômica destinada voluntariamente a finalidades de interesse coletivos, cobrindo parcialmente os encargos públicos. (Ignazio MAZONI. *Il principio di capacità contributiva nell'ordinamento costituzionale italiano*. Torino: Giappichelli, 1965, p. 90-92).

doutrinador, de forma bem interessante, separa em três distintas fases as relações entre capacidade contributiva e princípio da igualdade:

a) Inexistência de relação entre o princípio da capacidade contributiva e igualdade, uma vez que aquele é apenas uma decorrência do princípio da justiça e não deste;

b) Numa fase seguinte, a capacidade contributiva passou a ser dotada do próprio conteúdo do princípio da igualdade. Apesar de serem dois conceitos distintos, completavam-se: um formal, o princípio da igualdade, e um conceito material, o princípio da capacidade contributiva;

c) terceira fase, a capacidade contributiva continua a ser especificação concreta do princípio da igualdade, mas este não mais concebido sob a ótica puramente formal, mas como um princípio autônomo, com conteúdo determinado.

Nesse mesmo sentido, a doutrina italiana, especialmente representada nas palavras de FRANCESCO MOSCHETTI, traz que o princípio da capacidade contributiva, uma vez que se demonstra expresso no art. 53 da Constituição Italiana,<sup>758</sup> passou a possuir validade autônoma em relação ao princípio da igualdade, não necessitando do mesmo para ser concretizado.<sup>759</sup> Pois, segundo o professor da Universidade de Veneza, reduzir o princípio da capacidade contributiva a mera especificação do princípio da igualdade implicaria em anular de fato o art. 53, da Constituição italiana, em uma inadequada interpretação ab-rogante.<sup>760</sup>

Para os defensores desta corrente, adquire importância, no conceito de capacidade contributiva, não apenas a qualificação solidária da capacidade

---

<sup>758</sup> Constituição italiana:

“Art. 53. Todos são obrigados a concorrer para as despesas públicas na razão de sua capacidade contributiva. O sistema tributário é informado nos critérios de progressividade”. Tradução livre do seguinte texto: “Art. 53. Tutti sono tenuti a concorrere alle s’ pubbliche in ragione della loro capacità contributiva. Il sistema tributario è informato a criteri di progressività.”

<sup>759</sup> Francesco MOSCHETTI. “El principio de la capacidad contributiva”. in Andrea AMATUCCI. Tratado de Derecho tributário. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001, p. 243-244. Também em sentido similar: Edilson Pereira NOBRE JÚNIOR. *Princípio Constitucional da Capacidade Contributiva*. Porto Alegre: Sergio Antônio Fabris Editor, 2001, p. 37-8.

<sup>760</sup> Francesco MOSCHETTI. “El principio de la capacidad contributiva”, p. 244 e também p. 260.

econômica, mas também a necessidade de análise conjunta com todas as normas constitucionais através das quais se impõe ao Estado o dever de proteger ou ainda de fomentar, indicando, desse modo, uma valoração sobre a aptidão para contribuir com força econômica.

Argumenta-se ainda que, se medidas extrafiscais derogarem o princípio da capacidade contributiva,<sup>761</sup> no ordenamento jurídico italiano, serão simplesmente inconstitucionais.<sup>762</sup>

Em verdade, aplicando tais posicionamentos para os objetivos do presente trabalho, em termos práticos, entendemos que não difere muito aquilo trazido pela doutrina que relativiza a capacidade contributiva daqueles que a substituem pela igualdade material, pois o conteúdo do princípio utilizado no caso concreto, seja princípio da capacidade contributiva, seja princípio da igualdade, é o mesmo, modificando-se tão-somente a denominação do fundamento para as mesmas escolhas realizadas.

Sem querer fugir de demonstrar um posicionamento, indispensável termos em mente que todos os tributos possuem feições extrafiscais, devendo sempre o Estado ter plena consciência disso a fim de que utilize cada fator determinante de conduta para busca do cumprimento dos objetivos constitucionais.<sup>763</sup> Ou seja, através da plena consciência da existência dos fins

---

<sup>761</sup> Nesse sentido: Francesco MOSCHETTI. “El principio de la capacidad contributiva”. In: Andrea AMATUCCI. *Tratado de Derecho tributario*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001, p. 275-280. E o doutrinador complementa: “Além disso, argumenta-se que o benefício fiscal poderá anular um mero critério de forma econômica e a lógica do tributo particular, mas não o princípio da capacidade contributiva, considerado sua índole constitucional” Tradução livre do seguinte trecho: En realidad, el beneficio fiscal podrá anular un mero criterio de fuerza económica y la lógica del tributo particular, pero no el principio de capacidad contributiva, considerado su rango constitucional. (Francesco MOSCHETTI. “El principio de la capacidad contributiva”, 276).

<sup>762</sup> Como já estudado, na própria doutrina italiana, há entendimento contrário: Salvatore LA ROSA. *Eguaglianza tributaria Ed esenzioni fiscali*, Milano: Dott. A. Guiffre, 1968, pp. 33-34; Augusto FANTOZZI. *Diritto tributario*, t. II, Torino: Utet, 1998, p. 30. Há também na doutrina alemã: Joachim LANG. *Die Bemessungsgrundlage der Einkommensteuer*, Colonia: Schmidt, 1988, p. 103. Klaus TIPKE. *Die Steuerrechtsordnung*, Tomo I, Colonia: Schmidt, 1993, p. 271.

<sup>763</sup> Podemos citar o exemplo (que ocorreu, de forma semelhante, na Alemanha) que, através da modificação de uma das formas de tributação sobre o lucro das empresas – tributo de caráter predominantemente fiscal –, alterando o momento da tributação para tão-somente quando ocorresse a distribuição do lucro entre sócios da empresa, buscou-se incentivar, dessa forma, a manutenção do capital na própria empresa e seu conseqüente reinvestimento, fortalecendo as empresas germânicas.



extrafiscais de certo tributo de caráter nitidamente fiscal, pode-se utilizá-lo de forma a incentivar a modificação da conduta dos contribuintes com a finalidade de buscar os objetivos constitucionais.<sup>764</sup>

Por isso, concordamos inteiramente com PERFECTO YEBRA MARTUL-ORTEGA quando afirma inexistir qualquer colisão entre os objetivos sócio-econômicos e sócio-redistributivos do tributo e o princípio da capacidade contributiva; mas, muito pelo contrário, pois, sendo este um dos caminhos para a equitativa distribuição da renda, ocorre, na realidade, uma perfeita adequação ao princípio da capacidade contributiva.<sup>765</sup>

Sendo descabido, portanto, afastar o integralmente princípio da capacidade contributiva para aplicação do princípio da igualdade, acrescentando-

---

<sup>764</sup> Quando se percebe o caráter extrafiscal existente em todo tributo, pode-se entender que isso impede de realizar uma separação eficaz entre tributos fiscais e extrafiscais, aceitar que, quando existe a referida extrafiscalidade se afasta o princípio da capacidade contributiva, estar-se-ia retirando a aplicação desse princípio em uma parcela considerável de toda tributação, indo de encontro com toda evolução e defesa das garantias construídas durante séculos pela doutrina. Também nesse sentido: “Pois bem, alterar os princípios desse caminho, retirando qualquer de suas pedras, poderia significar o começo do declínio que levaria a destruição de todo o já construído”. Tradução livre do seguinte trecho: “Pues bien, alterar los principios de esa senda, quitar cualquiera de sus piedras, podría significar el comienzo de un deterioro que llevara a la destrucción de todo lo construido”. (Perfecto Yebra MARTUL-ORTEGA. “Los fines extrafiscales del impuesto”. In Andrea AMATUCCI. *Tratado de Derecho tributario*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001, p. 385).

Além dessa ideia protetora da construção doutrinária desenvolvida, necessário observarmos a possibilidade de adequação do teor da extrafiscalidade ao princípio da capacidade contributiva pela sua progressão histórica. O princípio da capacidade contributiva, quando ainda caracterizado como um princípio político, buscava já a modificação do *status quo*, através da redistribuição das rendas. E isso nos remete novamente a lembrar as idéias de IHERING, para quem devemos caracterizar um instituto jurídico pela sua finalidade buscada, pois o homem que age não o faz em virtude de um porque, porém de um para – a fim de por esse modo possa alcançar alguma coisa.

E outro motivo que nos faz sermos adeptos da aplicação do princípio da capacidade contributiva nas relações extrafiscais é um tanto o quanto formal, mas não deixa de ter relevância, é justamente o fato de existir expressa disposição na constituição brasileira e na constituição italiana no sentido da aplicação do tão citado princípio. Então conscientes da eficácia normativa dos princípios constitucionais, devemos analisar a sua aplicação através dos métodos de ponderação de valores, já analisado.

<sup>765</sup> Conclui PERFECTO YEBRA MARTUL-ORTEGA que impostos com fins não fiscais que desrespeitam os princípios da legalidade e da capacidade contributiva, serão quaisquer outras coisas menos impostos. (Perfecto Yebra MARTUL-ORTEGA. “Los fines extrafiscales del impuesto”, 384-385)

se que se trata de princípios de conteúdos similares e que buscam finalidades iguais.<sup>766</sup>

Portanto, devemos interpretar o conteúdo do princípio da capacidade contributiva sob o prisma da dignidade da pessoa humana,<sup>767</sup> buscando valores como a redução da desigualdade social e sendo totalmente válida absorção do conceito de extrafiscalidade neste princípio. Dessa forma, não é equivocado entender o conteúdo da capacidade contributiva como representação do princípio da igualdade material em matéria tributária. Em outros termos, adquire importância, no conceito de igualdade tributária, não apenas a qualificação solidária da capacidade econômica, mas também a necessidade de análise conjunta com todas as normas constitucionais através das quais se impõe ao Estado o dever de proteger ou ainda de fomentar, indicando, desse modo, uma valoração sobre a aptidão para contribuir com força econômica.<sup>768</sup>

Humberto Ávila, em sua tese de livre docência na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, expôs que a igualdade tributária também pode ser entendida como uma espécie de “estrutura relacional” que serve de princípio de legitimação de outras normas ou de método aplicativo para outras normas, dotada de uma finalidade substancial autônoma no sentido de “prover

---

<sup>766</sup> Em sentido similar: “Por outro lado, a finalidade distributiva da extrafiscalidade corresponde ao conteúdo igualitário do princípio da capacidade contributiva, concorrendo uma e outro para a promoção do desenvolvimento sócio-econômico harmonioso e equitativo, conforme a exigência constitucional da justiça social”. (José Marcos Domingues de OLIVEIRA. *Capacidade contributiva: conteúdo e eficácia do princípio*. Rio de Janeiro: Renovar, 1988, p. 55).

<sup>767</sup> Ver: Ingo Wolfgang SARLET. *As dimensões da dignidade da pessoa humana: construindo uma compreensão jurídico-constitucional necessária e possível*. Revista Brasileira de Direito Constitucional - RBDC n. 09 - janeiro/junho, 2007, pp. 361-388.

<sup>768</sup> Em obra interessante, Paulo Caliendo traz que, das diversas funções do princípio da igualdade, as principais funções que o princípio da igualdade exerce para o princípio da capacidade contributiva são as seguintes: a) Princípio-gênero: norma geral da qual deriva a norma especial; b) Princípio-finalidade: norma teleológica que prescreve um fim, constituindo a capacidade contributiva a atuação ou um meio para se atingir o fim; c) Princípio-autorização: Serve como ponto de partida do raciocínio judicial. (Paulo CALIENDO. *Direito Tributário e Análise Econômica*. Ed. Elsevier, 2008, p 285-6.) Podemos observar que, segundo o doutrinador Paulo Caliendo, as funções exercidas pelo princípio da igualdade nesse caso são bastante semelhantes àquelas exercidas pelo valor supremo da dignidade da pessoa humana a todo o ordenamento jurídico.

uma espécie de razão moral adicional (*additional moral reason*) para adoção de determinado tipo de tratamento”.<sup>769</sup>

É exatamente isso que ocorre. A igualdade seria uma espécie de estrutura onde seriam colocados outros princípios, a fim de se sopesarem e se encaixarem na ideia da igualdade em matéria tributária. E de acordo com o sopesamento de tais princípios, impõe a diferenciação de métodos para enquadramentos dos contribuintes.<sup>770</sup>

Portanto, ao colocar o princípio da capacidade contributiva na estrutura do princípio da igualdade, passou-se a restringir a aplicação do princípio da capacidade contributiva a fim de trazer outros princípios (como, por exemplo, existência digna, a busca do pleno emprego, defesa do consumidor, redução das desigualdades sócias e regionais, defesa do meio ambiente e até mesmo defesa da soberania nacional)<sup>771</sup> com o objetivo de deixar completo o sentido trazido pelo próprio princípio maior da igualdade em matéria tributária.

Importa trazer, nesse momento, importantes ensinamentos de Celso Antônio Bandeira de MELLO, no seu clássico trabalho sobre o “Conteúdo Jurídico do Princípio da Igualdade”, no qual se destacam as seguintes regras para a correta aplicação do princípio da igualdade:

a) Que não seja apenas um único indivíduo beneficiado pela discriminação;

b) Que cada fator de discriminação contenha um traço diferencial, existente nos indivíduos ou situações beneficiadas pela discriminação;

---

<sup>769</sup> Humberto AVILA. *Teoria da Igualdade Tributária*. São Paulo : Ed. Malheiros, 2009, p. 139-145.

<sup>770</sup> Nesse sentido: A ideia central dos novos argumentos consiste, basicamente – ainda admitindo sem reservas o princípio da capacidade contributiva como princípio de Justiça tributária – em negar a este o papel principal que até o momento havia tido. A capacidade contributiva se mantém, segue sendo um princípio capital, mas não único. Livre tradução do seguinte trecho: “La idea central de los nuevos planteamientos consiste, en lo fundamental – aun admitiendo sin reservas el principio de capacidad contributiva como principio de justicia tributaria – en negar a este el papel estelar que hasta el momento había tenido. La capacidad contributiva se mantiene, sigue siendo un principio capital, pero no el único.” (Ernesto Lejeune VALCARCEL. *El Principio de Igualdad*. In Andrea AMATUCCI, *Tratado de Derecho tributario*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001, p. 222)

<sup>771</sup> Todos esses são princípios consagrados como Princípios Gerais da atividade econômica pelo art. 170.º da Constituição Federal Brasileira de 1998.

c) Que exista um nexó lógico entre o fator de “desigualação” e a discriminação que surge em razão dele; e

d) Que, no caso concreto, a correlação seja plenamente justificada em função dos interesses constitucionalmente protegidos visando ao bem comum.

O pontos acima trazidos pelo doutrinador seriam, em apertada síntese, a busca de respostas do “porquê” e “em razão de quê” se está ocorrendo a discriminação. Baseado nesses parâmetros, sendo os mesmos proporcional e constitucionalmente aceitos, não haveria de se afirmar que não estaria sendo observado o princípio da igualdade em matéria tributária no caso de tributação e enquadramento diferenciado dos especuladores.

Tendo em mente o acima trazido e analisando em detalhe, no caso de tributação do setor financeiro decorrente de suas atitudes desestabilizadoras da Economia, o que ocorre não é uma proteção do contribuinte contra atitudes do Estado (ideia jurídica inicial da capacidade contributiva), mas sim uma proteção da sociedade contra aqueles desestabilizadores da economia (ideia equivalente à do poluidor-pagador).

Por isso, entendemos que, no presente caso, deve ser interpretado o princípio da capacidade contributiva relativizando, inclusive, o seu limite (o excesso de tributação confiscatória) em função da incidência de vários princípios constitucionais econômicos e sociais para que seja aplicado aos desestabilizadores da economia.

#### **D) APLICAÇÃO DOS LIMITES EXTRAFISCAIS E FISCAIS ÀS NORMAS CONCRETIZADORAS DO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR**

Basicamente, se a finalidade da norma é desincentivar uma conduta abusiva praticada pelo especulador, objetiva-se que a arrecadação daquela imposição tributária seja cada vez menor, portanto não deveria o Estado planejar a destinação de tais verbas a setores de permanente necessidade de investimento.

Mas se a justificativa para a imposição tributária for a arrecadação dos valores decorrentes da especulação odiosa, fica claro que a finalidade extrafiscal está convivendo com a finalidade fiscal e resta um tanto contraditória a atitude estatal; pois, aparentemente, não se pretende que a atividade abusiva deixe de ser praticada.

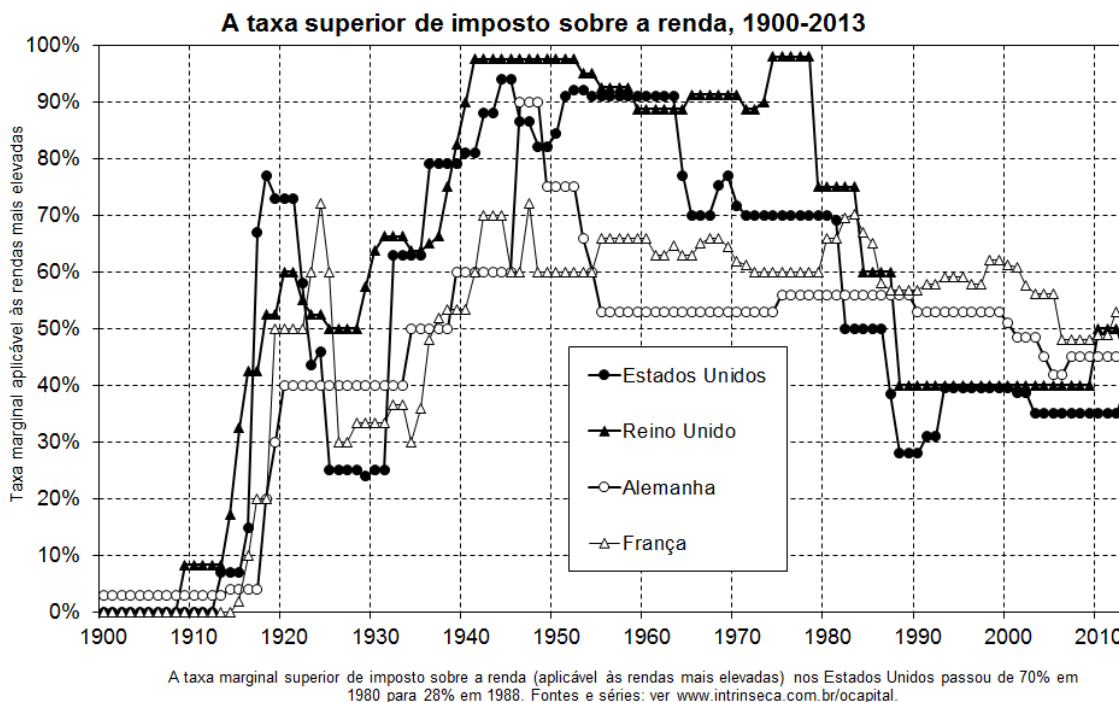
Dessa forma, entendemos que os limites da capacidade contributiva devem ser observados, pois não se busca que a atividade abusiva deixe de ser praticada, mas que quem a pratique pague o suficiente para o Estado corrigir a distorção realizada com tal atividade.

Em outros termos, estar-se-ia, através da tributação, internalizando os custos da desestabilização econômica que são repassados para a sociedade como um todo, uma vez que, além das contribuições diretamente utilizadas para recuperar o mercado especulativo, o cidadão-contribuinte tem que conviver com o aumento do desemprego, redução de gastos públicos com a previdência social, achatamento dos rendimentos, entre outros problemas.

Ao passo que, se a finalidade for majoritariamente extrafiscal, objetiva-se que a atividade abusiva não seja mais praticada, não sendo a aplicação daquela hipótese de JAKOB BORNITZ: *“quando se mata as galinhas não se põe mais ovos”*. Na verdade, busca-se, de forma indireta, “matar a galinha” ou, ao menos, busca-se que ela não ponha mais ovos.

Dessa forma, utilizando-se da norma extrafiscal dirigente, o limite superior do princípio da capacidade contributiva, ou seja, a impossibilidade de efeito confiscatório, não precisa ser observada, podendo ocorrer, inclusive, uma tributação considerada confiscatória (como comumente ocorria na tributação sobre o capital dos países anglo-saxões) – na nossa concepção, em especial uma tributação sobre o lucro com a variação dos valores dos ativos negociados.

A título de exemplo do aqui trazido, vejamos a alíquota superior da tributação progressiva incidente sobre a renda de alguns países:



772

Como se observa, entre 1940 e 1978, a alíquota mais alta de imposto sobre renda girou na marca dos 90% (noventa por cento), chegando até 97,5% (noventa e sete e meio por cento) durante um período superior a uma década. Da mesma forma, nos Estados Unidos, a alíquota superior do Imposto de Renda foi superior a 70% (setenta por cento) entre 1936 e 1980, chegando a uma alíquota superior a 90% (noventa por cento) durante mais de uma década.

Importante observar tais fatos; pois, mesmo em um tributo de cunho notadamente fiscal, não foi decretado o seu efeito confiscatório, muito em função do contexto social e da finalidade buscada com a referida norma.

Da mesma forma, entendemos também que a tributação deve ser progressiva a fim de induzir por meio da tributação os indivíduos àquelas atividades escolhidas pelo Estado como preferenciais, ou seja, que o Estado tribute mais aqueles que desestabilizam mais e que são mais inúteis socialmente.

<sup>772</sup> Thomas PIKETTY. *O capital no século XXI*. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014, p. 486. Entretanto, o doutrinador lembra que foram as guerras, e não o sufrágio universal que conduziram a ascensão do imposto progressivo sobre a renda (Thomas PIKETTY. *O capital no século XXI*, p. 500).

#### 4. LIMITES POLÍTICOS DO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR

Outro ponto que merece a nossa atenção é o que denominamos como limites políticos para a concretização do princípio do especulador-pagador.

