

Globalização financeira e inserção periférica

Ricardo Carneiro

Este artigo propõe-se a examinar as características do processo de globalização que nos parecem essenciais como definidoras de uma ordem econômica internacional. Os objetivos são os de apreender os principais traços do processo com o intuito de estabelecer as formas e os limites da inserção dos países periféricos.

Admite-se como hipótese central que a globalização é a resultante da interação de dois movimentos básicos: no plano doméstico da progressiva *liberalização financeira* e no plano internacional da crescente *mobilidade dos capitais*. Está implícita na hipótese anterior a idéia de que a globalização produtiva é um fenômeno subordinado. Ou seja, a onda de inovações que tem transformado os processos produtivos e a organização dos mercados e promovido um crescimento sem paralelo do Investimento Direto Estrangeiro tem seus limites ditados pela dominância da acumulação financeira.

A partir dessa hipótese geral procura-se discutir inicialmente as questões relativas à nova dinâmica da economia nos países centrais. Ou seja, a influência da progressiva liberalização financeira sobre o processo de acumulação de capital ou, mais precisamente, os efeitos da crescente importância da riqueza financeira sobre a acumulação produtiva. Mais ainda, pretende-se, com base na literatura pertinente, compreender como a proeminência das finanças tem influenciado os gastos correntes e como tem conduzido a uma crescente instabilidade cuja expressão maior seria o ciclo de ativos.

No exame da globalização como ordem internacional será considerado, de início, o conjunto de aspectos que definem o núcleo do Sistema Monetário Internacional. Além da questão primordial referente ao grau de mobilidade dos capitais, serão considerados o regime cambial predominante, a hierarquia entre as moedas e as principais formas que assumem os fluxos de capitais.

Em seguida procura-se caracterizar os principais agentes do processo destacando os Investidores Institucionais, as Empresas, os Bancos aos quais correspondem respectivamente os fluxos de capitais de porta-fólio, Investimento Direto e Crédito de Curto Prazo. Procura-se explicitar as linhas gerais de atuação de cada um desses agentes, tais como importância, objetivos e estratégia, bem como a diferenciação existente entre eles.

Na seqüência, discutem-se as diferentes formas de inserção de países ou regiões no sistema global. A distinção fundamental nesse caso foi entre países centrais, com moeda conversível e países periféricos, sem moeda conversível. Além de explicitar os determinantes gerais dos fluxos intra e intergrupos de países

procurou-se explorar as diferenciações existentes entre as distintas periferias, em especial a Ásia e a América Latina.

Ao final do trabalho analisam-se as crises recentes dos países periféricos mostrando como elas adquirem crescentemente implicações sistêmicas. Ademais procura-se também especular sobre os desdobramentos da crise recente nos países da periferia, no que tange às suas condições de acesso ao mercado internacional de capitais.

1. Aspectos da nova dinâmica da economia

Como foi dito anteriormente, o intento principal desse item é examinar como o processo de liberalização ou desregulação financeira influenciou sobre a dinâmica da economia, ou seja, como a acumulação financeira condiciona a acumulação produtiva. Dentre as várias contribuições sobre o assunto nos apoiaremos principalmente naquelas da escola da regulação e em particular nos trabalhos de Aglietta (1995) e na coletânea organizada por Chesnais (1999), bem como nas contribuições da Escola de Campinas com destaque para Coutinho & Belluzzo (1998), Belluzzo (1997) e Braga (1997). O ponto em comum a essas análises é a tese de que a liberalização financeira deu origem a um tipo de capitalismo com menor dinamismo e maior instabilidade quando comparado ao sistema vigente no pós-guerra e, mais ainda, inverteu o sentido de determinação das crises que passaram a originar-se na órbita financeira deslocando-se a partir daí para o plano produtivo.

As contribuições de Belluzzo (1997) e Braga (1997), ressaltam a dominância do financeiro na dinâmica da economia. Esta supremacia é vista a partir do desenvolvimento da função financeira no âmbito do capitalismo. A rigor, o conceito mais importante associado ao desenvolvimento desta última é o de capital fictício. Ou seja, enquanto os ativos tangíveis têm um valor que é dado pelo seu custo de reposição ou custo de produção, os ativos intangíveis têm o seu valor calculado exclusivamente pela capitalização do fluxo de rendimentos. Os ativos tangíveis têm claramente definidos os limites da valorização enquanto os intangíveis não têm ou, pelo menos, eles são bem mais elásticos.

A rigor, os ativos tangíveis possuem um duplo método de fixação do valor: pelo custo de reposição (preço de oferta) e pela capitalização dos rendimentos esperados (preço de demanda). Aliás, esta é a base para a decisão de investimento na teoria keynesiana. A diferença está em que no caso dos ativos intangíveis não há nenhuma base real de comparação, pois não há custo de produção. Ou seja, a partir de um valor inicial que reflete a capitalização de

rendimentos a uma dada taxa de juros, o valor desse ativo pode flutuar mais intensamente ao sabor da oferta e da demanda.¹

O crédito é considerado elemento essencial para a possibilidade da valorização da riqueza financeira através do aumento da procura pelos ativos intangíveis e da conseqüente elevação de seu preço, devido à oferta relativamente rígida no curto prazo. Isto porque cria demanda adicional por esse conjunto de ativos que compõe a riqueza financeira. A decisão de compra, por sua vez, ocorrerá em função da comparação entre a taxa de retorno esperada implícita na variação de preços dos ativos vis-à-vis a taxa de juros à qual se obtém financiamento para efetuar a compra.

Isto posto, cabe esclarecer as relações entre as duas formas de riqueza. Ou seja, como a acumulação financeira ou fictícia, que é hegemônica, condiciona ou determina a acumulação produtiva. Essa nova dinâmica da economia teria sua expressão principal no denominado ciclo de ativos.

O início da expansão ocorreria como em qualquer processo cíclico, com ampliação de poder de compra pelo sistema bancário através do aumento do crédito. A primeira peculiaridade diz respeito ao destino desse crédito. Uma parte expressiva do mesmo é direcionada para a compra de ativos mobiliários ou mesmo imobiliários. *Essa é uma inovação produzida pela liberalização financeira através da consolidação das finanças de mercado e resulta do aprofundamento dos mercados de ativos intangíveis, dando-lhes maior liquidez e reduzindo o risco de mercado, permitindo que se tornem objeto de acumulação.*

Como no mercado de ativos a oferta de títulos referentes a direitos sobre a propriedade ou a renda – de ativos mobiliários ou imobiliários –, é inelástica no curto prazo, o efeito de um crescimento da demanda impulsionada pelo crédito é um aumento dos preços desses ativos. Dado que a liberalização financeira ampliou consideravelmente a participação dos ativos financeiros na riqueza ou patrimônio das famílias e empresas, o incremento dos preços desses ativos terá um impacto significativo na decisão quanto aos gastos correntes, ou seja, afetará de forma significativa as decisões de consumo e investimento.

No que diz respeito às famílias, a crescente importância dos ativos financeiros na sua riqueza determina um descolamento entre os gastos e a renda corrente. Isto é, a propensão a consumir deixa de ser uma função estável da renda e passa a oscilar de acordo com o valor da riqueza financeira. Um crescimento dos preços dos ativos pode determinar uma ampliação dos gastos de consumo sem que a renda se tenha alterado, simplesmente porque as famílias se sentem e de fato

(1) Essa é uma postulação fundada na teoria keynesiana que não reconhece a existência de uma taxa natural ou “real” de juros. A admissão dessa última por parte da teoria neoclássica muda os termos do problema. Esta teoria reconhece a flutuação no valor dos ativos intangíveis provocada por variações de curto prazo, tanto na demanda de títulos quanto nas taxas de juros. Todavia, como há uma taxa de juros natural ou real para a qual a taxa de curto prazo converge, o preço dos títulos também convergirá para seus valores normais. Isto elimina a possibilidade de processos especulativos recorrentes. Em síntese, não há razões permanentes para especular com ativos cujos preços tendem para seus valores de equilíbrio.

estão mais ricas, pelo menos temporariamente. Ao revés, uma queda do valor dos ativos pode determinar uma redução do consumo independentemente da renda, dado que as famílias se sentem mais pobres e tentam recompor, através de uma poupança maior, seus níveis prévios de riqueza. A rigor, o que está em questão é que o gasto de consumo perde sua conexão imediata com a renda corrente e passa a se vincular prioritariamente com o preço dos ativos intangíveis.

Do ponto de vista das empresas, o impacto do ciclo de preços dos ativos nas decisões de gasto também é significativo devido ao crescente peso da riqueza financeira nos patrimônios. Um aumento do valor dos ativos altera a relação ativos totais/dívidas permitindo às empresas elevarem o montante de endividamento e conseqüentemente os seus gastos na ampliação da produção corrente ou com acumulação de capital. De maneira simétrica, uma reversão dos preços dos ativos que constituem o patrimônio das empresas deteriora a relação ativos totais/dívidas, implicando a redução dos gastos.

Os mecanismos de aumento de gastos induzido por crescimento da riqueza financeira são potenciados pelo crédito. Um aumento do valor dos ativos de propriedade das empresas permite o seu uso como colateral possibilitando um maior endividamento junto aos bancos para gastos, incluindo a compra de ativos financeiros, exacerbando o movimento inicial e alimentando o ciclo de valorização.