É de pleno conhecimento a argumentação reiterada que vem impedindo, no plano político, a materialização da tributação sobre a especulação financeira odiosa: a possível fuga de capitais. Ou seja, sempre é levantado o risco que existe no caso de um país realizar tal tributação, de forma individualizada; pois o mesmo seria alvo de saídas desesperadas dos capitais estrangeiros e nacionais investidos, além de afastar novos fluxos monetários estrangeiros, passando a sofrer perdas incontáveis e incalculáveis, como a redução da própria arrecadação tributária.<sup>773</sup> Em meio aos debates, comumente surge o exemplo sueco, que, entre 1984 e 1990, implantou uma forma da citada tributação, mas os resultados não foram animadores: não se arrecadou o que se esperava e ainda houve uma forte fuga de capitais.

A prevalência prática de tal entendimento deixa evidente a força do que a doutrina tem chamado de *ditadura dos credores [e dos acionistas]*<sup>774</sup>, que vem retirando a autonomia dos países para implementação de políticas tributárias em conformidade com os seus objetivos constitucionais. Assim, “por serem os que movimentam os bilhões e bilhões de dólares de capitais que transitam, a cada dia, de um país para outro, os mercados financeiros tornaram-se, ao mesmo tempo, polícia, juiz e júri da economia mundial o que não deixa de ser preocupante, dada sua propensão a enxergar os acontecimentos e políticas através das lentes deformantes do medo e da cobiça (Financial Times, 30 de setembro de 1994)”<sup>775</sup>

---

<sup>773</sup> Nesse sentido: Andrea LEMGRUBER. "A tributação do capital: o Imposto de Renda da Pessoa Jurídica e o Imposto sobre Operações Financeiras", in Ciro BIDERMAN; Paulo AVANTE (orgs.). *Economia do Setor Público no Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004, pp. 211-212.

<sup>774</sup> Expressão utilizada por Jean Paul Fitoussi no seu: Jean Paul FITOUSSI. *O Debate Tabu*. Lisboa: Terramar, 1997.

<sup>775</sup> François CHESNAIS. *A mundialização do capital*. Tradução Silvana Finzi Foá – São Paulo: Xamã, 1996, p. 236. No mesmo sentido: François CHESNAIS. *La Mondialisation du*

Enfim, esse posicionamento que se tornou quase um dogma para a maioria dos países capitalistas impõe a adoção de decisões não intervencionistas comuns a tais Estados, ou seja, a conduta a ser tomada na matéria político tributária acaba sendo a de tributação mínima em função do receio da fuga de tais capitais, ou até mesmo, medidas antecipatórias – em relação aos demais países – benéficas para atraí-los. Em outros termos, o receio de não manter os referidos *investimentos oportunistas* acaba comprometendo toda uma possibilidade de implementação de políticas que visam à melhoria das condições sociais da população e passa, na verdade, a conferir ao capital especulativo o poder de ditar os caminhos a serem seguidos pelo Estado.

Entretanto, pela imposição da concretização do princípio do especulador-pagador, além de se tratar de um ideal de justiça e de decorrer do próprio princípio da igualdade em matéria tributária, possibilitando a redução das desigualdades sociais do Estado, deve ser buscado um meio de materializar a tributação sobre a atitude especulativa odiosa com a finalidade de desestimular tal conduta abusiva.

Como se viu, após o detalhamento dos aspectos objetivos da conduta especulativa odiosa, torna-se plenamente possível a concretização de uma proposta que não imponha maiores ônus tributários àqueles que investissem de forma não odiosa.

Além disso, as claras melhorias das condições econômicas e a maior estabilidade do país que implementar a citada forma de tributação servirá de

---

*Capital*. Paris: Syros, 1994, p. 205. E complementa: “A perda, para a esmagadora maioria dos países capitalistas, de boa parte de sua capacidade de conduzir um desenvolvimento parcialmente autocentrado e independente; o desaparecimento de certa especificidade dos mercados nacionais e a destruição, para muitos Estados, da possibilidade de levar adiante políticas próprias, não são consequência mecânica da globalização, intervindo como processo ‘externo’, sempre ato coercitivo, impondo a cada país, a seus partidos e a seus governantes uma determinada linha de conduta. Sem a intervenção política ativa dos governos Thatcher e Reagan, e também do conjunto dos governos que aceitaram não resistir a eles, e sem implementação de políticas de desregulamentação, de privatização e de liberalização do comércio, o capital financeiro internacional e os grandes multinacionais não teriam podido destruir tão depressa e tão radicalmente os entraves e freios à liberdade deles de se expandirem à vontade e de explorarem os recursos econômicos, humanos e naturais, onde lhes for conveniente.” (François CHESNAIS. *A mundialização do capital*, p. 34. No mesmo sentido: François CHESNAIS. *La Mondialisation du Capital*, p. 22-23).



publicidade para a vinda de investimentos que gerarão maiores benefícios e segurança para o país. O simples fato de afastar os especuladores abusivos, em verdade, aumentará a alocação e eficiência do mercado naquele seu sentido útil, de financiamento e interessado no progresso da economia. Ou seja, sobrevirão incentivos a investidores de longo prazo, desincentivando transações que apenas retiram capital dos setores que realmente contribuem para o desenvolvimento econômico e social.

Como se vê, ainda sob um contexto de um mundo pós-crise, onde os investidores valorizam a estabilidade, há uma clara preferência por investimentos e locais mais seguros. É exatamente por isso que, em um contexto europeu de câmbio unificado, há preferência por bancos situados em países em que possuem os governos em melhores situações financeiras, gerando a atual crítica da identificação pelos investidores da dívida soberana com a dívida bancária.

Ora, se hoje vemos a recorrente preferência pela escolha de um banco visto que seu governo se encontra em melhor situação financeira, por que não haveria uma preferência, neste mundo pós-crise, por investir em um local onde tivesse muito menos chances de perder todo o seu capital e viver na amargura da miséria como seus vizinhos ou concorrentes?

Entrando num campo mais imaginário, a possibilidade de uma tentativa de cooperação mundial também existe, não é uma completa utopia como se exhibe.<sup>776</sup> Como já vimos anteriormente, existe um verdadeiro apelo popular nos

---

<sup>776</sup> Em que pese os acordos das organizações mundiais serem, em regra, de difícil conclusão – tendo como exemplo a OMC –, eles comumente caminham no mesmo sentido favorável à liberalização dos mercados. Inclusive, com base na atuação do FMI, é grande a tentativa da remoção de dispositivos que legitimam a adoção de instrumentos de controles do fluxo internacional de capitais, para que fosse substituído pelo compromisso com a conversibilidade da conta de capitais.

Inclusive, observamos claramente a submissão das normas do GATS – Acordo Geral sobre Serviços que abrange todas as formas de prestação de serviços realizadas pelo comércio internacional, inclusive, aqueles realizados pelas instituições financeiras – à política do FMI, bem como a imposição de reformas internas dos países ainda não totalmente adeptos no decorrer das negociações com a consequente imposição para a abertura da conta capital de tais países, o que retira as chances ou meios para que os países em desenvolvimento de se estruturarem adequadamente antes de a indústria local ser dizimada pela invasão de multinacionais. E a consequência lógica disso é a formação de monopólios privados explícitos ou disfarçados, aumentando a volatilidade das taxas de câmbio, das reservas internacionais, dos preços dos ativos financeiros, etc. o que desencadeia o aumento dos riscos e das

principais países de movimentações financeiras no sentido de se tributar as transações financeiras. Há manifestações e tentativas de implementações legislativas nesse sentido nos principais mercados bem como a repetição de tais propostas em importantes blocos econômicos. Portanto, percebe-se que o objetivo de todos é comum e que principal o receio de todos também, qual seja, a fuga de capitais.<sup>777</sup>

Assim, realizando-se uma tributação comum aplicada aos países onde há a maior concentração de transações financeiras (países onde existem propostas de tributação nesse sentido), a possível fuga de capitais estaria restrita somente a mercados menores ou aos conhecidos paraísos fiscais, que – neste último caso – parece não gerar grandes diferenças em relação ao atual estágio da tributação.<sup>778</sup>

---

incertezas, as seguidas crises financeiras de repercussões globais, bem como a concentração de renda no mais alto topo da pirâmide social.

Em verdade, tais recorrentes crises financeiras fizeram que ocorresse o reconhecimento pelo FMI que tal procedimento deve ser medido e sopesado a partir do nível de desenvolvimento de cada país (por exemplo, em 2003, o FMI reconheceu que a liberalização do mercado de capitais não havia conduzido os países em desenvolvimento a um crescimento maior, mas apenas a mais instabilidade). Inclusive, no relatório do FMI de abril/2013, podemos observar que foi deixado de lado muitos dos argumentos defendidos *arduamente* até então, para tratar de forma distinta os países com base no nível de seu desenvolvimento, a fim de se obter um crescimento sustentado e equilibrado. O relatório divide da seguinte forma: “O Grupo 1 é formado pelos mercados emergentes. Para eles, o Fundo recomenda reconstruir o espaço público e reforçar a regulação e a supervisão financeira. Os de baixa renda devem focar suas políticas na construção de infraestrutura e nas políticas sociais. O Grupo 2 tem os Estados Unidos. O FMI considera que foi evitado o precipício fiscal – decorrente do impasse entre o Congresso e o Executivo. Mas que o país precisa acertar o ritmo do ajuste fiscal, melhorando a sua qualidade. O Grupo 3 é a Zona do Euro. Considera-se que muitas medidas foram tomadas em curto espaço de tempo. Mas há a necessidade de maior saneamento bancário e de se avançar na união bancária, de maneira a fortalecer o sistema bancário contra a contaminação. Também considerou positivo o afrouxamento monetário no Japão e os planos do país de reduzir a dívida pública e promover reformas estruturais para conferir maior eficiência à economia” (Luis NASSIF. “As mudanças no Fundo Monetário Internacional”. *In Carta Capital – Coluna Econômica*. Disponível em: <<http://www.cartacapital.com.br/economia/as-mudancas-no-fundo-monetario-internacional/?autor=589>> Último acesso em 22.04.2016).

<sup>777</sup> Ao menos, esse é o receio exposto.

<sup>778</sup> Em que pese nossas críticas a possível falta de produção de efeitos efetivos na redução dos objetivos do princípio do especulador-pagador, os tributos no modelo Taxa Tobin podem servir como uma fórmula inicial de cooperação mundial para proteger o sistema econômico da especulação odiosa. Vejamos nesse sentido: “a aplicação do tributo Tobin não será um remédio milagroso. Uma vez que seu campo de atuação se limita às operações no mercado de câmbio, ele perturbaria apenas os movimentos especulativos de curto e curtíssimo prazos. Não se trata de uma tributação sobre o conjunto de rendimentos financeiros provenientes de ações, obrigações e de outros ativos”. “a tributação de tais rendimentos depende hoje, exclusivamente, dos sistemas tributários nacionais. Vimos antes, que este se estruturam cada vez mais em benefício dos rendimentos financeiros e deixam-se curvar ante a

É importante lembrar ainda que, desde muito, os países “em desenvolvimento” tiveram suas soberanias relativizadas pela cartilha do FMI, ocorrendo verdadeiras reformas de governabilidade nas suas constituições locais. Então surge a questão: por que o mercado internacional não teria esse poder agora?

A imposição de concretização do princípio do especulador-pagador significa uma maior atenção do Estado à função social da propriedade e à redução das desigualdades sociais em detrimento à liberdade de conduta abusiva do especulador, de quem é retirada a gestão das políticas fiscais, restabelecendo a autonomia nacional perdida.

---

ameaça de fuga dos capitais (de parcela não dispendida dos rendimentos elevados) para os paraísos fiscais vizinhos.”(...) “No plano da tributação, o tributo Tobin deverá ser aperfeiçoado pela introdução de taxas complementares. Como assinalado no texto supra citado: ‘o importante do tributo Tobin é (então) seu caráter internacional. Sua plena implementação implica antes um acordo entre os países dispostos a cooperar do que uma rivalidade entre eles. Mesmo em seu preâmbulo, a implementação requer uma estreita aliança entre países do grupo à frente da iniciativa. Sendo assim, o tributo se constituirá um embrião do controle internacional da especulação financeira. E, mesmo se referindo tão-somente ao mercado de câmbio, é aí que se cruzam todas as operações financeiras internacionais como todos os tipos de ativos, inclusive os investimento a longo prazo no exterior. Como o tributo Tobin visa a restituir uma maior autonomia às políticas econômicas internas, em relação à especulação financeira com as moedas, ele fortalecerá as medidas internas de tributação dos rendimentos financeiros e a fiscalização pública dos investimentos externos’”. (François CHESNAIS. *Tobin or not Tobin?*; Tradução: Maria Teresa Van Acker... [et al.]. – São Paulo: Editora UNESP: ATTAC, 1999, p. 60-61)

Uma forma de impedir a fuga da tributação seria determinar, como o local do fato gerador, onde se é negociada a transação financeira, que, em regra, é realizada nos principais países de movimentação financeira (grandes centros econômicos mundiais). No âmbito das transações cambiais, ainda sustentam a possibilidade de imposição de uma taxa punitiva para aqueles países que se recusassem a aplicar tal tributação. Em sentido similar: “O modo atual de funcionamento dos mercados de câmbio diferencia o lugar donde se transmite uma ordem de compra ou venda de divisas (*trading site*), daquele onde se fazem os registros contábeis (*booking site*) e ainda, do lugar onde a transação é compensada (*settlement site*)”. Como as transações comerciais e os investimentos diretos são negociados nos grandes centros econômicos mundiais e muito raramente nos paraísos fiscais, bastaria que as transações de câmbio fossem taxadas no lugar da negociação, para que os custos fixos trazidos pelo deslocamento dos ‘trading rooms’ dissuassem os operadores de querer escapar da tributação migrando para países que se recusam a aplicá-la. E tão-somente quando um banco decide modernizar ou montar um novo ‘trading room’ que a questão de seu estabelecimento num paraíso fiscal poderia ser levantada. Para barrar esse fenômeno de migração progressiva, os especialistas propõe, então, a aplicação de uma taxa punitiva para todas as transações envolvendo um país que se recuse a aplicar o tributo. Neste caso, apenas as transações feitas entre dois paraísos fiscais poderiam livrar-se do tributo. (François CHESNAIS. *Tobin or not Tobin?*; Tradução: Maria Teresa Van Acker... [et al.]. – São Paulo: Editora UNESP: ATTAC, 1999, p. 56-7)

As principais potências econômicas, aparentemente, têm interesse no retorno dessa autonomia perdida. O apoio popular é grande. Então, basta ocorrer o primeiro passo e o FMI dar aquele conhecido apoio.

Como já expresso por Ignacio RAMONET, “*a tributação do sistema financeiro é uma exigência democrática mínima*”.<sup>779</sup> Complementaríamos as palavras do incendiário diretor do jornal *Le Monde Diplomatique*, afirmando apenas que a tributação sobre a especulação financeira odiosa não se trata apenas de uma exigência democrática, mas também de uma exigência decorrente da própria ideia de igualdade material.

---

<sup>779</sup> Tradução livre do seguinte trecho: « La taxation des revenus financiers est une exigence démocratique minimale. » (Ignacio RAMONET. “Désarmer les marches”. *Le Monde Diplomatique*. publicado em dezembro de 1997. Disponível em: <<http://www.monde-diplomatique.fr/1997/12/RAMONET/9665>>. Último acesso em 08.11.2016).

## 5. PROPOSTA DE CONCRETIZAÇÃO DO PRINCÍPIO DO ESPECULADOR-PAGADOR

A atual interpretação jurídica para solucionar o tão citado conflito existente entre princípios de defesa dos interesses individuais (propriedade privada, livre iniciativa, etc.) e princípios de defesa dos interesses sociais (redução das desigualdades sociais, função social da propriedade, etc.) na intervenção econômica pelo Estado impõe a utilização da técnica da ponderação de normas, ou seja, faz-se necessário que se tente preservar ao máximo os interesses (individualmente considerados) em disputa.

Isto é, existindo várias soluções que atinjam iguais objetivos, deve-se dar preferência àquela que traga a menor redução do nível de concretização daqueles princípios jurídicos conflitantes (1º estágio). Caso, entretanto, não exista uma solução possível que realize uma relativização em menor escala de um dos princípios conflitantes, então se deve selecionar a solução que consagre aquele princípio que melhor se adéqua aos objetivos constitucionais (2º estágio).<sup>780</sup>

A não interpretação e a não utilização de institutos jurídicos que tenham amplitude para isso descumpra, direta ou indiretamente, os mandamentos constitucionais, uma vez que essa não utilização acaba produzindo efeitos contrários (ou em menor eficiência) aos próprios objetivos da constituição.<sup>781</sup>

Em termos, trata-se do método interpretativo de concretização da norma (método hermenêutico-concretizador demonstrado por Konrad HESSE<sup>782</sup>), que impõe ao intérprete/aplicador do princípio (no caso, o do especulador-pagador) tomar caminhos que menos ofendam a liberdade de propriedade (e da

---

<sup>780</sup> Em sentido similar: Luís Roberto BARROSO. “Neoconstitucionalismo e Constitucionalização do Direito (O triunfo Tardio do Direito Constitucional do Brasil)”, in, Daniel SARMENTO; Cláudio Pereira de SOUZA NETO. *A Constitucionalização do Direito: Fundamentos teóricos e Aplicações específicas*. Editora Lumen Juris. Rio de Janeiro, 2007, p. 215. Ainda: Cristina QUEIROZ. *Interpretação Constitucional e Poder Judicial: sobre a epistemologia da construção constitucional*, Coimbra: Coimbra Editora, 2000, p. 142.

<sup>781</sup> Em sentido similar: Ernesto Lejeune VALCÁRCEL. “El principio de Igualdad”. in Andrea AMATUCCI. *Tratado de Derecho tributário*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001, p. 236-7.

<sup>782</sup> Konrad HESSE. *A força normativa da Constituição*. Porto Alegre: Fabris, 1991, p. 50.

empresa) e que, ao mesmo tempo, atinjam o objetivo principal de tal princípio (que, no caso, é desincentivar a atividade especulativa abusiva).<sup>783</sup>

Afastando-se os elementos subjetivos da conduta do especulador, caracterizando a sua atitude como um abusivo movimento súbito de capital inspirado pela finalidade lucrativa, a nossa proposta seria a instituição de um tributo ou utilização da tributação já existente (em regra, o imposto sobre a renda), incidindo sobre os lucros das atividades especulativas odiosas, individualmente consideradas, utilizando-se da progressividade inversa ao tempo de permanência com o ativo investido e também da progressividade direta ao grau de alavancagem do patrimônio, como meio para se reduzir o seu grau de abusividade da conduta especulativa.

E, por se tratar de uma norma com clara finalidade extrafiscal, poderia (deveria), inclusive, possuir uma faceta confiscatória no alto grau de abusividade da conduta, o que não geraria, como se viu, qualquer ofensa ao princípio da capacidade contributiva.

Portanto, seria tributado todo o lucro adquirido com a negociação dos ativos financeiros (individualmente considerados) dentro de certo período determinado a partir de sua transação anterior. A alíquota de tal tributo seria maior quanto menor fosse o tempo que o especulador ficasse com tal ativo e, de forma conjunta, a alíquota também seria maior quanto maior fosse o nível de alavancagem do patrimônio do especulador.

Tal restrição da tributação sobre os ganhos lucrativos transacionais retiraria a lucratividade imediata (ou boa parte dela) do investimento de curto prazo, provavelmente, desincentivando a atitude especulativa abusiva e

---

<sup>783</sup> Entendemos que a maior inserção do princípio do especulador-pagador no meio jurídico é por demais importante a fim de conferir a verdadeira concretização do seu conteúdo, seja direcionando o caminho mais acertado a ser tomado pelo legislador, dirigindo a elaboração de normas e comportamentos; seja limitando as atitudes abusivas; seja interpretando ou integrando as normas jurídicas com finalidade de reduzir as desigualdade sociais. Assim, podemos citar as seguintes funções do referido princípio: a) função interpretativa; b) função supletória (ou integrativa); e c) função fundamentadora: c.1) função direta; c.2) função limitativa.

Para um maior aprofundamento sobre as funções dos princípios jurídicos: Paulo BONAVIDES. *Curso de Direito Constitucional Positivo*. 17ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 284.

interferiria minimamente na liberdade empresarial, pois atividades de simples proteção do patrimônio (que não buscam ser lucrativas), investimentos equivocados observados apenas posteriormente <sup>784</sup> ou investimentos com finalidade lucrativa, mas com um maior prazo de permanência com o investimento, continuariam a não serem afetados por tal exação tributária. <sup>785</sup>

Portanto, entendemos que o método acima proposto (limitação de parte do estímulo da especulação: lucro imediato) é a forma que melhor satisfaria o espírito das modernas constituições que buscam a redução das desigualdades sociais, pois geraria uma menor interferência nos princípios conflitantes com grande satisfação do objetivo constitucional tutelado/buscado (primeiro estágio da ponderação das normas). <sup>786-787</sup>

Além disso, mesmo que se leve ao extremo e possivelmente se entenda que tal tributação relativiza em grande escala os princípios de proteção da liberdade individual, temos que tais direitos (de propriedade e da livre iniciativa) devem ser interpretados com o fim de se assegurar a todos uma existência digna em conformidade com os ditames da justiça social. E, portanto, ainda

---

<sup>784</sup> Portanto, o investidor não seria prejudicado no caso de desistência do investimento com a posterior descoberta de um futuro insucesso ou fracasso na continuidade daquele investimento. Fugiria também dos grandes problemas da tributação no modelo *Taxa Tobin*: as atividades não especulativas não seriam afetadas, os efeitos seriam indistintos para grandes e pequenos especuladores e para pequenas e grandes bolhas especulativas.