Do que foi dito acima, fica claro que o ciclo de ativos desempenha um papel essencial na dinâmica da economia ao influenciar a propensão ao endividamento das empresas, a propensão a consumir das famílias e, portanto, os gastos correntes. O essencial passa a ser o comportamento dos preços dos ativos ou mais precisamente o seu ciclo de preços. Desse ponto de vista há uma relação essencial a ser considerada, qual seja, aquela existente entre o preço esperado ou valorização esperada do ativo e a taxa de juros à qual os agentes se financiam para adquiri-los.

O que está em jogo na lógica anterior é que os ativos são comprados numa perspectiva especulativa, ou seja, com o objetivo de realizar ganhos patrimoniais. Isto, obviamente, só é possível num ambiente de finanças liberalizadas e com a existência de mercado financeiros profundos. A rigor, a própria existência de mercados desenvolvidos muda a motivação da compra de ativos. Estes não são mais adquiridos em função da série de rendimentos futuros que irão proporcionar, mas da expectativa de ganhos patrimoniais. Assim sendo, o núcleo da questão a ser explicada é o de como a expectativa de valorização excede ou é excedida pela taxa de juros, pois é em função dessas considerações que o mercado torna-se comprador ou vendedor desencadeando o ciclo de preços dos ativos.

A questão pode ser reduzida à explicação de como o ciclo de preços é revertido, isto é, a partir de que momento o conjunto dos agentes relevantes deixa de apostar numa valorização dos preços desses ativos acima da taxa de juros. Não

há, a rigor, uma teoria da determinação do ponto de reversão, dado que são inumeráveis os fatores que o condicionam. Todavia, a experiência histórica atesta a inevitabilidade dessa reversão. A contribuição de Kindleberger (1978), ao mapear num período histórico longo os vários processos de especulação e reversão, constitui uma referência fundamental.

Via de regra, a reversão ocorre por uma recusa dos financiadores em continuar emprestando aos especuladores, o que interrompe o ciclo de alta de preços. A redução dos preços dos ativos que daí resulta tem variadas implicações. Do ponto de vista das empresas e famílias, esta diminuição explícita uma alteração da relação entre patrimônio/endividamento no caso das primeiras e entre riqueza/poupança no caso das segundas. Quanto às empresas, a estratégia será a de reduzir gastos para diminuir o endividamento e restabelecer uma relação entre patrimônio próprio e de terceiros menos vulnerável. No caso das famílias, a queda no valor da riqueza determina uma elevação da poupança e, portanto, queda no consumo, como tentativa de restabelecer os valores prévios do patrimônio.

Um efeito previsível da reversão do ciclo de ativos é, por conseguinte, uma redução do gasto corrente em consumo e investimento e, portanto, uma recessão de maior ou menor intensidade. Esta última estará, em grande parte, determinada pela forma como a reversão atingirá o sistema bancário, que é o bancador das posições especulativas. A queda no preço dos títulos é, simultaneamente, uma deterioração do valor e qualidade dos ativos bancários, ou seja, o momento no qual a fragilidade financeira dos bancos se explicita e que pode determinar uma retração do crédito (*credit crunch*) de maior ou menor intensidade. É exatamente a amplitude desse racionamento do crédito que reflete o impacto nos bancos e na sua avaliação sobre o futuro, e que determinará a magnitude e intensidade da recessão. A recuperação somente ocorrerá quando os bancos voltarem ao financiamento das compras de ativos, conduzindo a uma recuperação de seus preços.

Do que foi dito, cabe ressaltar a relevância da órbita financeira como determinante das crises. Melhor dizendo, estas ocorrem basicamente na esfera financeira e mais precisamente na avaliação dos riscos de continuar expandindo o crédito para alimentar o ciclo de ativos. A partir da reversão dos preços dos ativos estabelece-se uma cadeia de efeitos que passam pela intensidade da redução de gastos por parte das famílias e empresas e o grau de contração do crédito pelos bancos. Quanto mais intensos ambos, maior a intensidade da recessão.

A análise do ciclo de ativos chama a atenção para outros aspectos da dinâmica capitalista num sistema caracterizado por finanças liberalizadas, ou de mercado. Estamos nos referindo especificamente à financeirização, entendida como uma norma de ação dos vários agentes econômicos, sejam eles empresas, famílias ou instituições financeiras. A questão essencial é que o aprofundamento

das finanças de mercado modifica o comportamento dos vários tipos de agentes, cuja lógica de investimento se transforma e adquire um caráter especulativo.

Quanto mais aprofundada a liberalização, mais a lógica especulativa toma conta dos agentes. Ou seja, com mercados amplos e líquidos o objetivo de qualquer investimento não é o de adquirir ativos que possam produzir um fluxo de rendimentos que capitalizados à taxa de juros corrente, superem o valor inicial desembolsado. Essa diferença entre preço de compra e valor de mercado é determinada pela variação de curto prazo no valor de mercado desses ativos que, no mais das vezes, ocorre de maneira independente da evolução dos fundamentos. A questão essencial é que a riqueza dos vários agentes adquire uma liquidez crescente aproximando-a da forma mais líquida e abstrata, o dinheiro. Decorre daí que a lógica da sua valorização também passe a ser a da forma mais líquida, ou seja D-D'.

A maneira pela qual esse processo influencia o comportamento econômico das famílias e a dinâmica dos gastos de consumo parece ter ficado clara na explicação acima. Já quanto ao comportamento das empresas e do investimento, alguns comentários adicionais se fazem necessários. A financeirização amplia o escopo do investimento puramente patrimonial das empresas, ou seja, aqueles realizados com o intuito de obter ganhos patrimoniais imediatos. Mais que isto, impõe mudanças profundas nos objetivos, estratégia e gestão das empresas.

De acordo com Plihon (1999), olhando-se a empresa da ótica dos 3 grupos mais relevantes – acionistas, dirigentes, assalariados – o novo regime de acumulação significa uma mudança na correlação de forças em favor do primeiro grupo, modificando completamente sua operação. Como consequência, a principal transformação observada é a orientação em direção à busca da criação de um crescente valor acionário através da obtenção da maior cotação possível nas bolsas de valores.

Pode-se afirmar que o objetivo central das empresas passa a ser sustentar elevadas e crescentes relações *Preço/Lucro*. Há, portanto, um conjunto de operações que visam diretamente a sustentação ou elevação dos preços das ações, como certos tipos de fusões e aquisições ou, principalmente, processos de recompra – alavancados ou não – de ações negociadas em Bolsa. Outras operações – *recentragem, reengenharia* – visam sobretudo manter o fluxo de lucros correntes e portanto sustentar as expectativas recorrentes de valorização.

2. A globalização como ordem internacional

A grande maioria dos autores que analisam a ordem econômica internacional concorda em apontar o grau de *mobilidade dos capitais* como o elemento central na configuração dessa ordem. Assim, a denominada globalização

pode ser caracterizada como uma ordem econômica na qual são progressivamente eliminadas as restrições a essa mobilidade. Concretamente isso se traduziu no aumento contínuo das transações cambiais e dos fluxos brutos de capitais internacionais. Esses fluxos de capitais apartaram-se dos desequilíbrios em transações correntes dos vários países assumindo valores várias vezes superiores aos mesmos. Ou seja, ocorreu uma crescente autonomia do movimento de capitais diante das necessidades de financiamento corrente dos países.

No que tange à mobilidade dos capitais adotamos a tese de Helleiner (1994) para quem essa mobilidade não deve ser considerada como um resultado natural do desenvolvimento ou fruto do progresso tecnológico, mas como fruto de determinadas escolhas. Desta maneira, a livre mobilidade dos capitais resulta de iniciativas concretas do Estado em consonância com os interesses de determinados grupos econômicos. Dada a natureza do dinheiro, em especial a sua fungibilidade, a organização de uma ordem internacional na qual os fluxos de capitais tenham a mobilidade limitada implica o estabelecimento de regras gerais a partir de controles na origem e no destino dos fluxos.²

Conforme mostrado por Eichengreen (1996), as ordens internacionais caracterizadas por maior ou menor limitação à mobilidade dos capitais se sucedem historicamente. A passagem de um regime a outro depende de circunstâncias históricas específicas. A rigor, os controles ou restrições à mobilidade de capitais sempre tiveram custos políticos internos ou externos. Apenas em determinadas circunstâncias ou correlação de forças esses controles tornam-se inviáveis.

Do ponto de vista da hipótese colocada anteriormente, a mais importante razão para o impulso à globalização e a substituição da ordem regulada de Bretton Woods foi a mudança de posição de países-chave no sistema internacional, especialmente os anglo-saxões, no final dos anos 70.

Os Estados Unidos perdem a sua liderança tecnológica e comercial e passam a apostar na reafirmação de sua hegemonia através de seu poderio financeiro, fundado no uso do dólar como moeda reserva pelo sistema internacional. A Inglaterra só pode aspirar a continuar como país importante através da constituição e ampliação de uma praça financeira *off-shore*. Por fim, o Japão, às voltas com superávites recorrentes nas transações correntes, também torna-se interessado na liberalização dos fluxos de capitais.