<sup>785</sup> Estamos cientes que tal tributação reduziria a liquidez do mercado, pois seria menor a quantidade de compradores para as possíveis buscas por proteção dos investidores e tal fato aumentaria os valores dessas proteções em um primeiro momento. Entretanto, assim como acreditamos que o mercado se encontra com um excesso liquidez, sendo sua redução salutar; acreditamos que, com pouco tempo e com o mercado mais seguro, os preços reduziram novamente.

<sup>786</sup> Além disso, nem mesmo se está proibindo a atitude especulativa em si, apenas se está limitando o seu maior impulso. No sentido da proibição: Paul DAVIDSON. "Especulação cambial e moeda internacional - Tobin versus Keynes". *Economia e Sociedade*. Campinas, (7) 3-27, dezembro, 1996, p. 5.

<sup>787</sup> Portanto, estar-se cumprindo os termos da vertente *adequação* do princípio da proporcionalidade trazido por ALEXY, uma vez que resta excluída "a adoção de medidas que obstruam a realização de pelo menos um princípio sem promover algum outro princípio ou a objetivo para o qual foi adotado", pois os princípios da função social da propriedade e da redução das desigualdades sociais serão cumpridos sem retirar o completo cumprimento dos princípios da propriedade privada e da livre iniciativa. Tradução livre e adaptação do seguinte trecho: Tradução livre do seguinte trecho: "The principle of suitability excludes the adoption of means obstructing the realisation of at least one principle without promoting any principle or goal for which they were adopted". (Robert ALEXY. "Constitutional rights, balancing and rationality". *Ratio Juris*. V. 16. N. 2. Junho, 2003, p.135) Da mesma forma, também se está concretizando a vertente *necessidade* do princípio da proporcionalidade. (Nesse sentido: Robert ALEXY. "Constitutional rights, balancing and rationality", 135-6).

teríamos a prevalência do segundo estágio da ponderação acima trazida: resta escolhida a solução que consagra o princípio que melhor se adéqua aos objetivos constitucionais. Assim, quando observamos os choques, no caso concreto, entre os princípios da propriedade privada e da livre iniciativa com os princípios da função social da propriedade e da redução das desigualdades regionais e sociais, deve ocorrer um maior grau de satisfação destes últimos princípios, pois são considerados como de maior relevância para a sociedade.

### **A) UMA PROGRESSIVIDADE DIFERENTE: FUNÇÃO CRESCENTE AO NÍVEL DE ABUSIVIDADE DA CONDUTA**

A progressividade tributária surgiu no final do século XIX e início do século XX nos principais países desenvolvidos como um meio de trazer uma maior justiça ao desigual estado fiscal.<sup>788</sup> Através de tal instituto, buscou-se impor uma maior oneração sobre aqueles que detinham maior riqueza.

Consolidou-se o entendimento doutrinário no sentido de que a progressividade deve ser explicada por critérios de justiça distributiva, ou seja, pela determinação em proporção direta de uma maior participação do cidadão que detém maior capacidade econômica nos custos da existência da sociedade, superando-se, assim, a teoria do sacrifício até então prevalecente.

<sup>789</sup>

---

<sup>788</sup> O instituto surgiu em 1870, na Dinamarca; 1887, no Japão; 1891, na Prússia; 1903, na Suécia; 1909, na Inglaterra; 1913, nos Estados Unidos; 1914, na França. Nesse sentido: Thomas PIKETTY. *O capital no século XXI*. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014, p. 485. Ainda para um maior aprofundamento da sobre a progressividade tributária: Edwin R. A. SELIGMAN. *El Impuesto Progressivo en la Teoría y en la Práctica*. Madrid: Librería General de Victoriano Suárez, 1913 e Frank CHODOROV. *The income tax*. New York: The Devin-Adair Co., 1954.

<sup>789</sup> Segundo a Teoria do Sacrifício, baseado no pensamento utilitarista, o tributo deve implicar sacrifício equivalente de contribuintes com igual capacidade. “a medida da diversidade deveria ser tal que assegurasse a equivalência na quota de sacrifício. (...) Ter-se-ia, então, a progressividade como exigência do Princípio da Capacidade Contributiva, já que exigir idêntico percentual de contribuintes com capacidade contributiva diversa seria impor menor sacrifício, relativamente àqueles com maior capacidade contributiva”. (Luís Eduardo SCHOUERI. *Direito Tributário*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 357-8).



Na proposta por nós realizada, por sua vez, em vez do nível de riqueza, buscamos, na verdade, que a progressividade seja proporcional ao grau de abusividade da conduta do especulador. Utilizando-se a progressividade como um meio para induzir o especulador à conduta considerada como de acordo com os desígnios do princípio do especulador-pagador. E isso se dá inicialmente de duas formas:

Em um dos meios de utilização da progressividade, leva-se em consideração o já estudado fato de que, quanto menor o tempo de permanência do especulador com o investimento, maior será o grau de abusividade de sua conduta.

Aqui, a progressividade da alíquota será inversamente proporcional ao tempo de permanência do especulador com o investimento. Ou seja, a alíquota reduzirá com o passar do tempo e com a permanência do investimento.

Isso será importante para criar uma nova cultura de análise dos investimentos com suporte nos seus reais fundamentos de viabilidade, buscando-se, desse modo, reduzir os conhecidos efeitos *vinculantes* dos boatos causadores de ondas especulativas, conforme já analisados na parte C.1.A deste trabalho.

Da mesma forma, faz-se imperioso realizar uma diferenciação de alíquota em relação a aquelas atitudes que podem ocasionar uma maior desestabilização econômica, como no caso de uma exposição econômica pelo especulador a fatores de risco superiores à possibilitada pelo seu capital <sup>790</sup>, ou seja, quando o especulador utiliza o crédito alavancado.

Como já trazido anteriormente, a alavancagem pode decorrer de empréstimos refletidos no balanço patrimonial (alavancagem financeira) ou decorrer de exposições embutidas na estrutura de instrumentos financeiros

---

<sup>790</sup> Nesse sentido: Comissão de Valores Mobiliários. "Alavancagem em Fundos de Investimento". Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA). Trabalhos para Discussão. Julho, 2016, p. 9. International Organization of Securities Commissions. "Report on the third IOSCO Hedge Fund Survey: Final Report". The Board of the International Organization of Securities Commissions, FR27/2015 dezembro, 2015, p. 27. Financial Stability Oversight Council. "Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities". Docket No. FSOC-2014-0001. Office of the Federal Register (OFR), 2014, p. 12. Disponível em <www.fsoc.gov>. Último acesso em 03.04.2017.

(alavancagem sintética ou indireta).<sup>791</sup> Assim, mesmo que o especulador não possua uma capacidade financeira bem elevada, o acesso fácil a altos créditos bancários ou a utilização de instrumentos do mercado de derivativos possibilita a tomada de posições por aqueles que não teriam a possibilidade de investimento tão abrangente pela limitação do seu patrimônio. Assim, levando em consideração todos os meios de alavancagem, alguns desses instrumentos, “devido a suas características intrínsecas, possuem potencial ilimitado de perda, tais como empréstimo de títulos, vendas de opções de compra (*calls*), posições vendidas em futuros, vendas de termo a descoberto e operações com swaps, além de qualquer outra operação com efeitos econômicos análogos aos desses instrumentos”.<sup>792</sup>

Dessa forma, podemos expressar que o grau de abusividade da atuação do especulador é, em regra, diretamente proporcional ao grau de alavancagem do patrimônio do agente, pois aqueles que investem várias vezes a quantidade do seu capital disponível, podem ocasionar um prejuízo sequer mensurável, podendo alcançar várias vezes o valor do patrimônio investido, gerando uma contração econômica e risco sistêmico.<sup>793</sup>

Portanto, necessário trazer um posicionamento diferenciado diretamente proporcional ao grau de alavancagem dos especuladores. Por isso, a alíquota

---

<sup>791</sup> Portanto, a alavancagem, além do mercado de derivativos (alavancagem indireta ou sintética), pode existir com uma grande variedade de financiamentos garantidos, empréstimos, vendas a descoberto ou mesmo operações compromissadas (alavancagem financeira).

<sup>792</sup> Comissão de Valores Mobiliários. "Alavancagem em Fundos de Investimento". *Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA)*. Trabalhos para Discussão. Julho, 2016, p. 13

<sup>793</sup> Como bem levantado anteriormente, quando se está processando um ataque especulativo, no mercado de derivativos, em função da ausência de oposição de expectativas em relação ao risco da variação cambial, resulta por se reduzir bastante a quantidade de negócios, uma vez que, quanto maior for a expectativa de sucesso do ataque especulativo à moeda sob ataque, menores serão o número de negócios no mercado de derivativos em relação a esta moeda, pois todos querem assumir a mesma posição. (Nesse sentido: Maryse FARHI. "Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial". *Economia e Sociedade*. Campinas, (17): 55-79, dezembro, 2001, p. 59-60). Entretanto, quando se está com a posição alavancada, durante tais períodos, a queda nos preços dos ativos pode levar as chamadas de garantia ou de margem. Tal fato desencadeia uma venda de outros ativos, que ocasiona novas baixas nos preços. A interconexão entre os sujeitos do mercado financeiro acaba transmitindo tal estresse à setores que não deveriam ser afetados pela crise. Nesse sentido: Financial Stability Oversight Council. "Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities". Docket No. FSOC-2014-0001. *Office of the Federal Register (OFR)*, 2014, p. 12-13. Disponível em: <www.fsoc.gov>. Último acesso em 03.04.2017.

pode ter como um dos fatores de progressão o grau de alavancagem do patrimônio do sujeito especulador.

Tais alíquotas por se tratar de um tributo com finalidade nitidamente extrafiscal, podem (e devem) ser bastante altas, principalmente, naquelas atitudes caracterizadas como mais abusivas, para servirem de reais desincentivos aos especuladores abusivos na sua tomada de decisão.<sup>794</sup>

Então, tendo como base de cálculo a diferença positiva entre os valores de negociação dos ativos financeiros e tendo, como critério quantitativo, alíquotas progressivas em função crescente ao nível de abusividade da conduta (diretamente proporcional ao grau de alavancagem do patrimônio do especulador e, principalmente, inversamente proporcional ao tempo de permanência com o investimento), podemos ter a formação de um novo tributo ou adaptação de um tributo já existente com grande grau de materialização do princípio do especulador-pagador, servido, desse modo, de um eficaz desincentivo às atitudes especulativas abusivas.

---

<sup>794</sup> Como visto anteriormente, a tributação sobre a renda em alguns países desenvolvidos, em especial, nos Estados Unidos e Inglaterra, chegaram a ter a alíquota superior acima dos 90% (noventa por cento), sem que isso fosse considerada ilegal pelo sistema jurídico daqueles países.



# CONCLUSÃO

Realizando-se uma análise das principais obras de doutrinadores referência de cada século, incluindo, nessa análise, os contextos socioeconômicos vivenciados em cada período, o que influenciou de forma determinante as suas visões do mundo e do instituto da especulação,<sup>795</sup> temos que a doutrina – até a primeira metade do século XX – possuía o entendimento majoritário no sentido de forte combate à especulação abusiva.

No século XVIII, destacou-se que a especulação provavelmente seria a grande causa da falência daqueles que sucumbiram ao “canto sedutor” dos lucros especulativos, enfatizando a necessidade de uma regulação bancária a fim de controlar as atitudes especulativas.<sup>796</sup>

Para a doutrina do período, os especuladores seriam aqueles que não possuíam qualquer preocupação com o desenvolvimento de uma atividade econômica ou de uma profissão. Seriam meros aproveitadores, aventureiros ou oportunistas que fugiriam do investimento quando ele saísse da curva de lucro acentuado e retornasse à normalidade. Os seus objetivos seriam o lucro no

---

<sup>795</sup> Podendo, inclusive, ter alterado as suas concepções sobre as consequências de determinados atos, embaçando as suas percepções e, até mesmo, modificando o próprio conteúdo.

<sup>796</sup> Tal posicionamento era produto das adversidades geradas à sociedade pelas crises no período, em especial, pela *South Sea Company*, bem como das várias legislações ineficazes, constantemente discutidas e reiteradas no parlamento. Por exemplo, em 1697, a especulação foi combatida por meio de legislação onde se buscava limitar o número de negociadores licenciados no intuito de reduzir as fraudes no mercado acionário. Tal legislação foi renovada, agora com nova vertente: limitação dos negociadores judeus, juntamente com a proibição de se realizar operações no mercado acionário por conta própria ou de cobrar uma comissão superior a um oitavo de um por cento. Da mesma, houve um reforço em 1710 até então as mais famosas legislações: *Bubble Act*, de 1720, que restringiu a formação de novas empresas e ainda obrigou ao pagamento de uma taxa para sua existência, reforçada vários anos posteriormente; e *Sir John Barnard's Act* de 1734, que foi expressa no sentido de que a especulação era uma atividade nociva à sociedade, com texto praticamente repetido várias vezes em anos posteriores: 1746, 1756 e 1771, vedando a possibilidade de negociação de derivativos do mercado de opções e do mercado de futuros. (Paul HARRISON. "The Economic Effects of Innovation, Regulation, and Reputation on Derivatives Trading: Some Historical Analysis of Early 18th Century Stock Markets". Não publicado. Federal Reserve Board. Washington, DC, 2003, pp. 10-12, Disponível em <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.580.6697&rep=rep1&type=pdf>>. Último acesso em 21 de outubro de 2016).

menor lapso temporal possível. Contudo, poderiam, na mesma velocidade, desabar na miséria. No entendimento do período, a especulação apenas seria viável em grandes mercados e quando se existisse a possibilidade de adquirir dados e informações sobre o futuro do mercado a ser especulado.

No século XIX, a doutrina acabou promovendo uma distinção entre os especuladores pautada no critério da racionalidade. Para parte da doutrina, os especuladores racionais seria aqueles que atuavam de forma prudente e trariam benefícios à sociedade com a estabilização dos preços e com a redução das flutuações das taxas de juros; ao passo que aqueles que agiriam de forma irracional, ao contrário, desestabilizariam toda a economia com o seu agir imprudente, o que ocasionaria as crises especulativas.

Direcionado o estudo para o especulador irracional, da mesma forma que, na doutrina do século XVIII, no século XIX, observou-se – como característica da especulação abusiva – a movimentação súbita do capital investido e a motivação pautada na ganância pelo lucro desejado de forma fácil e imediata. Destacou-se ainda a importância do efeito das informações e ostentação de riqueza para trazer novos especuladores a fim de serem manipulados, bem como que o crédito fácil não seria um dos geradores da especulação, apesar da grande divergência existente sobre tal questão.<sup>797-798</sup>

Ainda de importante, a doutrina do século XIX, conseguiu perceber a relação direta entre a especulação e a incerteza – a qual, da mesma forma, também possui direta relação com a rápida perda da confiança, que dá início ao pânico –, bem como constatou que a especulação irracional geraria a

---

<sup>797</sup> A nosso ver, entretanto, tais empréstimos fazem parte do ciclo especulativo, uma vez que tornam as bolhas especulativas ainda maiores, agravando os efeitos da especulação abusiva.

<sup>798</sup> Em função de as especulações anteriores terem estado sempre associadas a uma explosão de crédito que propiciaram o aumento dos preços dos ativos, realizou-se o *Peel's Act (Bank Charter Act)*, que estipulava um limite para emissão de moeda pelo Banco da Inglaterra e fundos de reserva garantidos por ouro e prata, impedindo novas ofertas de dinheiro sem o aumento das reservas de ouro e prata. O que se verificou não foi a incoerência das manias especulativas, mas sim a realocação do dinheiro da população de outras áreas direcionadas à especulação. Então, quando ocorreu a necessidade realizar a integralização parcial do capital acionário, corridas aos bancos e pânico comprovaram que tal medida foi equivocada. Assim, percebeu-se que medidas que geram efeitos não apenas nas atividades especulativas podem se tornar bastantes danosas à sociedade.

concentração de renda, uma vez que, na melhor das hipóteses,<sup>799</sup> os valores dos especuladores mal sucedidos passariam aos especuladores mais experientes, que são, normalmente, os maiores detentores de capital.

Todo esse entendimento doutrinário do século XIX foi desenvolvido em meio a sucessivas crises com grandes discussões nos parlamentos sobre a necessidade de regulamentação para inibir empresas fraudulentas e para acalmar a ganância especulativa da população. Contudo, a interpretação liberal das ideias de Smith sobre a não interferência do Estado na propriedade privada já era uma preceito a ser observado pelas disposições legais, por isso, sem um completo desenvolvimento do conceito de função social da propriedade, sem um enfrentamento dos elementos essenciais caracterizadores da especulação abusiva e conseqüentemente com medidas que afetavam não apenas as atividades especulativas, as legislações novamente foram ineficazes.<sup>800</sup>

A doutrina da primeira metade do século XX, da mesma forma que a doutrina dos séculos anteriores, destacou o seguinte:

a) que a especulação seria danosa a todo o sistema em função da preferência dos especuladores por previsões de curto prazo, em detrimento dos investimentos de longo prazo, o que ocasionaria as oscilações no mercado. Assim, o especulador teria como característica não analisar a viabilidade dos investimentos em função dos seus fatores econômicos, mas sim buscar apenas antecipar a psicologia do mercado. E entendeu-se, de forma bastante negativa, que a prevalência do espírito especulativo acabaria coibindo as atitudes corretas do investidor prudente.

b) que as notícias ou as informações sobre o objeto especulado seriam de extrema importância, assim como a ênfase à confiança como conceito sustentador para a continuidade de uma mania especulativa e para a formação dos chamados “castelos de ar”.

---

<sup>799</sup> Aceitando-se o ingênuo argumento de parte da doutrina que a transferência de riqueza se daria apenas entre os especuladores.

<sup>800</sup> A *Railway Act* aprovada em 1844, além de dispor sobre serviços obrigatórios a um preço acessível para as pessoas mais pobres que lhes permitam viajar para encontrar trabalho, impôs um depósito maior (aumentou de cinco para dez por cento) para novos projetos, na tentativa de desincentivar projetos especulativos. Contudo, a bolha era muito grande, a perspectiva de lucro era bem superior e por isso não desincentivou os projetos especulativos.

c) que a especulação geraria grandes flutuações nos níveis de rendimentos, o que ocasionaria a centralização de riquezas para alguns especuladores (em regra, os grandes) e, conseqüentemente, o aumento das desigualdades.

Em adição ao desenvolvido anteriormente, a doutrina do século XX propôs medidas para coibir a atitude especulativa, sugerindo-se limitar o tamanho do mercado acionário, bem como reduzir a liquidez e a possibilidade de acesso e de grandes incentivos (em outros termos, reduzir os lucros, como com a criação de um elevado imposto para todas as suas transações).<sup>801</sup>

Também, tal doutrina já se manifestara sobre a possível interferência negativa sobre outros os setores de algumas medidas que objetivavam frear a especulação, bem como observara que a imposição de taxas não seria muito eficaz no objetivo de impedir as chamadas manias especulativas, uma vez que, dependendo do tamanho da bolha e das expectativas de lucros, tais taxas acabariam sendo enfrentáveis.

Após a análise de toda a doutrina acima mencionada, constatou-se uma ideia base no sentido de que a especulação odiosa seria aquela em que os agentes econômicos agiriam de forma abusiva e dariam causa a conseqüências negativas para o meio social, através desse abuso do direito de especular e, então, propusemos a divisão dos elementos formadores da especulação financeira:

a) Elementos estruturais para a formação da especulação abusiva, que seriam os elementos que são externos à figura do especulador:

i) Grandes mercados ou investimentos em grande escala: quanto maior o mercado e quanto maior a escala de investimento, maiores serão as possibilidades de imediata lucratividade, pela maior quantidade de opções para especulação no primeiro caso e pela possibilidade de se influenciar o próprio sistema, como profecias autorrealizáveis no segundo caso;

---

<sup>801</sup> Como medidas eficazes para impedir a formação de uma crise financeira de grande proporção, foi a incomunicabilidade entre as atividades bancárias, o que acabou por reduzir a quantidade e por aumentar a qualidade do montante investido no mercado acionário.



ii) A influência das notícias e informações (até mesmo boatos): as informações e as notícias atuam, principalmente, no nosso entender, como combustíveis e impulsos à especulação. O detentor primeiro da informação possuiria uma vantagem no combate entre os especuladores, pois poderia realizar a sua especulação antes da subida da onda especulativa, bem como poderia retirar-se antes do estouro de uma bolha e, conseqüentemente, obtendo maior lucratividade.<sup>802</sup> Como uma modalidade do elemento acima, temos a ostentação de riqueza dos especuladores bem sucedidos, propagadas pela sua própria exposição ou pelas notícias – que podem, inclusive, ser falsas – o que acaba por inspirar os especuladores e por aguçar um elemento interno da especulação abusiva bem desenhado pelos doutrinadores a partir do século XIX: a irracionalidade;

iii) Incerteza: a incerteza atua também como ponto impulsionador da especulação odiosa, uma vez que quanto maior a incerteza na tomada de decisão, maiores serão as possibilidades de especulação. Quanto maior o tempo ou quanto maior a distância entre os atos da compra especulativa e da sua venda (obtenção do lucro), maior será a incerteza. Como pudemos observar, um grande grau de incerteza somada à ganância e condimentada pela irracionalidade e pelo agir impulsivo sempre foi uma das receitas para formação de grandes manias especulativas;

iv) Alavancagem decorrente da disponibilização de crédito fácil e barato pelo sistema de crédito (alavancagem direta): como é evidente, tal disponibilização de crédito barato é bem importante para formação de empresas e para a propagação de novas ideias que geram grandes efeitos positivos à sociedade,

---

<sup>802</sup> Para alguns, a disponibilidade de tais informações agiria como pressuposto da própria especulação, uma vez que somente seria possível realizar a especulação em locais em que se possibilitasse a aquisição de tais informações.

mas isso não deixa de elevar o tamanho das bolhas especulativas e o conseqüente grau de ameaça à economia.<sup>803-804</sup>

b) Elementos internos, que decorrem da figura do indivíduo especulador:

i) Investimento no curto prazo (investimentos com movimentos súbitos de capital): em que pese a ideia de curto prazo vir se modificando com o tempo; sempre, em cada um dos períodos estudados, a especulação abusiva se utilizou, em regra, dos investimentos de curto prazo para tentar concretizar o objetivo do lucro imediato. Tal movimentação súbita produziu (e produz) grande volatilidade nos preços;

ii) Ausência de comprometimento com o investimento: Esse elemento é decorrência do elemento acima, pois o objetivo do especulador abusivo é tão somente o aumento do valor do ativo investido para sua posterior venda com o máximo de lucratividade. Ao primeiro sinal de redução da lucratividade, mesmo que todos os fundamentos sejam sólidos dos ativos investidos – em grande parte das vezes, os especuladores sequer detêm conhecimento de como estão os fundamentos –, ou com o surgimento de um investimento mais lucrativo, os especuladores ocasionam a venda desse ativo em série, o que acarreta a queda desproporcional no seu preço;

iii) Busca pelo lucro imediato (riqueza imediata): fonte de guia e de inspiração para a especulação abusiva;

---

<sup>803</sup> Importa destacar que o sistema de crédito não atua de forma isolada na alavancagem da especulação abusiva, pois também a alavancagem decorrente de exposições embutidas na estrutura de instrumentos financeiros (alavancagem sintética ou indireta) podem gerar um efeito bastante devastador por possuir um potencial ilimitado de perdas, como se verá mais adiante.

<sup>804</sup> O ponto de maior relevância, no nosso entender, da alavancagem decorrente do sistema de créditos é mais uma questão moral levantada pela doutrina do século XIX, pois se está utilizando de um produto social advindo de valores frutos de depósitos de poupanças decorrentes do esforço alheio para realização de um ato reprovado socialmente e danoso à própria sociedade.

iv) Irracionalidade: motivo para a atuação de forma impulsiva, sem muita reflexão, gerando o chamado “comportamento de manada” e a grande volatilidade dos preços financeiros.

Como se observou também, a especulação odiosa trouxe várias consequências incontroversas para os doutrinadores e para os noticiários em todos os períodos analisados, quais sejam: a concentração de renda – e o seu consequente aumento da desigualdade social – <sup>805</sup> e as crises – juntamente com as suas dramáticas sequelas sociais, tais como desemprego, fome, morte, etc.

Ademais, como outras consequências, temos o entusiasmo excessivo (e a consequente excessiva disponibilidade de crédito) e, em momento posterior, a perda da confiança, a qual, conforme muitos doutrinadores, trata-se de uma forma de demonstrar a realidade do capital. Então, a atividade especulativa apesar de gerar um entusiasmo e o consequente excesso de crédito, <sup>806</sup> com um grande distanciamento da realidade, estoura-se a bolha e ocorre o seu repentino retorno, com a consequente a perda da confiança.

Como se viu, uma atividade que gera um benefício desproporcional para uma pequena parcela acaba ocasionando sofríveis consequências para o restante da sociedade.

Quanto às legislações de combate à especulação abusiva, além da falta de interesse político do Estado na concretização da norma, a maioria das legislações foi ineficaz em função de não afetar os elementos acima estudados;

---

<sup>805</sup> Como já expresseo, a partir de certo ponto do processo especulativo (formação da bolha especulativa decorrente da alavancagem), o especulador passa a jogar com propriedade social, decorrente de dinheiro advindo de poupanças ou outros investimentos de cidadãos não ligados à especulação. E, independentemente do sucesso na especulação realizada, sempre haverá uma concentração de renda, mesmo que, na melhor das hipóteses, as perdas se restringissem apenas à transferência de riqueza dos especuladores mais irracionais para os menos irracionais (ou para os racionais, como afirmam alguns), ocorrerá um redirecionamento da renda do pequeno e médio especulador para o grande especulador, enfim, uma concentração da renda.

<sup>806</sup> Conforme estudado durante a análise da doutrina do século XIX, o excesso de crédito não seria uma causa da especulação, mas uma consequência. E, segundo nosso entendimento, ele também faz parte do processo especulativo – como impulsionador –, alavancando e tornando a bolha muito maior.

ou, quando os afetava, acabava trazendo efeitos negativos não apenas sobre as atividades especulativas, mas sobre todas as atividades, o que impedia a continuidade de tal medida ou gerava o seu não cumprimento.<sup>807</sup>

Foi exatamente por isso que se decidiu estudar os elementos da especulação abusiva no presente trabalho.

Como se pode observar, a legislação que mais alcançou a finalidade de conferir estabilidade econômica – logicamente que somada ao momento histórico de maior protecionismo e de pouca abertura de mercado existente entre os Estados no período – atingiu pressupostos para a existência da especulação abusiva: o tamanho do mercado e a extensão dos investimentos.

Após a primeira metade do século XX, a mudança da visão quanto à necessidade de combate à especulação abusiva ganhou força, em especial, com a obra de MILTON FRIEDMAN,<sup>808</sup> o qual, em seus escritos iniciais, demonstrou a pacificidade do posicionamento trazido até então, quando expressou que “[d]uas proposições sobre a especulação privada são amplamente aceitas: 1) primeiro, que a especulação, de fato, muitas vezes é desestabilizadora, no sentido de que faz com que as flutuações de preços sejam mais amplas do que “de outra forma”; 2) Segundo, que a especulação desestabilizadora envolve necessariamente perdas econômicas”.<sup>809</sup> E na

---

<sup>807</sup> A doutrina também observou que utilização de taxas, como meio de frear a especulação abusiva, depende muito da ilusão construída com base nas expectativas de lucros, podendo ficar restrita a impedir pequenas bolhas especulativas.

<sup>808</sup> Em especial: Milton FRIEDMAN. “In Defense of Destabilizing Speculation”. *Essays in Economics and Econometrics*. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1960.

<sup>809</sup> Tradução livre do seguinte trecho: Two propositions about private speculation are widely held: first, that speculation is in fact often destabilizing, in the sense that it makes fluctuations in prices wider than they would “otherwise” be; second, that destabilizing speculation necessarily involves economic loss. E, no parágrafo seguinte, apesar de logo após tentar conjecturar uma exceção à regra e tentar realizar uma defesa tímida da especulação odiosa, confirma o posicionamento aqui trazido: “Esta nota não pretende ser uma análise exaustiva deste par de proposições, ou da especulação em geral. Sua finalidade é muito mais limitada: salientar que a segunda proposição é inválida, que a especulação desestabilizadora, embora possa em alguns casos levar a perdas econômicas, pode, em outros, conferir benefício econômico”. Tradução livre do seguinte trecho: This note is not intended to be an exhaustive analysis of this pair of propositions, or of speculation in general. Its purpose is much more limited: to point out that the second proposition is invalid, that destabilizing speculation, though it may in some cases lead to economic loss, may in others confer economic benefit. (Milton FRIEDMAN. “In Defense of Destabilizing Speculation”. *Essays in Economics and Econometrics*. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1960, pp.133-141).

oportunidade fez ressurgir o posicionamento no sentido de que as possíveis perdas econômicas ocasionadas pela especulação seriam, basicamente, perdas dos próprios especuladores, e que os especuladores desestabilizadores acabariam sendo extirpados do mercado.

Apesar de tal posicionamento hoje não necessitar de um aprofundado raciocínio para constatar a sua ausência de sustentação – uma vez que o conjunto de especuladores desestabilizadores não é limitado, sempre estando aberto para entrada de novos especuladores, o que acaba evitando que permaneçam apenas os *racionais* especuladores,<sup>810</sup> e ainda pelo fato de tal teoria não confrontar as outras consequências da especulação odiosa, bem como o efeito contagioso que pode ocorrer com a quebra dos especuladores –, os seus adeptos foram muitos, principalmente, a partir da quebra do acordo de *Bretton Woods*.

A partir de então observamos ocorrer toda uma reforma estrutural para possibilitar o retorno triunfal da especulação odiosa.

Em verdade, ocorreu o regresso, sob nova roupagem, das antigas ideias liberais, o que fez *ruir* toda a estrutura montada durante a Grande Depressão para inibir a especulação abusiva.<sup>811</sup> O Estado, a partir de então, estigmatizado como grande culpado de todos os males vivenciados na sociedade no período, passou a ter papel de coadjuvante na economia, somente intervindo para socorrer a estrutura favorável ao ideal liberal (em outros termos, salvar aqueles considerados *too big to fail* com os recursos arrecadados dos contribuintes).

O Liberalismo, que, evidentemente, possui o seu lado positivo para o desenvolvimento das nações (desde que respeitado o desenvolvimento e a organização interna de cada país), acabou servindo como a ideologia para a

---

<sup>810</sup> Argumento que pode ser observado em Nicholas KALDOR. “Speculation and Economic Stability”. *The Review of Economic Studies*, 1939, vol. 7, issue 1. London: Oxford University Press, [1939], 2017.

<sup>811</sup> As Medidas (em especial, controle do movimento de capitais, mecanismos de ajuste de desequilíbrios da balança de pagamentos e da taxa de câmbio), em parte, foram consagradas no acordo de *Bretton Woods* e, em parte, como princípios que deixavam controlados o Setor Financeiro. Contudo, a imposição da ideologia liberal realizava suas modificações nos principais países desenvolvidos (de forma um tanto moderada) e nos países em desenvolvimento (de forma abrupta).

total integração financeira do mundo capitalista, ou seja, formou-se um grande mercado global “sem fronteiras” com incontáveis alternativas para a *diversão* dos especuladores; e ainda possibilitou o acesso de créditos mais baratos, que aumentou os valores das *apostas* e os possíveis *prêmios*.<sup>812</sup>

Por coincidência ou não, com a aplicação da ideologia do Liberalismo Financeiro, fortaleceram-se alguns dos importantes elementos estruturais da especulação abusiva anteriormente estudados.<sup>813</sup>

A imposição dessa visão de mundo, através das políticas das organizações internacionais (em especial, do FMI), bem como a injunção de reformas internas em países com estágio de desenvolvimento totalmente distintos, em direção a uma completa abertura do seu mercado (inclusive, com a redução da tributação alfandegária) e da sua conta capital, acabou reduzindo a arrecadação fiscal e a consequente possibilidade de manutenção de um Estado Social favorável à população menos favorecida nesses países, bem como acabou conferindo condições de monopólios privados explícitos ou disfarçados dentro dos mesmos, aumentando a volatilidade das taxas de câmbio, das reservas internacionais, dos preços dos ativos financeiros, etc., aumentando os riscos e as incertezas, as seguidas crises financeiras de repercussões globais, e a concentração de renda no mais alto topo da pirâmide social.<sup>814</sup>

---

<sup>812</sup> Como demonstrado, as ações liberais dos últimos tempos, com destaque para a desregulamentação desenvolvida pelo Consenso de Washington (conhecido como “cartilha do FMI”), e pelo Gramm-Leach-Bliley Act de 1999, bem como a imposição para o fluxo de capitais livres, ressuscitaram a situação vivenciada antes da crise de 1929, possibilitando altos investimentos com dinheiro emprestado, o que funciona como outro catalizador ao negócio especulativo.

<sup>813</sup> Assim, todo esse contexto acaba, de forma intencional ou não, propiciando uma maior variedade de investimentos – inclusive, com a possibilidade de se ter acesso a crédito mais barato – para o capital especulativo, ampliando intensamente o tamanho do mercado e as suas possibilidades. Os grandes especuladores passaram a ter acesso a várias outras opções de mercados para poderem investir, bem como têm acesso ao capital social poupado desses mesmos mercados (além daquele seu mercado interno), expandindo a sua munição especulativa.

<sup>814</sup> Mais recentemente, em função das recorrentes crises financeiras, houve o reconhecimento pelo FMI, conhecido como árduo e histórico defensor do Liberalismo Financeiro global (e irrestrito), que a liberalização do mercado de capitais não havia conduzido os países em desenvolvimento a um crescimento maior, mas apenas a mais instabilidade (relatório do FMI de abril/2013). Em tal relatório, podemos observar que foram deixados de lado muitos dos argumentos defendidos *com unhas e dentes* até então, para tratar de forma distinta

Ou seja, a liberalização financeira conferiu uma gama de possibilidades aos especuladores, fortalecendo alguns dos elementos estruturais necessários para o êxito da especulação odiosa ou abusiva.

Da mesma, após a quebra do acordo de *Bretton Woods*, a instabilidade tornou-se uma constante na economia e a incerteza, elemento vital no desenvolvimento da especulação odiosa, aumentou. O sistema de câmbio flutuante desempenhou esse papel.

As teorias que sustentavam que a esperada especulação que surgiria em função da adoção das taxas de câmbio flutuantes fosse trazer uma maior estabilidade foram desmentidas pelo próprio andar da história. E a referida instabilidade ainda foi potencializada pela liberalização financeira demonstrada anteriormente e pelos grandes avanços tecnológicos, em especial, na comunicação. Com isso, esse elemento estrutural da especulação abusiva foi fortalecido – o elemento incerteza.

E, de forma surpreendente, o outro elemento estrutural da especulação financeira também foi fortalecido por causas decorrentes desse mesmo período: foi conferido *status* especial às principais agências de cotação de risco pela maior potência capitalista do momento, atribuindo um grande grau de confiança às suas avaliações; e, pouco depois, também ocorreram modificações na estrutura de financiamento dessas principais agências, passando a serem financiadas pelos próprios emitentes (método emitente-pagador).

Como se sabe, em decorrência do poder que as agências de notação de risco passaram a exercer sobre todo o mercado, sendo, inclusive, suas notações vinculantes e regulatórias em decorrência de leis de vários países e contratos empresariais, é bastante curioso (para não dizer, polêmico e antiético) o fato de que as suas principais fontes de sustento advirem dos

---

os países com base no nível de seu desenvolvimento, a fim de se obter um crescimento sustentado e equilibrado. Então, mesmo ainda incentivando os planos de diminuição da dívida pública, no relatório se observa a argumentação no sentido de que “os ajustes precisam manter a equidade, protegendo os segmentos mais vulneráveis da população e promovendo o crescimento e o emprego. Os ajustes precisam ser justos, para terem legitimidade política”.

próprios emitentes que passaram a custear altos valores pela opinião das agências de *rating* sobre suas emissões, o que vem ocasionando a atitude chamada de “*rating shopping*” – que significa, por questões óbvias, que os emitentes buscarão permanecer com aquelas agências que melhor os avaliem, retirando a fonte de sustento daqueles que avaliam de forma contrária aos seus interesses ou mesmo de forma imparcial.

Entretanto, os desvios de conduta das agências são observados com rara frequência em função da incidência da “reflexividade”: após uma avaliação dessas agências de *rating* – que serve de guia, de forma incontestável, à grande massa de especuladores –, a própria “realidade” do mercado acaba sendo alterada, mesmo que a avaliação não se harmonize com a realidade, pois se passa a conferir uma espécie de fundamento para aquilo propagado. Como bem se sabe, a “confiança e a desconfiança podem ser tão contagiosos como doenças”, disseminando-se na mais alta velocidade do mundo moderno da comunicação instantânea. As informações e notícias acabam influenciando na formação de uma “realidade alternativa” para o mercado. É o conhecido o êxito da alquimia financeira.<sup>815</sup>

Como se viu, a partir da década de 70, coincidentemente ou não, ocorreu a conjugação da ampliação dos elementos estruturais da especulação odiosa. Em termos, toda essa estrutura para a formação da especulação odiosa ou abusiva foi desenvolvida e bem aperfeiçoada:

- Por meio da consagração das ideias do Liberalismo Financeiro e de sua política de incentivo à desregulamentação, ampliaram-se o mercado de atuação dos especuladores e o poder na escala dos investimentos; conferindo possibilidade de grande alavancagem: Desfez-se a antiga divisão de tarefas do setor financeiro, que tentava impossibilitar a confusão e a sobreposição de tarefas entre os seus diversos setores e o financiamento

---

<sup>815</sup> É evidente que, numa relação especulativa, o especulador necessita vender o seu produto, ou seja, precisa fazer com que seu produto seja almejado, seja irresistível de tal forma que haja uma grande disputa por ele. As agências de *rating* agem com cumplicidade em deixar tal produto mais irresistível, servindo de catalizador, dando um impulso ao negócio do especulador.



(transferência de recursos) de um setor para outro, bem como se impôs que países ainda não completamente estruturados abrissem completamente o seu mercado ao capital estrangeiro aumentando o seu campo de atuação dos grandes especuladores.

- Com a quebra do acordo de *Bretton Woods* e a conseqüente instauração do atual sistema de câmbio flutuante, transferiu-se o papel decisivo na determinação do preço relativo da moeda aos operadores de mercado, ocorrendo um imponente aumento do grau de incerteza.

- Com a atribuição de grande grau de confiança e, conseqüentemente, de maior influência às informações trazidas pelas agências de notação de risco, possibilitou-se a constituição de uma realidade paralela para o mercado com a realização das profecias autorrealizáveis, que guiam cegamente os especuladores aos objetivos definidos pela especulação odiosa, mesmo se constatando que a imparcialidade das agências restaram comprometidas pela sua modificação da sua forma de financiamento.

Vemos, portanto, a constatação do fortalecimento de toda a estrutura especulativa.

Quanto aos elementos internos da especulação odiosa, restou verificada a necessidade de se estabelecer uma ordem objetiva a fim de encontrar meios eficazes para impor limitações às condutas abusivas dos especuladores. Por isso, em harmonia com o nosso particular entendimento daquilo que seria o campo de atuação do Direito, pretendeu-se dar ênfase aos aspectos exteriores das ações dos indivíduos.

Assim, destacamos, em consonância com posicionamento comum dos principais doutrinadores, como elementos relacionados ao sujeito do especulador a) o investimento de curto prazo; b) a ausência de comprometimento com o desenvolvimento/viabilidade do investimento; c) a

finalidade lucrativa imediata; d) a irracionalidade da generalidade dos especuladores.

Tentando fixar tais elementos com base em casos concretos, estudaram-se os ataques especulativos e as suas gerações; e constatou-se que a irracionalidade não é uma regra dentro da atitude especulativa individual. Além disso, os grandes especuladores não agem com irracionalidade – muito pelo contrário. Dessa forma, quando e se existente, a racionalidade estaria mais relacionada à conduta da grande massa de especuladores.

Então, impor a necessidade da existência da irracionalidade como conduta individual a ser observada numa atitude de especulação abusiva iria restringir uma possível limitação da conduta, em regra, apenas aos pequenos e médios especuladores, gerando um privilégio a exatamente quem mais abusa do direito de propriedade (na vertente, direito de investir), desestabilizando o mercado a fim de buscar lucros de forma egoísta.<sup>816</sup>

Não bastasse, observar se uma atitude de um sujeito é irracional atribuiria um alto grau de subjetivismo na definição da conduta a ser desincentivada.

Da mesma forma, a “ausência de comprometimento com o desenvolvimento/viabilidade daquilo investimento”, também seria de difícil confirmação sem uma análise dos aspectos subjetivos do investidor.<sup>817</sup> Além disso, tal elemento está intimamente relacionado com o elemento da “movimentação súbita de capital”.<sup>818</sup>

Como se percebe, essa “movimentação súbita do capital” demonstra que os objetivos buscados pelo especulador não são no sentido de que os bens investidos sejam úteis e gerem resultados favoráveis à sociedade, mas tão somente que aumentem a lucratividade com a venda do ativo investimento.

---

<sup>816</sup> As três gerações de ataques especulativos, como visto, destacam a existência de racionalidade na conduta de boa parte dos especuladores.

<sup>817</sup> E, como já expresseo, o presente trabalho busca estabelecer uma ordem objetiva para fixar de forma segura a atitude a ser observada pelas normas jurídicas.

<sup>818</sup> É comum observarmos a identificação da especulação odiosa no investimento no curto prazo. O presente trabalho acabou confirmando tal entendimento.

Restam, portanto, apenas dois elementos internos da atitude especulativa abusiva, que, no nosso entendimento, podem ser analisados de forma objetiva, que seriam o “movimento súbito de capital” e a “finalidade lucrativa imediata” – estando este elemento vinculado àquele.

Dessa forma, no nosso entendimento, a fim de trazer meios para desincentivar a especulação abusiva, impõe-se forçar o estudo em direção à atitude preponderante do especulador de busca um atalho temporal ao tão almejado lucro (riqueza imediata), que serve de fonte de guia e de inspiração – seja dotada ou não de racionalidade.

O imediatismo exagerado abusa do direito de investir, pois sequer se cogita no êxito do projeto investido, mas tão somente lucrar com a simples variação de preços e sair do investimento com o seu lucro – o maior no menor período possível. A busca pela maior lucratividade, logicamente, não é um problema, caso não existisse tal ambição, sequer existiriam a maioria dos projetos que beneficiam a sociedade. O problema é o desvirtuamento da lógica do investimento. Essa caça por atalhos temporais para a lucratividade acaba gerando bolhas e suas consequências quem causam grande sofrimento à sociedade.

Em síntese, afastando-se os elementos subjetivos da conduta do especulador, que dificultariam a instrumentalização de institutos jurídicos para proteger a sociedade, podemos caracterizar sua atitude, de forma objetiva, como um abusivo movimento súbito de capital inspirado pela tão somente imediata lucratividade (ou seja, sem comprometimento com o desenvolvimento/viabilidade daquilo investimento).