Esse ponto de vista é reforçado por Tavares & Melin (1997), para quem a reafirmação da hegemonia americana teria ocorrido após uma década de fragilização da posição desse país durante os anos 70. A rigor, foi a transnacionalização dos capitais americanos no pós-guerra – bancário e produtivo

(2) Um exemplo elucidativo sobre a natureza da ação do Estado diz respeito às diferenças entre o comércio e as finanças. No primeiro caso a constituição de uma ordem liberal requer um grande ativismo e adesão negociada por parte do Estado. No caso das finanças é exatamente a ausência de ações concretas que conduz a uma ordem liberal.

– que criou fortes competidores fora do espaço americano, deteriorando progressivamente sua hegemonia produtiva e comercial.

O instrumento essencial da retomada desta hegemonia foi a subida da taxa de juros ao final de 1979, que obrigou os demais países avançados a dois movimentos: a obtenção de superávites comerciais para financiar os déficits da conta de capital e a realização de políticas monetárias e fiscais restritivas para reduzir a absorção doméstica. Para o conjunto desses países o resultado foi um menor dinamismo do crescimento econômico quando comparado à denominada idade de ouro, período que vai do imediato pós-guerra a meados dos anos 70.

A alternativa que se colocava cada vez com maior intensidade para os Estados Unidos ao longo dos anos 70, diante da moeda apreciada e de déficits recorrentes no balanço de transações correntes e no setor público, era a de uma desvalorização da moeda combinada com uma política fiscal contracionista. A aposta na elevação das taxas de juros e na crescente liberalização financeira viabilizou o financiamento para os déficits sem a necessidade de recorrer a ajustes intensos e muito rápidos. Em síntese, permitiu aos Estados Unidos a manutenção da autonomia da sua política econômica doméstica.

A reafirmação da hegemonia do dólar pode ser definida em termos das características da sua moeda. Pelo fato dos Estados Unidos serem a potência dominante em termos políticos e militares e possuírem os mercados financeiros mais amplos e profundos, a moeda americana constitui a principal reserva de valor da riqueza financeira global. Por essa razão, a desregulação e liberalização dos mercados financeiros nos países centrais, além de atrair fluxos de capitais crescentes para os Estados Unidos, se faz acompanhar de uma crescente denominação, em dólar, das operações em outros países, tornando-o a principal moeda dos mercados financeiros globalizados.

Autores como Helleiner (1994) chamam a atenção para fatores ideológicos subjacentes à globalização, em especial a perda de hegemonia do *embedded liberalism* em favor do neoliberalismo. A nova ideologia descarta os controles de capitais como instrumentos relevantes, pois abandonaram-se os fundamentos econômicos que o justificavam – sistema de taxas de câmbio fixas e autonomia da política econômica doméstica – em favor do sistema de taxas flexíveis e a interdependência das políticas domésticas.

Assim, o grau de liberdade do movimento dos capitais é o elemento central na constituição de um sistema monetário internacional. O outro aspecto relevante é o regime cambial com taxas fixas ou flexíveis. Eichengreen (1996) prega corretamente que um regime de livre mobilidade de capitais só é compatível com um sistema cambial de taxas flexíveis. Dito de outra maneira, um sistema de taxas fixas de câmbio requer altas restrições à mobilidade de capitais, sob pena desta última inviabilizar a manutenção das paridades fixas.

As exceções ocorreriam por conta do sacrifício que se quisesse impor à autonomia da política econômica doméstica. Vale dizer, se os objetivos da política econômica doméstica são os de defender as paridades fixas quaisquer que sejam os custos internos, é possível conciliar a livre mobilidade com um sistema de taxas fixas. O padrão-ouro é apontado como exemplo mais significativo da coexistência de taxas fixas e livre mobilidade de capitais.

Dada a existência de mobilidade de capitais só é possível escolher entre regimes de taxas de câmbio alternativos utilizando a autonomia da política doméstica como variável de ajuste. No contexto da globalização, o regime predominante é o de taxas de câmbio flutuantes no qual, em tese, se preserva alguma autonomia da política doméstica. Os sistemas com taxas fixas – *currency board* – são possíveis, mas às custas do total sacrifício das metas de política econômica internas.

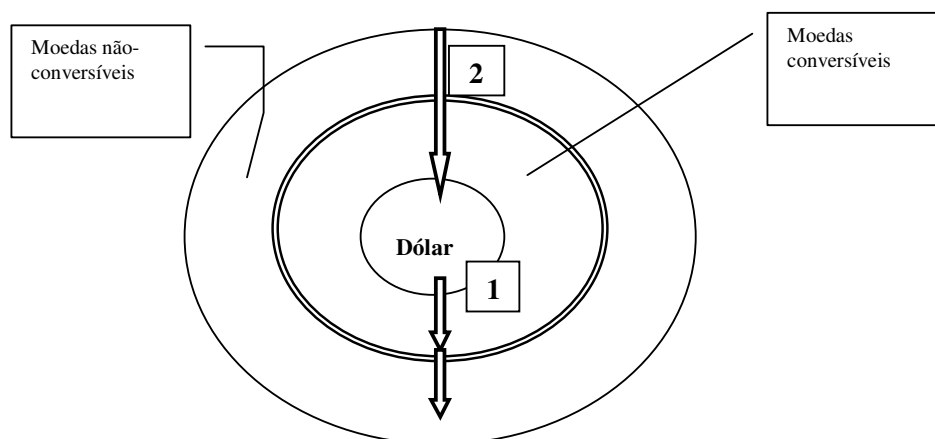
Do que foi exposto anteriormente, podem-se deduzir as principais características da economia internacional que vão constituir a essência da globalização: a centralidade do dólar; o regime de taxas de câmbio flutuantes; a livre mobilidade de capitais. Ou seja, na globalização, o sistema monetário-financeiro internacional constitui-se como um sistema hierarquizado, no qual o dólar é o núcleo do sistema. A partir desse núcleo, e dada a existência de livre mobilidade de capitais formam-se as demais taxas de juros e câmbio do sistema.

O desenho a seguir representa de maneira simplificada o funcionamento do sistema monetário internacional globalizado. Pode-se perceber a existência de 3 categorias de moeda: a moeda reserva (dólar) as moedas conversíveis (países centrais) e as moedas não-conversíveis (países periféricos). No âmbito da moeda central define-se a taxa de juros básica do sistema. Obviamente ela é a menor de todas, pois remunera um investimento que é feito na moeda mais forte do sistema e que é vista como a mais segura pelos detentores dos capitais.

À medida que se caminha para fora do núcleo do sistema, as taxas de juros vão se elevando, dado que as moedas vão se tornando menos seguras (seta 1 da Figura 1). Pode-se interpretar o fenômeno de outra maneira e afirmar que os proprietários dos capitais exigem um prêmio maior para investir nas moedas menos seguras. Visto o problema de outro ângulo (seta 2 da Figura 1) pode-se afirmar que os proprietários de capitais na periferia aceitam taxas de remuneração menores para investir nas moedas mais fortes.

Essa conformação do sistema monetário internacional define uma regra de formação das taxas de juros que é desfavorável aos países da periferia e até mesmo aos outros países centrais. A taxa de juros fora do núcleo é sempre a taxa paga pela moeda central, acrescida de um *risco país*. Esse último é determinado principalmente pela avaliação e classificação de agências especializadas e transmite-se aos títulos do país que são negociados nos principais mercados, principalmente o americano.

Figura 1
Operação do Sistema Monetário Internacional



O importante a salientar é que dada a livre mobilidade dos capitais não há possibilidade dos países periféricos participantes do sistema não aceitarem essa regra de formação das taxas de juros. Isso porque na hipótese de fixarem taxas de juros internas abaixo da taxa fixada pelo mercado, não só deixariam de receber capitais como provocariam uma fuga dos capitais locais.

A possibilidade de escapar dessa regra existe apenas para os países de moeda conversível, ou seja, para onde há um fluxo permanente de capitais produtivos e financeiros. Nesse caso, a fixação das taxas de juros internas abaixo do valor do mercado implica a saída de capitais e a conseqüente desvalorização da taxa de câmbio. Essa, por sua vez, tem um piso a partir do qual passa a ser interessante a volta dos capitais, para adquirir ativos produtivos ou financeiros a baixo preço, devido à moeda desvalorizada.

No caso das moedas não-conversíveis, essa alternativa não existe. Isso porque não há piso para a desvalorização da taxa de câmbio. Ou seja, caso haja fuga de capitais, a desvalorização pode prosseguir para limites bem mais amplos sem desencadear o retorno dos capitais, pois pode não haver interesse dos capitais na compra de ativos adicionais no país em questão. Nesse caso, portanto, a fixação de taxas de juros abaixo daquela estabelecida no mercado internacional pode levar a uma desvalorização descontrolada da moeda do país e no limite a uma crise de confiança que questiona a sua própria existência.