Em continuidade, as consequências da especulação abusiva foram divididas em grupos principais:

- a) consequências-meio: são aquelas que dão forma ao ciclo especulativo. Seriam o excesso e a perda de confiança com os seus respectivos excesso de crédito ou contenção. Tais consequências atuam como via às duas outras consequências principais;

- b) consequências-explosivas: são as conhecidas crises. Nelas se demonstram todas as perversidades do sistema, resultando efeitos socialmente doloridos e fortes. Pelo fato de serem explosivas, acabam chamando muita atenção da sociedade (dos seus representantes políticos e da doutrina), podendo ocasionar medidas contrárias à manutenção da estrutura da especulação abusiva. São comuns também os seguintes efeitos na sociedade que enfrentam tais crises:
- i. Aumento da taxa de desemprego;
  - ii. Baixa acentuada nos preços reais das ações;
  - iii. Baixa acentuada nos preços reais das habitações;
  - iv. Redução do Produto Interno Bruto dos países atingidos;
  - v. Forte déficit do saldo orçamental;
  - vi. Forte aumento da dívida pública;
- c) consequência-silenciosa: em regra, o resultado das consequências-meios, quando não sucedem as consequências explosivas (ou seja, em torno de  $\frac{3}{4}$  das vezes) é tal consequência, qual seja, o aumento da desigualdade social.

Como se observou, a partir dos anos 70, reforçou-se as estruturas da especulação odiosa,<sup>819</sup> acelerando exponencialmente a atividade especulativa. Também se constatou que naqueles países em que se mostraram mais fieis à política liberal, ocorreu uma maior concentração da renda a partir de tal período.

Então, dirigindo-se o estudo para o país em que se observou uma situação de maior concentração da renda no alto topo da pirâmide social na última década – coincidentemente, a maior potência capitalista e que pouco manteve um estado do bem-estar social no estilo europeu –, podemos constatar o claro aumento da desigualdade a partir de 1973. Na oportunidade, percebemos que a concentração de renda daqueles que detêm de 10 a 5%

---

<sup>819</sup> Em especial, com a implementação da doutrina liberal, impôs-se a prevalência de créditos que possuem maiores retornos econômicos, independentemente, do seu conteúdo social, reprimindo investimentos dirigidos a um compromisso mais humano, que gerem menores retornos.

(dez a cinco por cento) das maiores rendas dos Estados Unidos e daqueles que detêm de 5 a 1% (cinco a um por cento) – excluindo os valores recebidos pelas pessoas que detêm 1% (um por cento) das maiores rendas do país – não foi tão assustadora como foi o crescimento da concentração da renda daqueles que detêm 1% das maiores rendas do país.

Passando-se a analisar mais detidamente a composição dos rendimentos daqueles que possuem as maiores rendas nos Estados Unidos, pudemos perceber que, a partir daqueles que detêm 0,05% (meio décimo de por cento superior) dos maiores rendimentos, ocorre uma destacada dependência de suas rendas decorrente de capital para a obtenção dos seus altos rendimentos (sendo esta bem dominante em relação às outras).

E, então, para deixar mais claro o nosso entendimento, excluíram-se os ganhos de capital (que mais que majoritariamente são decorrentes de valores especulativos) de tais rendimentos, e constatou-se que, nesse novo contexto, as outras rendas decorrentes de capital nem mesmo conseguiriam ter superioridade em relação às rendas decorrente de trabalho, restando claro que a atividade especulativa é a principal determinante para o crescimento das desigualdades dos Estados Unidos – país maior representativo da concentração dos rendimentos por aqueles que 1% (um por cento) superiores em rendimentos.

Isso deixa claro que a atividade especulativa abusiva não se trata de uma simples transferência entre especuladores. E, como visto, isso é observado há séculos. Apenas após a crise de 1929, quando se conseguiu conferir uma mínima eficácia na legislação que desestruturava a especulação abusiva, somado às tentativas de modificações do então atuante Estado Social, observou-se uma redução da desigualdade social.

Portanto, apesar de silenciosa, o aumento das desigualdades sociais é a consequência mais grave da especulação odiosa, pois é pouco percebida e, por isso, não ocorrem tentativas de modificação da estrutura especulativa pelos afetados.

Então, impôs-se realizar o seguinte questionamento: o direito de especular teria proteção absoluta que impediria limitações quando essa atitude se tornasse abusiva? Logicamente que não.

Em função das modernas interpretações no sentido de atribuir normatividade aos princípios jurídicos, com a formação de um sistema constitucional aberto – em termos, um sistema axiológico-teleológico – que modifica o próprio sentido e alcance das normas de direito infraconstitucional, limitando até mesmo a liberdade (em sentido amplo) dos particulares e a sua forma de atuar perante outro particular ou perante o Estado no chamado “efeito irradiante” dos direitos fundamentais, o exercício de um direito passou a necessitar estar em plena conformidade com as finalidades buscadas com o referido direito e em conformidade com os princípios e objetivos do sistema jurídico como um todo (sob pena de invalidade).

Entretanto, como no presente caso, esse retorno de juridicidade das normas constitucionais e a sua aplicação na relação entre particulares não são suficientes para garantir a sua efetividade quando há uma grande distância econômica entre os infratores e a coletividade abusada.<sup>820</sup> Assim, a necessidade de uma maior concreção das normas constitucionais para se inserir na realidade da especulação abusiva passa por uma necessária atuação do Estado, que até então se mantinha pouco atuante – até por imposição da própria doutrina econômica dominante. Ou seja, o Estado deve se valer dos meios disponíveis para fazer cumprir os direitos trazidos na carta constitucional pela direta aplicação da dimensão objetiva acatada constitucionalmente.

Em termos, quando se observam as consequências advindas da não atuação do Estado para impedir o exercício, pelos particulares, da especulação odiosa (abusiva), temos que os seus efeitos negativos (da especulação odiosa) afetam para toda a sociedade, gerando o aumento da desigualdade, dentre outras consequências já apontadas.

---

<sup>820</sup> Isso se deve também pela grande complexidade da estrutura negocial e conceitual construída pelos interessados, o que vem ocasionando – conscientemente ou não – dificuldades ao entendimento da situação de abuso vivenciada nos casos concretos.

Portanto, imperiosa é a convocação de um princípio (do especulador-pagador), para impor, pela sua dimensão objetiva, a atuação do Estado a fim de evitar as consequências que afetariam a existência de vários dos direitos fundamentais defendidos pelas cartas constitucionais e descumpririam um dos mais importantes objetivos das cartas modernas: a redução da desigualdade.

821

A fim de evitar que o “remédio seja pior do que a doença”, pondo fim ao espírito de empreendedorismo, que gera inegáveis benefícios e desenvolvimento para a sociedade como um todo,<sup>822</sup> propusemos delimitar, de forma objetiva, o anseio de imediatismo da conduta especulativa através do tolhimento de sua maior inspiração: o lucro.

Dessa forma, uma vez retirada a lucratividade imediata (ou boa parte dela) do investimento de curto prazo (através da utilização de normas tributárias indutoras), certamente, acabar-se-ia por desincentivar a atitude especulativa abusiva e interferir-se-ia minimamente na liberdade empresarial tão defendida.

Tal posicionamento também estaria em conformidade com as ideias modernas de interpretação constitucional para o caso de colisões entre os princípios jurídicos, interferindo minimamente nos princípios afetados com

---

<sup>821</sup> Tal princípio conferiria uma unidade consistente na formação, no direcionamento, na interpretação e na aplicação das normas destinadas a atingir o objetivo de reduzir a especulação odiosa, garantindo a concretização do objetivo constitucional de redução das desigualdades.

<sup>822</sup> No sentido destacado por Alexander Baring no século XIX. Adaptação do seguinte trecho: O mal [especulação] certamente merecia ser refreado, embora ele dificilmente soubesse como o refreio poderia ser aplicado. O remédio seria pior do que a doença, se, em colocando fim a esse mal, pusessem fim ao espírito da empresa. Esse espírito era tão benefício para a comunidade que ele lamentaria ver alguma pessoa estabelecendo uma linha, discriminando entre livre empresa (justiça empresarial) e especulação imoderada (abusiva). Tradução livre do seguinte trecho: “The evil was certainly one which deserved to be checked; though he hardly knew how the check could be applied. The remedy would be worse than the disease, if, in putting a stop to this evil, they put stop to the spirit of enterprise. That spirit was productive of so much benefit to the community, that he should be sorry to see any person drawing a line, discriminating between fair enterprise and extravagant speculation”. (Thomas Curson HANSARD. “House of Commons, Wednesday, March 16 (1825)”. *The Parliamentary Debates: from the Year 1803 to the Present Time. New Series, Vol. XII.* London: C. C. Vanguard at the Water-noster Now Press, 1825, p. 1063).

grande satisfação do objetivo constitucional tutelado/buscado:<sup>823</sup> Os direitos – ou, segundo expresso na constituição brasileira, princípios – de propriedade e da livre iniciativa passariam a ser interpretados com o fim de se assegurar a todos uma existência digna em conformidade com os ditames da justiça social.

Portanto, decidiu-se enveredar pela restrição dos elementos internos da especulação, em função extrema dificuldade – proporcionada pela conjectura atual de desenvolvimento da teoria econômica capitalista – em realizar grandes modificações sobre o sistema formado no decorrer das últimas décadas (e sem efetiva oposição); além de não se negar também a existência de alguns aspectos favoráveis à sociedade em cada um dos pilares estruturais montados para o fortalecimento da especulação.<sup>824</sup>

E entendemos que uma forma bastante válida (no nosso sentir, ideal) para limitar tal impulso especulativo é nos utilizarmos das normas tributárias dirigistas. Com a crise do Estado Social e a forte pressão no sentido da redução da máquina estatal, essa evolução histórica e ideológica tornou a tributação um dos meios mais interessantes e necessários para essa orientação a ser tomada pelo Estado.<sup>825</sup>

Utilizando-se da tributação sobre o lucro das atividades especulativas abusivas, temos que não ocorre uma interferência completa na *liberdade* do investidor/especulador. Não o prejudicando no caso de desistência do investimento com a posterior descoberta de um futuro insucesso ou fracasso na continuidade daquele investimento, ou seja, interferindo pouco na livre iniciativa – ao menos não gerando prejuízo.

---

<sup>823</sup> Assim, ocorre da vertente adequação do princípio da proporcionalidade, pois os princípios da função social da propriedade e da redução das desigualdades sociais serão cumpridos sem retirar o completo cumprimento dos princípios da propriedade privada e da livre iniciativa. Da mesma forma, a instituição de uma tributação sobre o lucro advindo da especulação odiosa possui menor interferência do que a completa proibição da atitude especulativa abusiva concretizando a vertente necessidade do princípio da proporcionalidade.

<sup>824</sup> Para maior aprofundamento conferir parte D.3 do presente trabalho.

<sup>825</sup> É a chamada faceta regulatória do Estado, ou seja, mesmo sem atuar diretamente, o Estado continua como responsável pela garantia dos resultados dos objetivos constitucionais, regulando as atividades privadas, impondo limites e fiscalizando o fiel cumprimento desses limites.



Além disso, inexistente uma proibição completa da atitude especulativa em si e se estará diante de regras previamente determinadas em conformidade com o Estado de Direito, limitando-se apenas o seu maior impulso (da atividade especulativa) e tentando direcionar o investidor/especulador às atitudes corretas de análise dos fundamentos reais do objeto a ser investido a fim de realizar investimentos de prazos mais duradouros.

Contudo, a utilização de normas tributárias dirigistas impõe a observância se serão cumpridos os efeitos pretendidos com a instituição dessa norma. Isso decorre do fato de que todo aquele efeito trazido pela tributação que vai além daqueles meramente arrecadatários é considerado um efeito extrafiscal, existindo em qualquer tributo e não sendo certo se fechar os olhos para tal realidade; pois, uma vez consciente disso, abre-se oportunidade e outras vias para a concretização dos fins trazidos na carta constitucional.

Uma norma tributária em conformidade com o princípio do especulador-pagador seria dotada forte finalidade extrafiscalidade, uma vez que reduziria progressivamente as receitas arrecadadas do referido tributo; sendo, inclusive, o objetivo ideal dessa norma colocar fim ao próprio objeto da tributação.<sup>826</sup> Assim, essa função indutora (ou dirigista) da norma tributária, por influir na lucratividade, buscaria reduzir o interesse daqueles que arcarão com a tributação, tornando a atitude especulativa menos atrativa (ou seja, induzindo ou dirigindo os indivíduos a seguirem caminhos diferentes daqueles que eles seguiriam sem a existência da norma).

Da mesma forma, após observar as tentativas de concretização do princípio do especulador-pagador no tempo, constatou-se que os modelos de tributação atualmente prevalentes estão no formato *Taxa Tobin*, e tal modelo não seria, no nosso entendimento, o mais eficaz para se conferir o objetivo de

---

<sup>826</sup> Como visto, as normas tributárias podem ter predominância fiscais ou extrafiscais, distinguindo-se as últimas por sua expressa finalidade (critério subjetivo) somada a critérios objetivos, tais como: a) custos administrativos de cobrança desproporcionais às receitas; b) receitas decrescentes do tributo, uma vez cumpridos os seus objetivos, colocando em perigo do próprio objeto da tributação; c) ausência de necessidade financeira para a introdução do tributo; d) ausência de finalidade fiscal ou de objetivo de melhoramento técnico-fiscal; e) objeto do tipo tributário mais limitado; f) base de cálculo sem relação com a capacidade econômica revelada pelo fato gerador; g) alíquota variável para abranger os grupos assemelhados do ponto de vista econômico; etc.

eliminar a especulação odiosa. Seja porque a história demonstra a sua ineficácia como com a crise de 1929; seja porque suas alíquotas são facilmente enfrentáveis em casos de grandes bolhas especulativas; ou, ainda, porque não afetam apenas as atividades especulativas odiosas, servindo também de desincentivo à capitalização de empresas não relacionadas à especulação abusiva.

Constatamos que a tributação no modelo *Taxa Tobin* acaba comprometendo a conduta, principalmente, dos pequenos especuladores, pouco comprometendo o comportamento dos maiores responsáveis pela desestabilização econômica através da especulação odiosa, os grandes especuladores.

E outro ponto também relevante é a comum expressa finalidade fiscal da referida tributação, que pode servir de fundamento para impedir a concretização eficaz dos propósitos do princípio do especulador-pagador, em observância a regras decorrentes da própria sistemática de proteção do contribuinte contra atitudes abusivas do Estado.<sup>827</sup> Tal fato ainda torna contraditória a atitude estatal de imposição tributária; pois, aparentemente, não se pretende que a atividade abusiva deixe de ser praticada, uma vez que estará financiando o funcionamento do próprio Estado – e em questões bem relevantes.<sup>828</sup>

Podemos afirmar, desse modo, que a tributação ao estilo *Taxa Tobin* não estaria concretizando com precisão o princípio do especulador-pagador; pois, se existe outra forma de evitar a especulação odiosa a qual não gera efeitos negativos àqueles que não estão praticando os atos abusivos (ou não seja

---

<sup>827</sup> Como se viu, a grande maioria da doutrina possui o entendimento de que uma norma tributária fiscal possui limites jurídicos distintos daquelas normas tributárias predominantemente extrafiscais.

<sup>828</sup> Uma vez observada a prevalência da fiscalidade da norma, estar-se-ia, através da tributação, internalizando os custos da desestabilização econômica que serão repassados para a sociedade como um todo, uma vez que, além das contribuições diretamente utilizadas para recuperar o mercado especulativo, o cidadão-contribuinte teria que conviver com o aumento do desemprego, redução de gastos públicos com a previdência social, achatamento dos rendimentos, entre outros problemas.

contraditória), necessário que esta seja tida como prioritária e que aquela outra postura (a que gera uma maior interferência) seja deixada de lado.<sup>829</sup>

Como visto, a distinção entre finalidades fiscal e extrafiscal é relevante para observância dos possíveis limites jurídicos das normas tributárias como um todo. Basicamente, o que se discutiu foi a possibilidade de utilização do princípio da capacidade contributiva para legitimar a tributação indutora e até mesmo a possibilidade de convivência do princípio da capacidade contributiva com a extrafiscalidade do tributo como um todo. Ou seja, o princípio da capacidade possuiria elementos suficientes para abranger a tributação extrafiscal? Ou tal princípio deveria ser colocado de lado para que ocorra apenas a incidência do princípio da igualdade material?

No nosso entendimento, em termos práticos para a concretização do princípio do especulador-pagador, não existe diferença alguma entre aqueles que incorporam a extrafiscalidade dentro do conceito de capacidade contributiva e os outros que a substituem pela igualdade material, pois o conteúdo do princípio utilizando no caso concreto, seja princípio da capacidade contributiva, seja princípio da igualdade, é o mesmo (buscam os mesmos fins), modificando-se tão-somente a denominação do fundamento para as mesmas escolhas realizadas.<sup>830</sup> Assim, entendemos que se pode conviver perfeitamente o princípio da capacidade contributiva com os objetivos sócio-econômicos e sócio-redistributivos do tributo; pois, sendo este um dos caminhos para a equitativa distribuição da renda e redução das desigualdades, ocorre, na realidade, uma correta adequação ao princípio da capacidade contributiva expressamente trazido pelas cartas constitucionais brasileira e italiana. Então, não há erro em concluir no sentido de o conteúdo da

---

<sup>829</sup> Levando a Lei da Ponderação ao caso da tributação ao modelo Taxa Tobin, entendemos que não se estaria concretizando o princípio da redução das desigualdades sociais em sua plena magnitude e se estaria afetando mais do que o ideal o princípio da propriedade privada e da livre iniciativa.

<sup>830</sup> Por isso, posicionamo-nos no sentido de que, quando se percebe o caráter extrafiscal existente em todo tributo, que impede de realizar uma separação eficaz entre tributos fiscais e extrafiscais, aceitar que se afaste totalmente o princípio da capacidade contributiva no caso de existir a referida extrafiscalidade, estar-se-ia retirando a aplicação desse princípio em uma parcela considerável de toda tributação, indo de encontro com toda evolução e defesa das garantias construídas durante séculos pela doutrina.

capacidade contributiva pode ser uma das parcelas da representação do princípio da igualdade material em matéria tributária.

Portanto, na concretização do princípio do especulador-pagador, em função de sua veia nitidamente extrafiscal, poder-se-ia, inclusive, relativizar o limite superior do princípio da capacidade contributiva, ou seja, desconsiderando um possível efeito confiscatório com uma tributação progressiva sobre o lucro da variação dos valores dos ativos negociados, de modo a desincentivar a conduta abusiva do especulador, possibilitando que se tributem mais aqueles que desestabilizam mais ou que são mais inúteis socialmente.

Outro limite (agora, limite político) à concretização do princípio do especulador-pagador é a reiterada ideia derivada da *ditadura dos credores [e dos acionistas]* no sentido de que a implantação de um tributo com tal finalidade reduziria a competitividade do país tributador, havendo forte fuga de capital para locais onde não ocorre tal imposição. Enfim, segundo tal entendimento, em função do capital ser bastante móvel (decorrência da imposição do Liberalismo Financeiro), os países que buscassem receber tais *investimentos oportunistas* não possuiriam autonomia suficiente para implementação de políticas tributárias em conformidade com os seus objetivos constitucionais.

Entretanto, pela imposição da concretização do princípio do especulador-pagador, além de se tratar de um ideal de justiça e de decorrer do próprio princípio da igualdade em matéria tributária, possibilitando a redução das desigualdades sociais do Estado, deve ser buscado um meio de materializar a tributação sobre a atitude especulativa odiosa com a finalidade de desestimular tal conduta abusiva. E o posicionamento aqui trazido não impõe maiores ônus àqueles que invistam de forma não odiosa, ultrapassando grande parte da problemática da limitação política assinalada.

Além disso, a) a saída dos investimentos oportunistas e abusivos melhora as condições econômicas e conferiria uma maior estabilidade ao país, passando a ser melhor-visto para investimentos mais estáveis, o que conferiria, inclusive, um planejamento econômico mais seguro; b) também se observa a

existência de um grande apelo popular nos principais países de movimentações financeiras no sentido de se concretizar o princípio do especulador-pagador por meio de uma forma de tributação, o que possibilitaria uma tentativa de cooperação mundial – ao menos uma tentativa de tributação comum aplicada aos países onde há a maior concentração de transações financeiras;<sup>831</sup> c) E, em complementação ao ponto acima – apesar de ser contrário ao que defendemos –, ressalta-se que sempre foi (e ainda é) comum a imposição de determinadas políticas pelos organismos internacionais aos países mais fragilizados, sendo essa uma forma de disseminação e imposição das referidas ideias.

Em continuidade, restou constatado, com a utilização da técnica da ponderação para solucionar o conflito existente entre princípios de defesa dos interesses individuais e princípios de defesa dos interesses sociais na intervenção econômica pelo Estado, que se conseguiu preservar, no máximo possível, os conteúdos principiológicos em disputa e tomando-se caminhos que pouco ofendem a liberdade de propriedade e que, ao mesmo tempo, atingem o objetivo principal de desincentivar a atividade especulativa abusiva, reduzindo as desigualdades sociais.

Com base no entendimento de que se faz necessária a delimitação de uma conduta objetiva para tornar a norma eficaz, com especial análise ao abusivo movimento súbito de capital inspirado pela finalidade lucrativa, a nossa proposta foi no sentido da instituição de uma norma tributária indutora – ou utilização de um tributo já existente (comumente, desenvolvido na figura do imposto sobre a renda) –, incidindo sobre os lucros das atividades especulativas odiosas, individualmente consideradas; utilizando-se de alíquotas progressivas inversas ao tempo de permanência com o ativo investido (ou seja, quanto menor o tempo com o ativo, maior seria a alíquota) e também de alíquotas progressivas diretas ao grau de alavancagem do patrimônio (ou seja, quanto maior a alavancagem do patrimônio, maior seria a alíquota), como meio para se incentivar a redução do grau de abusividade da conduta especulativa.