Um aspecto crítico do sistema globalizado é o do patamar elevado das taxas de juros. De acordo com Ciocca & Nardozzi (1996), a elevação dos juros no final dos anos 70 e sua persistência em patamares elevados nos anos 80 e 90, caracteriza essas últimas décadas como as taxas reais mais elevadas desde o final do século XIX, excetuando-se pequenos períodos nos quais houve deflação.

Para explicar o fenômeno da elevação e permanência das taxas de juros em níveis elevados, a abordagem keynesiana adotada pelos autores supracitados parece a mais convincente. Segundo essa hipótese, não existe nenhuma razão externa aos mercados financeiros, ou pertencente ao mundo real, responsável pela determinação das taxas de juros. Esta última é o produto de convenções e do grau de certeza ou incerteza que agentes atribuem a essas convenções.

No caso dos mercados financeiros, a maior ou menor confiança dos agentes se traduz na intensidade da preferência pela liquidez. Uma maior preferência pela liquidez, vale dizer a cobrança de um prêmio mais elevado para se desfazer da liquidez, traduz uma menor confiança sobre a trajetória futura da economia e particularmente sobre a inflação. No caso específico dos anos 80 e 90 pode-se, portanto, afirmar que as taxas de juros elevadas traduziram uma maior incerteza sobre a sustentação de trajetórias estáveis para a economia e a consistência da política econômica.

Sinteticamente podemos identificar três grupos de fatores aos quais se pode atribuir a capacidade de influir sobre a preferência pela liquidez dos agentes durante o período em questão. São eles: o crescente predomínio das finanças de mercado nos países centrais, especialmente nos Estados Unidos; os fundamentos do Sistema Monetário Internacional; e a inconsistência da política econômica do países da tríade.

A forma pela qual se organizam os mercados financeiros reveste-se de grande importância na determinação da preferência pela liquidez. Os sistemas nos quais predominam as relações de clientes (intermediação bancária) e os investimentos sólidos (ativos instrumentais) apresentam em geral uma preferência pela liquidez menor do que aqueles nos quais predominam as relações de mercado (finança direta) e o investimento fluido (ativos financeiros). No segundo caso a disseminação dos mercados de ativos e seus ciclos de preços de ativos torna mais intensas as possibilidades de ganho ou perda de capital. Ou seja, variações das taxas de juros determinam perda ou ganho de capital para todos os detentores de títulos. Por sua vez, os riscos de perda de capital serão tão maiores quanto menores forem as taxas de juros. A partir daí pode-se imaginar uma taxa de juros, se não mais alta, pelo menos permanentemente mais rígida à baixa.

Outro fator que exacerba a preferência pela liquidez é a atual organização do SMI, fundada na livre mobilidade dos capitais e nas taxas de câmbio flutuantes. Segundo a teoria neoclássica seria de se esperar que a flexibilidade dos fluxos e do câmbio produzisse, por meio de arbitragens, uma igualação das taxas de juros nos distintos países. A não-convergência das taxas de juros em moedas distintas atesta a persistência dos riscos de país, o que, somado à variabilidade das taxas de câmbio, torna bastante incertas as trajetórias das taxas de juros.

A inconsistência básica da política econômica no plano internacional diz respeito à contradição entre a posição-chave desempenhada pela economia

americana na liderança do crescimento e sua situação de fragilidade externa caracterizada por elevados e recorrentes déficits em transações correntes e uma crescente posição devedora em face do resto do mundo. Essa contradição se reproduz ao longo do tempo sob diversas circunstâncias, reduzindo a credibilidade da política econômica.

Ou seja, um dos desequilíbrios centrais resulta de que o crescimento global depende da expansão americana e, portanto, de baixas taxas de juros nesse país. Esse crescimento, por sua vez, implica déficits em transações correntes e a necessidade de financiá-los, levando a uma permanente desconfiança sobre a trajetória da taxa de juros. Dado o ambiente global da economia, as incertezas sobre câmbio e juros americanos se transmitem aos demais países.

Em relação ao problema anterior, Belluzzo (1997) sugere que o principal problema do dólar como moeda central do sistema estaria no caráter de devedor líquido do país emissor. Ou seja, o problema estaria mais no estoque de dívida e na sua rolagem do que no financiamento corrente do déficit externo. Isto criaria problemas para o sistema monetário-financeiro internacional tornando-o instável. A sustentação do valor do dólar depende sobretudo das taxas de juros americanas e a variação dessa taxa influi decisivamente na direção e intensidade dos fluxos de capitais. Em determinados momentos esta sustentação pode ser contraditória com a estabilidade dos mercados globalizados, em especial dos periféricos.