---

<sup>831</sup> A possível fuga de capitais estaria restrita somente a mercados menores ou aos conhecidos paraísos fiscais, que – neste último caso – parece não gerar grandes diferenças em relação ao atual estágio da tributação.

<sup>832</sup> E, por se tratar de uma norma com clara finalidade extrafiscal, poderia, inclusive, possuir uma faceta confiscatória no alto grau de abusividade da conduta, o que não geraria, como se viu, qualquer ofensa ao princípio da capacidade contributiva.

Portanto, entendemos que o método acima proposto (limitação de parte do estímulo da especulação: lucro imediato das atividades de movimento súbito de capital) é a forma que melhor satisfaria o espírito constitucional das modernas constituições que buscam a redução das desigualdades sociais, pois geraria uma menor interferência nos princípios colidentes com grande satisfação do objetivo constitucional tutelado. <sup>833</sup>

---

<sup>832</sup> Basicamente, seria tributado todo o lucro adquirido com a negociação dos ativos (individualmente considerados) dentro de certo período determinado a partir de sua transação anterior. A alíquota de tal tributo seria maior quanto menor fosse o tempo que o especulador ficasse com tal ativo e, de forma conjunta, a alíquota também seria maior quanto maior fosse o nível de alavancagem do patrimônio do especulador.

<sup>833</sup> Além disso, mesmo que se leve ao extremo e possivelmente se entenda que tal tributação relativiza em grande escala os princípios de proteção da liberdade individual, temos que tais direitos (de propriedade e da livre iniciativa) devem ser interpretados com o fim de se assegurar a todos uma existência digna em conformidade com os ditames da justiça social. E, portanto, ainda teríamos a prevalência do segundo estágio da ponderação acima trazida: resta escolhida a solução que consagra o princípio que melhor se adéqua aos objetivos constitucionais. Assim, quando observamos os choques, no caso concreto, entre os princípios da propriedade privada e da livre iniciativa com os princípios da função social da propriedade e da redução das desigualdades regionais e sociais, deve ocorrer um maior grau de satisfação destes últimos princípios, pois são considerados como de maior relevância para a sociedade.

# BIBLIOGRAFIA

ADAMS, Arthur B., “Unemployment and Economic Changes in the US”, *Journal of Business of the University of Chicago*, outubro, 1931.

\_\_\_\_\_; GOODRICH, Carter; DEMMERY, Joseph; THORP, Willard L.; HANSEN, Alvin H. “The Business Depression of Nineteen Hundred Thirty – Discussion”, *American Economic Review*, Vol.21, No1, Supplement, Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual Meeting of the American Economic Association, março, 1931.

AGHION, Philippe; BACCHETTA Philippe; BANERJEE, Abhijit., “Currency Crises and Monetary Policy with Credit Constraints”. Não publicado. Cambridge, Massachusetts: *Harvard University*, 2000.

AKERLOF, George A.; SHILLER, Robert J. *Animal Spirits*. Princeton: Princeton University Press, 2009.

\_\_\_\_\_. *O Espírito Animal: como a psicologia impulsiona a economia e a sua importância para o capitalismo global*. Trad. Port. Afonso Celso de Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

\_\_\_\_\_. “The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanisms.” *Quarterly Journal of Economics* 84, 1970: 485-500.

ÅKERMAN, Johan. *Structure et cycles économiques*. Paris: Presses universitaires de France, 1955-1957, vol. 2.

ALARCÃO, Rui. *Direito das Obrigações*. Lições policopiadas. Coimbra, 1983.

ALCUBILLA, Raquel García; POZO, Javier Ruiz Del. *Credit Rating agencies on the Watch List: analysis of european regulation*. Oxford: Oxford University Press, 2012.

ALEXY, Robert. “Constitutional rights, balancing and rationality”. *Ratio Juris*, Oxford-Malden, v. 16, n. 2, p. 131-140, 2003.

\_\_\_\_\_. *Teoría de la argumentación jurídica*. Tradução de Manuel Atienza e Isabel Espejo. Madrid: Centro de Estudios Constitucionales, 1997.

\_\_\_\_\_. *Teoría de los Derechos Fundamentales*. Madri: Centro de Estudios Políticos e Constitucionales, 2003.

\_\_\_\_\_. *Teoria dos Direitos Fundamentais*. Tradução de Virgílio Afonso da Silva. São Paulo: Ed. Malheiros, 2008.

ALVES JR., Antônio José; FERRARI FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de. “Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema monetário internacional: uma abordagem pós-keynesiana”. *Economia Contemporânea*, v. 4, n. 1, 2000: 79-106.

AMARAL, Francisco. *O projeto do Código Civil*. Rio de Janeiro: Revista Brasileira de Direito Comparado, n. 16, 1º semestre de 1999.

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

ANDRADE, Joaquim Pinto de, SILVA, Maria Luiza Falcão. Divergências e convergências sobre as crises cambiais. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de. (Org.). *Macroeconomia moderna – Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1999, cap. 14: 306-327.

ARENDT, Hannah. *Crises da República*. São Paulo: Ed. Perspectiva, 1973.

ARESTIS, Philip. *Financial Liberalisation And The Relationship Between Finance And Growth*. University of Cambridge. Centre for Economic and Public Policy, Junho, 2005.

ARISTÓTELES. *Ética a Nicômacos*. Trad. Mário de Gama Cury. Brasília: Ed. UnB, 1995.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 2a ed., São Paulo: Atlas, 1999.



ATEU, Antonio. *Crise: A Especulação e o Desemprego no Reino Unido*. Disponível em: <<http://jornalggn.com.br/blog/antonio-ateu/crise-a-especulacao-e-o-desemprego-no-reino-unido>>. Último a acesso em 16.07.2017.

AVILA, Humberto. *Teoria da Igualdade Tributária*. São Paulo : Ed. Malheiros, 2009.

BALEEIRO, Aliomar. *Direito Tributário Brasileiro*. 11ª Ed. atualizada por Misabel Abreu Machado Derzi. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

\_\_\_\_\_. *Limitações Constitucionais ao Poder de Tributar*. 7ª Ed., Rio de Janeiro: Forense, 1997.

BARAJAS, Adolfo; DELL'ARICCIA, Giovanni; LEVCHENKO, Andrei. "Credit Booms: The Good, the Bad, and the Ugly", trabalho não publicado, *International Monetary Fund*, 2007.

BARASSI, Lodovico, *Proprietà e comproprietà*, Milano, Giuffrè, 1951.

\_\_\_\_\_. *La proprietà nel nuovo codice civile*, Milano, Giuffrè, 1941.

BARBERIS, Mauro. "Neoconstitucionalismo, Democracia e Imperialismo de la Moral". In: Miguel CARBONELL. *Neoconstitucionalismo(s)*. Madrid: Trotta, 2003.

BARRAL, Welber; MATOS, Marília D'Orazio de. "Comércio de serviços: por que liberalizar". In *Revista Brasileira de Comércio Exterior* n. 112. Rio de Janeiro: Funcex, 2012.

BARROSO, Luís Roberto. "Neoconstitucionalismo e Constitucionalização do Direito (O triunfo Tardio do Direito Constitucional do Brasil)", in SARMENTO, Daniel; SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. *A Constitucionalização do Direito: Fundamentos teóricos e Aplicações específicas*. Editora Lumen Juris. Rio de Janeiro, 2007.

\_\_\_\_\_. *A reconstrução Democrática do Direito Público no Brasil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

\_\_\_\_\_. *Interpretação e Aplicação da Constituição*. 5ª edição. São Paulo: Ed. Saraiva, 2003.

\_\_\_\_\_. *O Direito Constitucional e a Efetividade de suas Normas*. 7ª edição. Rio de Janeiro: Ed. Renovar, 2003.

BEATTY, Christina; FOTHERGILL, Steve; GORE, Tony. "The Real Level of Unemployment." Centre for Regional Economic and Social Research. Sheffield Hallam University, setembro, 2012. Disponível em: <<http://www4.shu.ac.uk/research/cresr/sites/shu.ac.uk/files/real-level-of-unemployment-2012.pdf>>. Último a acesso em 16.07.2017.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga "A crise financeira e o papel do Estado". In. BISPO, Carlos Roberto, et al. (org.). *Crise Financeira Mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho*. Brasília: ANFIP, 2009.

BERCOVICI, Gilberto. *Constituição Econômica e Desenvolvimento: Uma Leitura a partir da Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2005.

BEREJO, Alvaro. "Derecho financiero, gasto público y tutela de los intereses comunitarios en La Constitución". In: *Estudios sobre El proyecto de Constitución*. Madrid: CEC, 1978.

BERNABUCCI, Claudio. "O abismo entre ricos e pobres cresce". *Carta Capital*. Disponível em: <<https://www.cartacapital.com.br/revista/825/desiguais-ate-na-crise-6331.html>>. Postado em 14.11.2014. Último acesso em 23.06.2017.

BISPO, Carlos Roberto, et al., org., *Crise Financeira Mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho*, Brasília: ANFIP, 2009.

BLANCHARD, Olivier; FISCHER, Stanley. *Lectures on macroeconomics*. London: MIT Press, 1989.

BLANCO Herminio; GARBER , Peter M. "Recurrent devaluation and speculative attacks on the mexican peso". *Journal of Political Economy*, v. 94, n. 01, 1986: 148-166.

BOAS, Bruno Miguel Nunes Vilas. *Impacto da Dívida Pública no Crescimento Económico: uma abordagem aos PIIGS*. Tese de Mestrado em Economia na Universidade do Porto. Porto: Faculdade de Economia do Porto, setembro, 2014.

BOBBIO, Norberto. *O Positivismo Jurídico: Lições de filosofia do Direito*. Trad. de Márcio Pugliesi, Edson Bini, Carlos E. Rodrigues. São Paulo: Ícone, 2006.

BONAVIDES, Paulo. *Curso de Direito Constitucional*. Ed. Malheiros, 17ª edição, 2005.

\_\_\_\_\_. *Do País Constitucional ao País Neocolonial*, São Paulo: Ed. Malheiros, 2005.

BÜCHNER, Richard. Reviewed Work: *Nichtfiskalische Zwecke der Besteuerung. Ein Beitrag zur Steuertheorie und Steuerpolitik. Tübingen 1926* de Dora Schmidt. *FinanzArchiv / Public Finance Analysis*. 44. Jahrg., H. 2, 1927, Publicado por: Mohr Siebeck GmbH & Co. KG, disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/40907677>>. Último acesso em 10.06.2017.

BUREAU OF LABOR STATISTICS, EMPLOYMENT, HOURS, AND EARNINGS FROM THE CURRENT EMPLOYMENT STATISTICS SURVEY (NATIONAL). Disponível em: <[https://data.bls.gov/timeseries/CES0000000001?output\\_view=net\\_1mth](https://data.bls.gov/timeseries/CES0000000001?output_view=net_1mth)>. Dados de 18.01.2017.

BUREAU OF LABOR STATISTICS, LABOR FORCE STATISTICS FROM THE CURRENT POPULATION SURVEY. Disponível em: <<http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>>. Dados de 18.01.2017.

CALIENDO, Paulo. *Direito Tributário e Análise Econômica*. Ed. Elsevier, 2008.

CALVO, Guillermo A.; IZQUIERDO, Alejandro; TALVI, Ernesto. "Sudden Stops and Phoenix Miracles in Emerging Markets". *American Economic Review*, Vol. 96, No. 2, maio, 2006.

\_\_\_\_\_; IZQUIERDO, Alejandro; TALVI, Ernesto. "Phoenix Miracles" in *Emerging Markets: Recovering Without Credit from Systemic Financial Crises*. Working paper 12101. Cambridge: National Bureau of Economic Research, março, 2006. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w12101>>. Último acesso: 25.03.2017.

\_\_\_\_\_ ; MENDOZA, Enrique G. "Rational contagion and the globalization of securities markets", *Journal of International Economics* 51, Elsevier Science B.V. 2000: : 79-113.

CANOTILHO, J.J. Gomes. *Direito Constitucional e Teoria da Constituição*. Coimbra, Almedina, 2000.

CANUTO, Otaviano. "Mobilidade de capital e equilíbrio de portfólio". *Economia e Sociedade*, n. 9. Campinas, dezembro, 1997: 1-47.

\_\_\_\_\_ ; CURADO Marcelo; GOMES, Rogério. Finanças globais e flutuações macroeconômicas em economias emergentes. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, n. 5, janeiro./julho, 1999: 115-132.

\_\_\_\_\_ ; CURADO, Marcelo. "Modelos de crises cambiais de 'terceira geração' versus fatos estilizados na América Latina". *Economia e Sociedade* n. 16. Campinas, junho, 2001: 43-64.

\_\_\_\_\_ ; LAPLANE, Mariano Francisco. "Especulação e instabilidade na globalização financeira". *Economia e Sociedade*. N. 5, Campinas, dezembro, 1995: 31-60.

LOPES Carlos Magno; MOURA, João Gonsalo de. Ataques Especulativos no Brasil: 1994-1999. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2001/artigos/200103082.pdf>> Último acesso em: 12.08.2017.

CARRAZZA, Roque Antônio. *Curso de Direito Constitucional Tributário*. 25ª edição, São Paulo: Malheiros, 2009.

CARSWELL, John. *The South Sea Bubble*. London: Cresset Press, 1960.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de; SICSÚ, João. *Teorias e Experiências de Controles do Fluxo de Capitais: Focando o caso da Malásia*. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/moeda/textos\\_para\\_discussao.php](http://www.ie.ufrj.br/moeda/textos_para_discussao.php)>. Último acesso em 17.06.2013.

CARVALHO, Paulo de Barros. *Curso de Direito Tributário*. São Paulo: Saraiva, 2000.

CATÃO, Marcos André Vinhas. *Regime jurídico dos incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

CAVALCANTI, Francisco de Queiroz de Bezerra. “Considerações sobre incentivos fiscais e globalização”. In MARTINS, Ives Gandra da Silva, ELALI, André, PEIXOTO, Marcelo Magalhães (Coordenadores). *Incentivos Fiscais: questões pontuais nas esferas federal, estadual e municipal*. – São Paulo: MP Ed., 2007.

CHANCELLOR, Edward. *Salve-se quem puder. Uma História da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001.

CHANG, Roberto; VELASCO, Andres. “Financial crises in emerging markets: a Canonical model”. *National Bureau of Economic Research Working Papers*, n. 6.606, Junho, 1998. Disponível em: <<http://www.nber.org>>. Último acesso em 12.07 2016.

\_\_\_\_\_; VELASCO, Andres. “Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy,” *NBER Working Paper No. 7272*, 1999.

CHESNAIS, François. *A mundialização do capital*. Tradução Silvana Finzi Foá – São Paulo: Xamã, 1996.

\_\_\_\_\_. *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.

\_\_\_\_\_. *La Mondialisation du Capital*. Paris: Syros, 1994.

\_\_\_\_\_. *Les dettes illégitimes: Quand les banques font main basse sur les politiques publiques*. Paris: Raisons d'agir, 2011.

\_\_\_\_\_. *Tobin or not Tobin?*; Tradução: Maria Teresa Van Acker... [et al.]. – São Paulo: Editora UNESP: ATTAC, 1999.

CHODOROV, Frank. *The income tax*. New York: The Devin-Adair Co., 1954.

COCO, Giovanni Silvio. *Crisi ed evoluzione nel diritto di proprietà*. Milano: Giuffrè, 1965. Disponível em: <<http://catalog.hathitrust.org/api/volumes/oclc/6040883.html>>. Último acesso em 11.11.16.

COELHO, Sacha Calmon Navarro. *Curso de Direito Tributário Brasileiro*, 9ª Ed., Rio de Janeiro: Forense, 2008.

COMANDUCCI, Paolo. "Formas de (Neo)Constitucionalismo: Un Análisis Metateórico". In: CARBONELL, Miguel. *Neoconstitucionalismo(s)*. Madrid: Trotta, 2003.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. "Alavancagem em Fundos de Investimento". *Assessoria de Análise e Pesquisa (ASA)*. Trabalhos para Discussão. Julho, 2016.

\_\_\_\_\_. *Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*. TOP – Programa de Treinamento de Professores. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. ISBN 978-85-67896-00-7.

CONTIPELLI, Ernani. *Solidariedade social tributária* (teses de doutoramento). Coimbra: Ed. Almedina, 2010.

CORREA, Walter Barbosa. *Contribuição ao Estudo da Extrafiscalidade*, São Paulo: Ed. Bentivegna, 1964.

CORSETTI, Giancarlo; PESENTI, Paolo; ROUBINI, Nouriel. "What caused the Asian currency and financial crisis". *National Bureau of Economic Research Working Papers*, n. 6.833, dezembro, 1998. Disponível em: <<http://www.nber.org>>. Último acesso em 12.07.2016.

\_\_\_\_\_. "Paper tigers? A model of the Asian crisis" in G. CORSETTI et al. *European Economic Review* 43, Elsevier Science B.V., 1999: 1211-1236.

COSTA, Regina Helena. *Princípio da capacidade contributiva*. 3ª ed. São Paulo: Ed. Malheiros, 2003.

CUNHA, Luís Pedro. "GATT, OMS e países em vias de desenvolvimento: uma perspectiva crítica" in *Revista Temas de Integração*. 1º. e 2º. Semestres de 2010. nºs. 29 e 30.

CURADO, Marcelo. *Rigidez comercial, movimentos de capital e crise cambial*. Campinas: Unicamp. Instituto de Economia (Tese de Doutorado), 2001.

DAVIDSON, Paul. “Especulação cambial e moeda internacional - Tobin versus Keynes”. *Economia e Sociedade*. Campinas, (7) 3-27, dezembro, 1996.

DAVIES, James C.. “Toward a theory of revolution”. *Amer. Sociol. Rev.* 27:5-19. California: Institute of Technology, Pasadena, CAJ, 1962.

DEL VECCHIO, Georgio. *Lições de Filosofia do Direito*. Coleção STVDIVM (nº. 58 e 59). Temas filosóficos, jurídicos e sociais. 5ª edição. Tradução: Antônio José Brandão. Revista e prefaciada por L. Cabral de Moncada e Atualizada por Anselmo de Castro. Armênio Amado – Editor, Sucessor – Coimbra, Portugal, 1979.

DEODATO, Alberto. *Manual de Ciência das Finanças*. São Paulo: Saraiva, 1965.

DIAZ-ALEJANDRO, Carlos. “Good-bye financial repression, hello financial crash”. *Journal of Development Economics*, North Holland, vol. 19, n. 1/2, setembro, 1985:1-24.

DIETER, Heribert. “Reshaping globalisation: a new order for international financial markets”. *Institute for Global Dialogue*. 2003. ISBN 978-1-919697-64-2.

DIMOULIS, Dimitri; MARTINS, Leonardo. *Teoria Geral dos Direitos Fundamentais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

DONMOYER, Ryan J., *Wall Street Transaction Tax Proposed by Democrats (Update4)*, publicado em: 03-12-2009. Disponível em: <<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=anYIPWIEm6gE>>. Último acesso em 25.10.2016.

DUGUIT, Leon. *Derecho subjetivo y la función social. Las transformaciones del derecho (público y privado)*. Tradução de Carlos Posada. Buenos Aires: Heliasta, 1975.

DWORKIN, Ronald. *Levando os Direitos a Sério*. São Paulo: Ed. Martins Fontes, 2002.

DYMSKI, Gary A. “'Economia de bolha' e crise financeira no Leste Asiático e na Califórnia: uma perspectiva espacializada de Minsky”. *Economia e Sociedade*. Campinas, nº. 11, dez., 1998: 73-136.

EDELMAN, Daniel D.; ZERBE, Rodney M. "Second Circuit Declines to Impose Securities Act Liability Against Rating Agencies". *Financial Services Alert*. May.16.2011. Disponível em: <<http://www.crowell.com/NewsEvents/AlertsNewsletters/Financial-Services-Alert/Second-Circuit-Declines-to-Impose-Securities-Act-Liability-Against-Rating-Agencies>>. Último acesso em 09.04.2013.

EDWARDS, Sebastian. "Interest rates, contagion and capital controls". *National Bureau of Economic Research Working Papers*, n. 7.801, Julho, 2000. Disponível em: <<http://www.nber.org>>. Último acesso em: 12.07.2016.

\_\_\_\_\_. *Real exchange rates, devaluation and adjustment*. London: MIT Press, 1989.

EICHENGREEN, Barry; ROSE, Andrew K; WYPLOSZ, Charles. "Speculative attacks on pegged exchange rates: an empirical exploration with special reference to the european monetary system". *NBER Working Paper* n. 4898, outubro, 1994.

\_\_\_\_\_; MUSSA, Michael; DELL'ARICCIA, Giovanni; DETRAGIACHE, Enrica; TWEEDIE, Andrew." A liberalizing capital movements: some analytical issues". *Economic Issues* (IMF), n. 17, 1999: 1-12.

\_\_\_\_\_; ROSE, Andrew; WYPLOSZ, Charles; DUMAS, Bernard. "Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks", *Economic Policy*, julho, 1995.

EIZIRIK, Nelson. *Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

ELALI, André. *Incentivos Fiscais Internacionais: concorrência fiscal, mobilidade financeira e crise do Estado*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

FALCÃO, Raimundo Bezerra. *Tributação e Mudança Social*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

FANTOZZI, Augusto. *Diritto tributario*, t. II, Torino: Utet, 1998.

FARHI, Maryse. "Dinâmica dos ataques especulativos e regime cambial". *Economia e Sociedade*. Campinas, (17): 55-79, dezembro, 2001.



FERGUSON, Niall. *A Ascensão do Dinheiro: Uma história financeira do mundo*. Porto: Ed. Civilização, 2009

FERNANDES, Marcelo. *O fim do regime de Bretton Woods como reação do império norteamericano*. Disponível em: <<http://www.galizacig.com/avantar/opinion/12-2-2009/o-fim-do-regime-de-bretton-woods-como-reacao-do-imperio-norteamericano>>. Último acesso em 17.06.16.

FINANCIAL STABILITY OVERSIGHT COUNCIL. "Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities". Docket No. FSOC-2014-0001. Office of the Federal Register (OFR), 2014. Disponível em <[www.fsoc.gov](http://www.fsoc.gov)>. Último acesso em 03.04.2017.

FISCHER, Stanley. "Capital account liberalization and the role of the IMF", in *Should the IMF pursue capital-account convertibility?* Princeton: International Finance Sector, Department of Economic, Princeton University, 1998.

FISHER, Irving. "The Debt-Deflation Theory of Great Depression", *Econometrica*, Vol.1, Oct 1933.

FITOUSSI, Jean Paul. *O Debate Tabu*. Lisboa: Terramar, 1997.

FLOOD, Robert; GARBER, Peter M. "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples". *Journal of International Economics*, Vol. 17, 1984: 1-13.

\_\_\_\_\_; MARION, Nancy. "Perspectives on the recent currency crisis literature". *National Bureau of Economic Research Working Papers*, n. 6.380, Jan. 1998. Disponível em: <<http://www.nber.org>>. Último acesso em 12.07.2016.

FOLEY Stephen. "McGraw-Hill says \$5bn S&P suit will fail". *Financial Services*. publicado em 12 de fevereiro de 2013. Disponível em: <<http://www.ft.com/cms/s/0/083c85f4-7515-11e2-8bc7-00144feabdc0.html#ixzz2NTYyCjTD>>. Último acesso em 12.03.2013.

FONSECA, João Bosco Leopoldino da. *Direito Econômico*, 3ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2000.

FRIEDMAN, Milton. "In Defense of Destabilizing Speculation". *Essays in Economics and Econometrics*. Chapel Hill: University of North Carolina Press, 1960.

\_\_\_\_\_. "The case for flexible exchange rates". *Essays in positive economics*. Chicago: Univ. of Chicago Press, 1953: 157-203.

\_\_\_\_\_. *Capitalism and Freedom*, Chicago: The University of Chicago Press, 1982.

\_\_\_\_\_. *Tyranny of the status quo*. San Diego: H.B. Javonovich, 1984.

\_\_\_\_\_; FRIEDMAN, Rose. *Liberdade para Escolher* [pref. e trad. Ana Maria Sampaio]. Mem Martins: Europa-América, 1980.

\_\_\_\_\_; SCHWARTZ, Anna Jacobson. *A monetary history of the United States: 1867-1960. A study by the National Bureau of Economic Research*. 1st. ed. Princeton: Princeton University Press, 1993.

FUNARI, Pedro Paulo Abreu; SILVA, Glaydson José da; MARTINS, Luís Adilton (orgs.). *História antiga: contribuições brasileiras*. São Paulo: Annablume, 2008.

FURMAN, Jason. "A brief history of middle-class economics: Productivity, participation, and inequality" in the United States. Dados de 20.02..2015. Disponível em: <<http://voxeu.org/article/brief-history-middle-class-economics>>. Último acesso em 30.04.2017.

GADAMER, Hans-Georg. *Verdade e Método*. Petrópolis, Vozes, 1997.

GALBRAITH, John Kenneth, *The Great Crash 1929*. Boston: Houghton Mifflin Company, 1988.

GELMAN, Eric. "Stocks plunge 508 points, a drop of 22.6%; 604 million volume nearly doubles record; Does 1987 Equal 1929?", *The New York Times*. Publicado em 20-10-1987. Disponível em: <[http://www.nytimes.com/1987/10/20/business/stocks-plunge-508-points-drop-](http://www.nytimes.com/1987/10/20/business/stocks-plunge-508-points-drop)

22.6-604-million-volume-nearly-doubles-record-does.html>. Último acesso em 02-11-2016.

GRANT, James. *Minding Mr. Market: Ten Years on Wall Street with Grant's Interest Rate Observer*. Nova York: Farrar Straus and Giroux, 1993.

GRAU, Eros Roberto. *A Ordem Econômica na Constituição de 1988*. 11ª edição. São Paulo: Malheiros. 2006.

GRIMM, Dieter, "A Função Protetiva do Estado". In: SARMENTO, Daniel; SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. *A Constitucionalização do Direito: Fundamentos teóricos e Aplicações específicas*. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2007.

GROSSMAN, Sanford J.; STIGLITZ, Joseph E. "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets". *The American Economic Review*, junho, 1980: 393-408.

GÜNTHER, Klaus. *Teoria da argumentação no direito e na moral: justificação e aplicação*. Tradução de Cláudio Molz. São Paulo: Landy, 2004.

\_\_\_\_\_. *Um concepto normativo de coherencia para la teoría de la argumentación jurídica*. Doxa: Cuadernos de filosofía del derecho, Alicante, n. 17-18, p. 271-302, 1995.

Haar, Brigitte. "Civil Liability of Credit Rating Agencies – Regulatory All-or-Nothing Approaches Between Immunity and Over-Deterrence". *Center of Excellence SAFE*. Disponível em: <[http://safe-frankfurt.de/policy-publications/index.php?option=com\\_jresearch&view=publication&task=show&id=193&Itemid=426](http://safe-frankfurt.de/policy-publications/index.php?option=com_jresearch&view=publication&task=show&id=193&Itemid=426)>. Último acesso em 15.04.2013.

HABERMAS, Jürgen. *Facticidad y validez: Sobre el derecho y el estado democrático de derecho en términos de teoría del discurso*. Tradução de Manuel Jiménez Redondo. 2. ed. Madrid: Trotta, 2005.

HANSARD, Thomas Curson. "House of Commons, Wednesday, March 16 (1825)". *The Parliamentary Debates: from the Year 1803 to the Present Time*. New Series, Vol. XII. London: C. C. Vanguard at the Water-noster Now Press, 1825.

HANSEN, Alvin H. *Fiscal Policy and Business Cycles*, New York: W.W.Norton, 1941.

HARRISON, Paul. "The Economic Effects of Innovation, Regulation, and Reputation on Derivatives Trading: Some Historical Analysis of Early 18th Century Stock Markets". Não publicado. *Federal Reserve Board*. Washington, DC, 2003. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.580.6697&rep=rep1&type=pdf>. Último acesso em 21 de outubro de 2016.

HEGEL, Georg Wilhelm Friedrich, 1770-1831. *Princípios da Filosofia do Direito* / G.W.F. Hegel; tradução. Orlando Vitorino – Original: *Grundlinien der Philosophie der Rechts*. (1821). São Paulo: Martins Fontes, 1997.

HERMANN, Jennifer. "A experiência argentina de liberalização financeira nos anos 1990: Uma análise crítica". In *Revista Economia Aplicada*. V. 5. São Paulo: FEA-RP/USP, Departamento de Economia, 2001.

\_\_\_\_\_. "O modelo de liberalização financeira dos anos 1990: 'restatement ou auto-crítica?' *Texto para Discussão*. Rio de Janeiro: UFRJ, 2002..

\_\_\_\_\_. *Liberalização e Crises Financeiras: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990*. Tese de Doutorado. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2002.

HERRING, Hubert B. "Business Diary: February 19-24". *The New York Times*. Publicado em 26.02.1995. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/1995/02/26/business/business-diary-february-19-24.html>>. Último acesso em 14.03.2014).

HESSE, Konrad. *A força normativa da Constituição*. Porto Alegre: Fabris, 1991.

HINMAN, George Wheeler. "The Return". *The North American Review* 227, no. 1 (1929): 72-82. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/25110663>>. Último acesso em 09.08.2017.

HIRONAKA, Giselda Maria Fernandes Novaes. *Função social do contrato*. Revista de Direito Civil, v. 45, 1988.

HOLLAND, Márcio. “Por que os economistas erram, e continuarão errando?”. *Econômica*. Revista do Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal Fluminense. v. 11, n.2 (2012). Rio de Janeiro Niterói: PPGE/Faculdade de Economia, dezembro, 2009.

HOOD, John. “Do Corporations have Social Responsibilities? Free enterprise crates unique problem-solving opportunities”. *The Freeman ideas on Liberty*. Foundation for Economic Educatio. Volume 48, novembro, 1998.

INTERNATIONAL MONETARY FUND, WORLD OUTLOOK DATABASE. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/index.aspx>>. Último acesso em 14.06.2016.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. "Report on the third IOSCO Hedge Fund Survey: Final Report". *The Board of the International Organization of Securities Commissions*, FR27/2015 dezembro 2015,

KALDOR, Nicholas. “Speculation and Economic Stability”. *The Review of Economic Studies*, 1939, vol. 7, issue 1. London: Oxford University Press, [1939], 2017.

KAMINSKY, Graciela. L.; REINHART, Carmen. M. “The twin crises: the causes of banking and balance of payments problems”. *The American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, junho, 1999: 473-500.

KASPI, André. “New Deal - A grande virada Americana”. *In História Viva*. Disponível em: <[http://www2.uol.com.br/historiaviva/reportagens/new\\_deal\\_-\\_a\\_grande\\_virada\\_americana.html](http://www2.uol.com.br/historiaviva/reportagens/new_deal_-_a_grande_virada_americana.html)>. Último acesso em 31 de janeiro de 2017.

KEMPF, Hervé. “L'oligarchie ça suffit, vive la démocratie”, *Éditions du Seuil*, Paris 2011.

KEYNES, John Maynard . *The end of laissez-faire*, Cap. IV, Hogarth Press, 1926, disponível em:

<http://www.panarchy.org/keynes/laissezfaire.1926.html>. Último acesso em 08.08.2017.

\_\_\_\_\_. "Preface to the French Edition", in *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London : Macmillan ; New York : St Martin's Press, 1970.

\_\_\_\_\_. KEYNES, John Maynard. "The General Theory of Employment". *The Quarterly Journal of Economics*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press Copyright, by the resident and Fellows of Harvard College, vol. 51, n. 2, fevereiro, 1937: 209-223.

\_\_\_\_\_. *A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Coleção Os Economistas. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.

\_\_\_\_\_. *A treatise on money*, 2 vol., London: 1930. Tradução no italiano: *Trattato sulla moneta*, Torino 1971.

KINDLEBERGER, Charlie P.; ALIBER, Robert Z. *Manias, Pênicos e Crises: A história das catástrofes econômicas mundiais*. 6a Edição. São Paulo: Ed. Saraiva, 2013.

\_\_\_\_\_. *The World in Depression, 1929-1939*. 2. ed. Berkeley: University of California Press, 1986.

KNIGHT, Frank H. *Risk, Uncertainty and Profit*. London: Houghton Mifflin, 1921.

KRUGMAN, Paul R. "A model of balance-of-payments crises". *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, Issue 3, Columbus: Ohio State University Press, agosto, 1979: 311-325.

\_\_\_\_\_. *Crises*. Princeton: Princeton University, janeiro 2010, pp. 12-13. Disponível em: <<https://www.princeton.edu/~pkrugman/CRISES.pdf>>. Último acesso em 25.03.2017.

\_\_\_\_\_; OBSTFELD, Maurice. *Economía Internacional: Teoría y política*. Madrid: Person Educación, 2006.

\_\_\_\_\_. "Currency Crises". *International Capital Flows*. Chicago: University of Chicago Press, janeiro, 1999.

\_\_\_\_\_. "Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises" in: FLOOD, Robert; ISARD, Peter; RAZIN, Assaf; ROSE, Andrew K. (orgs.). *International finance and financial crises: essays in honor of Robert P. Flood, Jr.*, Boston: Kluwer Academic Publishers, 1999.

\_\_\_\_\_. "Taxing the Speculators". *The New York Times*. Publicado em 26-11-2009. Disponível em <[http://www.nytimes.com/2009/11/27/opinion/27krugman.html?\\_r=1](http://www.nytimes.com/2009/11/27/opinion/27krugman.html?_r=1)>. Último acesso em 03-11-2016.

\_\_\_\_\_. "What Happened to Asia?" janeiro, 1998. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/Terceiros/Cursos/Krugman-WhatHappenToAsia.pdf>>. Último acesso em: 27.03.2017.

KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais: Do ponto de vista do Direito Europeu, Alemão e Brasileiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LA ROSA, Salvatore. "Los beneficios tributários", in AMATUCCI, Andrea. *Tratado de Derecho tributário*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001.

\_\_\_\_\_. *Eguaglianza tributária Ed esenzioni fiscali*, Milano, Dott. A. Guiffè, 1968.

LANG, Joachim. *Die Bemessungsgrundlage der Einkommensteuer*, Colonia: Schmidt, 1988

LEFÈVRE, Edwin. *Reminiscências de um Especulador Financeiro*. Tradução Roberto Luis Troster. São Paulo: Makron Books do Brasil Editora Ltda, 1994.

LEMGRUBER, Andrea. "A tributação do capital: o Imposto de Renda da Pessoa Jurídica e o Imposto sobre Operações Financeiras", in BIDERMAN, Ciro; AVANTE, Paulo (orgs.). *Economia do Setor Público no Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

LIMA, Humberto Antônio Barbosa. *Boa-fé objetiva na concessão de incentivos fiscais*. Natal: Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2011.

LLOYD, S. J., "Reflections suggested by a perusal of Mr. J. Horsley Palmer's Pamphlet on the causes and consequences of the pressure on the

money market" [1837], in *Tracts and other publications on metallic and paper currency*. Londres: 1858.

LOPES, Silvia Regina Pontes. *Vida, Anencefalia Fetal e argumentação judicial: fundamentos para a legitimidade discursiva da ADPF nº 54-8/DF: contribuições de Hannah Arendt e de Jürgen Habermas para diferenciação do discurso jurídico*. Brasília: Unb, 2007.

LUCAS JR, Robert E. "Expectations and the Neutrality of Money," *Journal of Economy Theory*, nº. 4, abril, 1972: 103-124.

\_\_\_\_\_; RAPPING, Leonard A. "Real Wages, Employment, and Inflation". *Journal of Political Economy*. Volume 77, setembro/outubro, 1969-5: 721-754.

LUPI, André Lipp Pinto Basto. *Soberania, OMC e Mercosul*. São Paulo: Ed. Aduaneiras, 2001.

LUZ, José Alfredo da. *Resenhas bibliográficas I*, Pesq. Plan. Econ. 5 (1) junho, 1975.

MACHADO, Hugo de Brito. *Curso de Direito Tributário*. 29ª Edição, revista, atualizada e ampliada. São Paulo: Malheiros, 2009.

MADUREIRA, Maria de Anunciação. *Elementos da filosofia de Auguste Comte*. Maringá: Universidade de Maringá, Departamento de Direitos Sociais, 2005.

MAGALHÃES FILHO, Glauco Barreira. *Hermenêutica e Unidade Axiológica da Constituição*. 2ª edição. Belo Horizonte: Mandamentos, 2002.

MALHERBE, Frederic; MCMAHON, Michael. *Financial sector origins of economic growth delusion*. London Business School and CEPR; 5 de janeiro de 2017, Disponível em: <<http://abfer.org/specialty-conference/docs/2-5sc201701-062-financial-origins-of-economic-growth-delusion.pdf>>. Último acesso em 15.02.17.

MARKHAM, Jerry W.. *Law Enforcement and the History of Financial Market Manipulation*, London: Routledge, 2015.



MARSHALL, Alfred. *Money credit and commerce*. London: Macmillan, [1923] 1929.

MARTUL-ORTEGA, Perfecto Yebra. “Los fines extrafiscales del impuesto”. In AMATUCCI, Andrea. *Tratado de Derecho tributário*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001.

MARX, Karl. “The Vienna Note. – The United States and Europe.— Letters from Shumla— Peels Bank Act”, in *Collected Works of Karl Marx and Frederick Engels: Volume 12 – Marx and Engels 1853-54*, Lawrence & Wishart, Electric Book, 2010.

\_\_\_\_\_. *O Capital: Crítica da economia política*. Coleção “os Economistas”. 2a ed. Vol. III, tomo 1. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986.

\_\_\_\_\_. *O Capital: Crítica da economia política*. Coleção “os Economistas”. 2a ed. Vol. III, tomo 2. São Paulo: Nova Cultural, [1894] 1986.

\_\_\_\_\_. *O Capital: Crítica da economia política*. Coleção “os Economistas”. Vol. I, tomo 1. São Paulo: Nova Cultural, [1867] 1996.

\_\_\_\_\_. *O Capital: Crítica da economia política*. Coleção “os Economistas”. Vol. I, tomo 2. São Paulo: Nova Cultural, [1867] 1996.

\_\_\_\_\_; ENGELS, Frederick. *Collected Works of Karl Marx and Frederick Engels: Volume 12 – Marx and Engels 1853-54*, Lawrence & Wishart, Electric Book, 2010.

MAZONI, Ignazio. *Il principio di capacità contributiva nell'ordinamento costituzionale italiano*. Torino: Giappichelli, 1965.

MCKINNON, Ronald I. *Money and Capital in economic development*. Washington: The Brookings Institution, 1973.

MEACCI, Ferdinando. “Fictitious Capital and Crises”. *Munich Personal RePEc Archive - MPRA Paper No. 11761*, publicado em 15 de Janeiro de 2009.

MENDONÇA, Eduardo. “Alguns pressupostos para um orçamento público e conforme a Constituição”. *Revista de Direito do Estado*. Ano 2. nº 7 julho/setembro 2007..

MENEZES CORDEIRO, Antônio Manuel da Rocha e. *Boa fé no Direito Civil*. Coimbra: Almedina, 2001.

MEYER, Otto. *Derecho administrativo alemán*. Tomo 1. Tradução de Horacio H. Heredia e Ernesto Krotoschin. Buenos Aires: Ediciones Depalma, 1982.

MILL, John Stuart. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. v. II. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990.

\_\_\_\_\_. *Princípios de Economia Política: com algumas de suas aplicações a filosofia social*. Vol. I. São Paulo: Nova Cultural, [1848] 1990.

\_\_\_\_\_. *Sôbre a liberdade*. Tradução de Alberto da Rocha Barros. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1942.

MINSKY, Hyman P. *Inflation, Recession and Economic Policy*, Brighton, Sussex : Wheatsheaf Books, 1982.

\_\_\_\_\_. "The Financial Instability Hypothesis: Capitalistic Processes and the Behavior of the Economy". In: KINDLEBERGER, Charlie P. LAFFARGUE, J. P. (coord.). *Financial Crises: Theory, History and Policy*. Cambridge: Cambridge University Press, 1982.

MIRAGEM, Bruno. *Abuso de direito: Ilicitude objetiva no Direito Privado*. Revista dos Tribunais. RT 842/11, dezembro, 2005.

MIRANDA, Mauro Costa. "Crises Cambiais e Ataques Especulativos no Brasil". *Trabalhos para discussão* 32, Brasília: Banco Central do Brasil, novembro, 2001.

MISHKIN, Frederic S. "Lessons from the Asian crisis". *National Bureau of Economic Research Working Papers*, n. 7.102, abril, 1999. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7102>>. Último acesso em: 29 03.2017.

MONCADA, Luís S. de Cabral. *Direito Económico*. Coimbra: Coimbra Editora, 2012.

MORAES, Bernardo Ribeiro de. *Compêndio de Direito Tributário*. Vol. I. 5ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 1996.

MOSCHETTI, Francesco. "El principio de la capacidad contributiva". *in* AMATUCCI, Andrea. *Tratado de Derecho tributário*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001.

NASSIF, Luis. "As mudanças no Fundo Monetário Internacional". *In Carta Capital – Coluna Econômica*. Disponível em: <<http://www.cartacapital.com.br/economia/as-mudancas-no-fundo-monetario-internacional/?autor=589>> Último acesso em 22.04.2016.

NEAL, Larry. "The Financial Crisis of 1825 and the Restructuring of the British Financial System", *Review, Federal Reserve Bank of St. Louis*, maio e junho 1998.

NEGRÃO, João José. *Para conhecer o Neoliberalismo*. São Paulo: Publisher Brasil, 1998.

NOBRE JÚNIOR, Edilson Pereira. *Princípio Constitucional da Capacidade Contributiva*. Porto Alegre: Sergio Antônio Fabris Editor, 2001.

NORRIS, Floyd. "Actions, S.&P. Risked Andersen's Fate". *In Business Day of The New York Times*. Publicado em 7 de fevereiro de 2013. Disponível em: <[http://www.nytimes.com/2013/02/08/business/sp-may-have-tempted-arthur-andersens-fate.html?pagewanted=all&r=0#h\[\]](http://www.nytimes.com/2013/02/08/business/sp-may-have-tempted-arthur-andersens-fate.html?pagewanted=all&r=0#h[])>. Último acesso em 12.03.2013).

NOYER, Christian: "Is speculation the enemy of investment? Speech by Mr Christian Noyer, Governor of the Bank of France and Chairman of the Board of Directors of the Bank for International Settlements", Aix-en-Provence Economic Forum, Aix-en-Provence, 5 de julho de 2014, *in BIS central bankers' speeches*. Disponível em: <<http://www.bis.org/review/r140714e.htm>>. Último acesso em 15.02.17.

NUNES, António Avelãs. *A crise do Capitalismo: Capitalismo, Neoliberalismo, Globalização*. 2ª Ed. Lisboa: Página a Página, 2012.

OBSTFELD, Maurice. "Models of currency crises with self-fulfilling features". *European Economic Review* 40, 1996: 1037-1047.

\_\_\_\_\_. "The logic of currency crises". *National Bureau of Economic Research. Working Papers*, n. 4.640, fevereiro, 1994. Disponível em: <<http://www.nber.org>>. Acesso em: 14 jun. 1999.

OLIVEIRA, José Marcos Domingues de. *Capacidade contributiva: conteúdo e eficácia do princípio*. Rio de Janeiro: Renovar, 1988.

OLSEN, Ana Carolina Lopes. *A eficácia dos direitos fundamentais frente à reserva do possível*. Curitiba: UFPR, 2006.

OREIRO, José Luis; PAULA, Luiz Fernando de BASILIO; Flávio A.C. "Desenvolvimento financeiro e crescimento econômico: teoria e evidência". *in Serie Financiamiento del Desarrollo* n. 230. Santiago: Organizações das Nações Unidas, Sección de Estudios del Desarrollo, 2010.

PAPIENEAU, David. *Filosofia*. Tradução de Maria da Anunciação Rodrigues e Eliana Rocha. São Paulo: Publifolha, 2009.

PARTNOY, Frank. "Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective (July 6, 2009)". *Council of Institutional Investors*, April 2009; San Diego Legal Studies Paper No. 09-014. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1430608>>. Último acesso em 09.04.2013.

PAZARBASIOGLU, Ceyla; ÖTKER, Inci. "Likelihood versus timing of speculative attacks: A case study of Mexico". *European Economic Review*, v. 41, 1997:837-45.

PEREZ NUÑO, Antônio Enrique. *Derechos humanos, Estado de Direito y Constitución*. 4ª Ed., Madri, 1988.

PETTER, Lafayette Josué. *Princípios constitucionais da ordem econômica: o significado e o alcance do art. 170 da constituição federal*. São Paulo: RT, 2005.

PEYRELEVADE, Jean. *O Capitalismo Total*. Tradução de Alfredo Barroso. Lisboa: Século XXI, 2008.

PIKETTY, Thomas. *O capital no século XXI*. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2014.

\_\_\_\_\_. *A Economia da Desigualdade*. 1a Ed. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2015.

PILIERO, Robert D., Esq., LONG, Butzel. *Westlaw Journal Derivatives. The credit rating agencies: Power, responsibility and accountability*. Publicado em 07 de julho de 2012. Disponível em: <<http://newsandinsight.thomsonreuters.com/Legal/Insight/2012/07 - Jul>>. Último acesso em 03.03.2013.

PIMSTONE, Gideon. “The case for a Fed rate hike now”. *Consilium Group*. Disponível em: <<https://www.consiliumcapital.com/insights/125537a6-304e-49d7-a5e8-cc155bdbcf48>>. Postado em 14.10.2016. Último acesso em 23.06.2017.

PIRES, Adilson Rodrigues. “Ligeiras Reflexões sobre a questão dos incentivos fiscais no Brasil”. In MARTINS, Ives Gandra da Silva; ELALI, André; PEIXOTO, Marcelo Magalhães (Coordenadores). *Incentivos Fiscais: questões pontuais nas esferas federal, estadual e municipal*. – São Paulo: MP Ed., 2007.

PLATÃO. “A Alegoria da Caverna”. In: *A República*. Trad. de Enrico Corvisieri. São Paulo: Nova Cultural, 1997.

PLIHON, Dominique. “Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira (A responsabilidade das políticas liberais: Um ponto de vista keynesiano)”. In: *Economia e Sociedade*, Campina (7): 85-127, dezembro 1996.

PONTES MIRANDA, Francisco Cavalcante. *Tratado de direito privado*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1972, vol. 53, p. 62).

PRADO, Luiz Carlos Delorme. “A economia política da grande depressão da década de 1930 nos EUA - visões da crise e política econômica, semelhanças e diferenças com a crise atual”. Disponível em: <<http://www.ie.ufrj.br/datacenterie/pdfs/seminarios/pesquisa/texto1509.pdf>>. Último acesso em 31 de janeiro de 2017.

PRINGSHEIM, Fritz. *The Greek Law of Sale*. Weimar: Hermann Böhlau Nachfolger, 1950.

QUEIROZ, Cristina. *Interpretação Constitucional e Poder Judicial: sobre a epistemologia da construção constitucional*. Coimbra: Coimbra Editora, 2000.

QUELHAS, José Manuel Gonçalves Santos. *Sobre a Evolução Recente do Sistema Financeiro*. Coimbra, 1996.

\_\_\_\_\_. *Sobre as crises financeiras, o risco sistemático e a incerteza sistemática*. Dissertação de doutoramento em Ciências Jurídico-Económicas, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra. Coimbra: [s.n.], 2009.

RAMONET, Ignacio. “Désarmer les marches”. *Le Monde Diplomatique*. publicado em dezembro de 1997. Disponível em: <<http://www.monde-diplomatique.fr/1997/12/RAMONET/9665>>. Último acesso em 08.11.2016.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. . *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press, 2009.

\_\_\_\_\_; ROGOFF, Kenneth S.. *Desta vez é diferente: oito séculos de loucura financeira*. Coimbra: Actual, 2009, ISBN 978-989-694-043-0.

\_\_\_\_\_; FELTON, Andrew. “The First Global Financial Crisis of the 21st Century”. *VoxEU-Centre for Economic Policy Research*, julho 2008: 1-169.

RESENDE, Flávio Lúcio Chaves de. “Extrafiscalidade: crise econômica mundial e o Estado Democrático de Direito”. *Conteúdo Jurídico*. Brasília-DF: 23 jul. 2010. Disponível em: <<http://www.conteudojuridico.com.br/?artigos&ver=2.27660>>. Último Acesso em: 25 10.2016.

RICARDO, David. *On the Principles of Political Economy and Taxation*. The Works and Correspondence of David Ricardo. V. 1. Indianapolis: Liberty Fund, 2004.

RICARDO, David. *Princípios da Economia Política e Tributação*. Tradução de Paulo Henrique Ribeiro Sandroni. São Paulo: Editora Nova Cultura, 1996, Coleção “Os Economistas”.

RICOUER, Paul. *Interpretação e Ideologias*, organização, tradução e apresentação de Hilton Japiassu, 4.<sup>a</sup> ed., Rio de Janeiro: Editora Francisco Alves, 1983.

ROCHE, Marc. “Le capitalisme hors la loi”, *Éditions Albin Michel* 2011.

ROGOFF, Kenneth. “The Overselling of Financial Transaction Taxes” . Disponível em: <<https://www.project-syndicate.org/commentary/financial-transaction-tax-shortcomings-by-kenneth-rogooff-2016-06?barrier=accessreg>>.

Publicado em 06.07.2016. Último acesso em 16.07.17.

ROSTOVTZEFF, Mikhail. *The Social and Economic History of Roman Empire*, Vol. 1, 2a Ed., Oxford: Oxford University Press, 1998, ISBN 0-19-814231-5.

ROTHBARD, Murray Newton. *America's Great Depression*, 5a ed. Auburn: The Ludwig Mises Institute, 2008.

SADDI, Jairo. Disponível em: <<http://www.oeconomista.com.br/a-separacao-de-funcoes-dos-bancos/>>. Último acesso em 1º de fevereiro de 2017.

SALANT, Stephen W.; HENDERSON, Dale W. “Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold”. *The Journal of Political Economy*, Vol. 86, No. 4, Chicago: The University of Chicago Press, agosto, 1978.

SANTOS, Boaventura de Sousa. “A economia e a guerra”. *Carta Capital*. Disponível em: <[http://www.cartamaior.com.br/colunaImprimir.cfm?cm\\_conteudo\\_idioma\\_id=19402](http://www.cartamaior.com.br/colunaImprimir.cfm?cm_conteudo_idioma_id=19402)>. Último acesso em 19.06.2016.

SARLET, Ingo Wolfgang. *A Eficácia dos Direitos Fundamentais*. 4.<sup>a</sup> ed. Revista, ampliada e atualizada. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2004.

\_\_\_\_\_. *As dimensões da dignidade da pessoa humana: construindo uma compreensão jurídico-constitucional necessária e possível*. Revista Brasileira de Direito Constitucional - RBDC n. 09 - janeiro/junho, 2007.

\_\_\_\_\_. *Dignidade da Pessoa Humana e Direitos Fundamentais*, Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2001.

SARMENTO, Daniel. **Ubiquidade Constitucional:** os dois lados da moeda. In: SARMENTO, Daniel; SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. *A Constitucionalização do Direito: Fundamentos teóricos e Aplicações específicas*. Rio de Janeiro: Ed. Lumen Juris, 2007.

SCHILLING, Flávia. In *Ética, Promessas*. An. 3 Col. LEPSI IP/FE-USP 2002, disponível em: [http://www.proceedings.scielo.br/scielo.php?pid=MSC0000000032001000300002&script=sci\\_arttext#back1](http://www.proceedings.scielo.br/scielo.php?pid=MSC0000000032001000300002&script=sci_arttext#back1), Último acesso em 09.08.2017.

SCHMÖLDERS, Günter. *Das Irrationale in der öffentlichen Finanzwirtschaft. Probleme der Finanzpsychologie*. Hamburg: 1960.).

\_\_\_\_\_. *Lo irracional en la Hacienda Publica (problemas de psicología Financiera) (Das irrationale in der öffentlichen finanzwirtschaft. Rowhlt Verlag GMBH, 1958)*. in SCHMÖLDERS, Günter; DUBERGE, Jean. *Problemas de Psicología Financiera*. Traducción y Estudio Preliminar de José María Martín Oviedo. Madrid: Editorial de derecho Financiero, 1965.

\_\_\_\_\_. *Teoría General del Impuesto (Allgemeine Steuerlehre, Belin: 1951)*. Traducción de Luis A. Martin Merino, O. S. A. Editorial de Derecho Financiero. Madrid: 1962.

SCHOUERI, Luís Eduardo. *Direito Tributário*. São Paulo: Saraiva, 2011.

\_\_\_\_\_. *Normas tributárias indutoras e Intervenção Econômica*. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 2005.

SCHREIBER, Mariana. "Os prós e contras da CPMF, aposta do governo contra o deficit em 2016". *BBC Brasil*. Disponível em : [http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2016/01/151228\\_cpmf\\_pros\\_contras\\_ms\\_rs](http://www.bbc.com/portuguese/noticias/2016/01/151228_cpmf_pros_contras_ms_rs). Publicado em 04.01.2016. Último acesso em 21.07.2017.

SCHUMPETER, Joseph Alois. "The Present World Depression: A Tentative Diagnosis", *American Economic Review*, Vol 21, No1, Papers and Proceedings of the Forty-Third Annual Meeting of the American Economic Association, Mar 1931.



\_\_\_\_\_. *Teoria do Desenvolvimento Econômico: Uma Investigação Sobre Lucros, Capital, Crédito, Juro e o Ciclo Econômico*. Editora Nova Cultural. 1997.

SCHWAB, Jürgen. *Cinqüenta anos de Jurisprudência do Tribunal Constitucional Alemão*. Organização e introdução: MARTINS, Leonardo. Montevideo: Konrad Adenauer Stiftung, 2006.

SCHWARCZ, Steven L.. *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*. University of Illinois Law Review, Vol. 2002, No. 1, 2002; Duke Law School, Public Law Working Paper No. 18. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=267273>> ou <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.267273>>.

SELIGMAN, Edwin R. A. *El Impuesto Progressivo en la Teoría y en la Práctica*. Madrid: Librería General de Victoriano Suárez, 1913.

\_\_\_\_\_. "The War Revenue Act". *Political Science Quarterly*. Vol. 33, No. 1. Publicado por: The Academy of Political Science, Mar., 1918:1-37.

SENNETT, Richard. *The Corrosion of Character: The personal Consequences of work in the new capitalism*. New York: W. W. Norton & Company Inc., 1998.

SHAW, Edward S. *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford: Oxford University Press, 1973.

SHILLER, Robert J. *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2000.

\_\_\_\_\_; POUND, John. "Survey Evidence on Diffusion of Investment Among Institutional Investors", *NBER Working Papers* 1851, National Bureau of Economic Research, Inc, Journal of Economic Behavior and Organization vol. 12, 1989.

\_\_\_\_\_. "Conversation, Information, and Herd Behavior," *Cowles Foundation Discussion Papers* 1092, Cowles Foundation for Research in Economics, Yale University, 1995.

SILVA Adroaldo Moura da. "Keynes e a Teoria Geral". In KEYNES, John Maynard. *Os Economistas: A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Editora Nova Cultural Ltda, 1996.

SILVA, Gilvan Ventura da; MENDES, Norma Musco (orgs.). *Repensando o Império Romano: perspectiva socioeconômica, política e cultural*. Rio de Janeiro: Mauad Editora, 2006.

SINCLAIR, David. *The Land That Never Was: Sir Gregor MacGregor and the Most Audacious Fraud in History*. Boston, Massachusetts: Da Capo Press, 2004, [2003], p. 322-3.. ISBN 978-0-306-81309-2.

SKRETA, Vasiliki; VELDKAMP, Laura. "Ratings shopping and asset complexity: A theory of ratings inflation," *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 56(5), julho, 2009.

SMITH, Adam. "The Glasgow Edition of the Works and Correspondence of Adam Smith", Vol. 5: *Lectures on Jurisprudence*, Report Dated 1766. Indianapolis: Liberty Fund, 1982.

\_\_\_\_\_. Coleção "Os Economistas". *A Riqueza das Nações: Investigação sobre sua Natureza e suas Causas*. Vol. I. Tradução de Luiz João Baraúna, São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996.

\_\_\_\_\_. Coleção "Os Economistas". *A Riqueza das Nações: Investigação sobre sua Natureza e suas Causas*. Vol. II. Tradução de Luiz João Baraúna. São Paulo – SP: Editora Nova Cultural Ltda. 1996.

SOROS, George. "Fallibility, reflexivity, and the human uncertainty principle". *Journal of Economic Methodology* 20(4): 309-329.

\_\_\_\_\_. *A crise do Capitalismo Global: A sociedade Aberta Ameaçada*. Tradução de João Cília; Maria do Carmo Figueira; Maria Eduarda Correia. Lisboa: Temas e Debates, 1999.

\_\_\_\_\_. *The alchemy of finance: reading the mind of the market*. New York: John Wiley & sons, Inc., 1994.

SOTO. Jesús Herta de. *Money, Bank Credit, and Economic Cycles*. Auburn, AL: Ludwig von Mises Institute, 2006, [1998].

SOUZA, Rubens Gomes de, *Curso de direito Financeiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1958.

SPAGNOL, Werther Botelho. *As Contribuições sociais no Direito Brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

SPENCE, Michael. "Job Market Signalling". *Quarterly Journal of Economics* 87: 355-374, 1973.

STIGLITZ, Joseph E.; WEISS, Andrew. "Credit rationing in markets with imperfect information." *American Economic Review*, Menasha, v. 71, n. 3, junho, 1981: 393-416.

\_\_\_\_\_. "Using tax policy to curb speculative short-term trading". *Journal of Financial Services Research*, nº. 3(2/3), dezembro, 1989: 101-115.

\_\_\_\_\_. *Globalização: a grande desilusão*. Lisboa: Ed. Terramar, 2004

\_\_\_\_\_. *O preço da desigualdade*. Lisboa: Bertrand Editora, 2013.

\_\_\_\_\_. "The role of the State in financial markets". *World Bank Research Observer*. Annual Conference on Development Economics, Supplement, 1993.

\_\_\_\_\_. "As entranhas do declínio americano". *Portal Vermelho*. Trad. Gabriela Leite. Postado em 28.03.2013. Disponível em: <<http://www.vermelho.org.br/noticia/209497-1>>. Último acesso em 13.07.2016.

\_\_\_\_\_. "Le triomphe de la cupidité», *Les lines qui libèrent 2010*.

STOUT, Lynn A.. *Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford*. In *Virginia Law & Business Review Association*, Volume 3:163, 2008.

TABOADA, Carlos Palao. "Isonomia e Capacidade Contributiva". In *Revista de Direito Tributário*, n. 4, São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978: 126-134.

TAMIRISA, Natalia; SORSA, Piritta; BANNISTER, Geoffrey; MCDONALD, Bradley; WIECZOREK, Jaroslaw. *Trade Policy in Financial*

*Services*. IMF Working Paper: Policy Development and Review Department, fevereiro, 2000.

TEMPKIN, Adam. “IFR-ABS: Bill reversing rating agency liability advances”. *Reuters Edition*. Notícia de 20 de julho de 2011. Disponível em: <<http://www.reuters.com/article/2011/07/20/abs-ratingagencies-idUSN1E76J17U20110720>>. Último acesso em 15.04.2013.

THE BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, “Hedge Fund Survey: Final Report”. FR27/2015 dezembro 2015, p. 27-31).

THE INTERNATIONAL BANK FOR RECONSTRUCTION AND DEVELOPMENT/THE WORLD BANK. *A Handbook of International Trade in Services*. Oxford: Oxford University Press, 2008.

THE WORLD BANK. *O que é preciso para vencer a desigualdade?* Disponível em: <<http://www.worldbank.org/pt/news/press-release/2014/11/19/world-without-poverty-seminar-inequality>>. Postado em 19.11.2014. Último acesso em 23.06.2017.

TIPKE, Klaus. “Sobre a unidade da ordem jurídica tributária”, trad. de Luís Eduardo Schoueri, in *Direito Tributário – Estudos em Homenagem a Brandão Machado*. São Paulo: Dialética, 1998.

\_\_\_\_\_. *Die Steuerrechtsordnung*, Tomo I, Colonia: Schmidt, 1993.

\_\_\_\_\_. *Direito Tributário (Steuerrecht)*. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris Ed., 2008.

\_\_\_\_\_. *Moral Tributaria del Estado y de los contribuyentes (Besteuerungsmoral und Steuermoral)*. Traducción, presentación y notas a cargo de Pedro M. Herrera Molina. Madrid: Marcial Pons, 2002.

\_\_\_\_\_; LANG, Joachim. *Direito Tributário (Steuerrecht)*. Volume I. Trad. Luiz Dória Furquim. Porto Alegre: Sergio Antônio Fabris Editor, 2008.

\_\_\_\_\_; YAMASHITA, Douglas. *Justiça Fiscal e Princípio da Capacidade Contributiva*. São Paulo: Malheiros, 2002.

TIROLE, Jean. "On the possibility of speculation under rational expectations". *Econometrica*. Vol. 50, no. 5, Sep., 1982: 1163-1181.

TOBIN, James. "A Proposal for International Monetary Reform," *Eastern Economic Journal*, Eastern Economic Association, vol. 4(3-4), julho/outubro, 1978: 153-159.

\_\_\_\_\_. "Commercial Banks as Creators of Money". *Financial Markets and Economic Activity*, 1963: 1-11.

TOOKE, Thomas. *An Inquiry Into the Currency Principle: The Connection of the Currency with Prices, and the Expediency of a Separation of Issue from Banking*. London: Longman, Brown, Green, and Longmans, 1844.

TORRES, Ricardo Lobo. "O princípio da transparência no direito financeiro". *Revista da Faculdade de Direito da UERJ*, v. 8/9/10, 2010.

\_\_\_\_\_. *Tratado de Direito Constitucional Financeiro e Tributário - valores e princípios constitucionais tributários*. Volume II. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

TRIFFIN, Robert. "International Monetary Collapse and Reconstruction", *Journal of International Economics*, v. 2, n. 4, setembro, 1972: 375-400.

TRIFFIN, Robert. *The World Money Maze*. New Haven: Yale University Press, 1966.

UNITED STATES. Decisão de 04 de maio de 2012, documento 244 do Case 1:09-cv-08387-SAS, que pode ser encontrada no seguinte endereço eletrônico: <<http://dealbreaker.com/uploads/2012/05/King-County-v.-IKB-Deutsche-Industriebank-ruling-May-2012.pdf>>. Último acesso em 26.02.2013.

\_\_\_\_\_. Decisão proferida em 04 de maio de 2012, documento 244 do Case 1:09-cv-08387-SAS, disponível em: <<http://dealbreaker.com/uploads/2012/05/King-County-v.-IKB-Deutsche-Industriebank-ruling-May-2012.pdf>>. Último acesso em 26.02.2013.

\_\_\_\_\_. Official government edition. "Conclusions of the Financial Crisis Inquiry Report: Final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States". Enviado de acordo com

a lei pública 111-21. Janeiro, 2011. Disponível em <<http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>>. Último acesso em 12.03.2013,).

VALCÁRCEL, Ernesto Lejeune. “El principio de Igualdad”. in Andrea AMATUCCI. *Tratado de Derecho tributario*. Tomo I. Bogotá: Editorial Temis S.A., 2001.

VERIKIOS George; ZHANG, Xiao-Guang. “Global Gains from Liberalising Trade in Telecommunications and Financial Services”. *Productivity Commission Staff Research Paper*, AusInfo, Canberra, outubro, 2001.

VIDAL, Gerardo. *Catón el viejo y la primera asimilación romana de la cultura griega Limes*, ISSN 0716-5919, N°. 14-15, 2002-2003.

VINHAS, Marcos André. *Regime jurídico dos incentivos fiscais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

VOGEL, Klaus. “Die Abschichtung Von Rechtsfolgen im Steuerrecht”. *Steuer und Wirtschaft*, nº 2, 1977.

WALSH, Patrick, “The Bubble on the Periphery: Scotland and the South Sea Bubble”, in *Scottish Historical Review*, 91, 2012. ISSN 0036-9241.

WAPSHOTT, Nicolas. *Keynes-Heyek: The Clash that Defined Modern Economics*. New York-London: W. W. Norton & Company, 2011.

WARDE, Ibrahim. “Ces puissantes officines qui notent les Etats”. *Le Monde diplomatique*, fevereiro de 1997.

WEBER, Thadeu. *Ética e Filosofia Política: Hegel e o Formalismo Kantiano*. Porto Alegre: EDIPUCRS, 1999.

WILLIAMSON, John; MAHA, Molly. “A Survey of Financial Liberalization”. *Essays in International Finance*. nº. 211, Princeton: International Finance Sector, Department of Economics, Princeton University, novembro, 1998.

YONG, Hugo. *One of us: A Biography of Margaret Thatcher*. Londres, 1991.