Uma visão crítica das conseqüências da globalização leva a destacar problemas tais como: a perda de relação entre as taxas de câmbio e a situação em conta-corrente dos balanços de pagamentos; a permanência dos “riscos de país” elevados e diferenciados, presentes nas taxas de juros desiguais, e afetando desigualmente a capacidade doméstica de fazer política econômica. Por fim, a permanência da assimetria na política econômica com as mudanças a partir dos Estados Unidos afetando mais o resto do mundo do que o contrário, o que valeria mais intensamente para os países da periferia do sistema.

3. Instituições e atores relevantes

A análise dos atores da globalização, seja dos seus agentes ou países, requer o uso de dois períodos distintos que grosso modo se confundem com as duas décadas, a dos 80 e a dos 90. Do ponto de vista dos agentes há poucas modificações quando se consideram os dois períodos; já quanto aos países há uma modificação essencial representada pela incorporação massiva da periferia durante a última década.

Olhada pela ótica dos fluxos de capitais, a globalização tem características bem peculiares quando confrontada com outras épocas. Sua natureza particular apresenta-se na predominância dos fluxos brutos de capitais quando vis-à-vis os

fluxos líquidos. O Quadro 1 distingue mais precisamente os conceitos. Ele deve ser pensado da ótica de um país receptor dos fluxos de capitais. As colunas representam a diferença entre entradas e saídas – portanto o fluxo líquido – segundo a origem do agente. Tanto residentes quanto não-residentes podem internalizar ou exteriorizar recursos e o resultado dessas operações pode ser negativo ou positivo. As linhas, por sua vez, representam o resultado bruto ou soma das entradas e das saídas, sendo o resultado total o que liquidamente entrou ou saiu do país.

Quadro 1
Classificação dos fluxos de capitais

	Residente	Não-residente	Resultado
Entradas	(+)	(+)	Entradas brutas
Saídas	(-)	(-)	Saídas brutas
Resultado	Fluxo líquido de residentes	Fluxo líquido de não-residentes	Líquido total

Foi dito acima que as transações brutas adquirem um peso desproporcional na globalização. Isso significa que para cada unidade monetária internalizada ou exteriorizada liquidamente houve um crescimento substantivo das transações brutas. Há duas razões principais para que isto tenha ocorrido: a primeira delas decorre do fato de que a globalização é uma via de mão dupla, ou seja a liberalização ampla dos fluxos de capitais implica que os países recebem e exportam capitais simultaneamente. A segunda está relacionada a outra característica da globalização já mencionada anteriormente: o sistema de taxas de câmbio flexíveis e juros flutuantes. Ao permitir ganhos de curto prazo na especulação com moedas e taxas de juros, esse sistema exacerbou o peso dos fluxos de capital igualmente especulativos e de curto prazo.

Uma avaliação quantitativa dos dados sobre os fluxos de capitais nos anos 80 (Tabela 1) põe em destaque as modificações mais relevantes após 1985. Destaca-se a maior importância dos fluxos de investimento – direto e de portfólio – quando comparados com os empréstimos bancários – de curto e longo prazo, bem como a perda de importância relativa dos fluxos oriundos do setor público. Ou seja, fica patente a dominância dos fluxos privados e dentre esses do investimento direto e das finanças diretas em detrimento das finanças bancárias.

Do ponto de vista dos países que constituem o sistema internacional, essa primeira etapa da globalização caracterizou-se pela exclusão da periferia, em especial a latino-americana (Tabela 2). Durante a década dos 80 os países periféricos estiveram submetidos à assim chamada crise da dívida e que consistiu num drástico racionamento do financiamento externo. Nesse período, o financiamento adicional esteve condicionado à participação e aval de instituições multilaterais, especialmente o FMI. Assim, de uma participação de mais de 50%

dos fluxos em 1975/79, os subdesenvolvidos caem para 23% no período 1985/89 e ainda assim com larga predominância dos fluxos públicos (2/3 do total dirigido a esses países).

Tabela 1
Composição dos fluxos de capitais nos países desenvolvidos ⁽¹⁾
(% do PIB)

Fluxos	1975-84	1985	1986	1987	1988	1989
Porta-fólio	0,6	1,5	1,8	1,1	1,5	1,8
Bônus	0,5	1,3	1,5	0,9	1,3	1,3
Ações	0,1	0,2	0,3	0,2	0,2	0,6
Investimento direto	0,6	0,7	0,9	1,2	1,1	1,3
Bancário (Longo prazo)	0,8	0,5	0,7	0,8	0,8	1,0
Bancário(Curto prazo) ⁽²⁾	0,3	0,5	0,8	1,0	0,6	0,4
Setor público	0,5	0,4	0,7	1,2	0,6	0,6

Notas: ⁽¹⁾ Fluxo líquido (aquisição – venda de ativos) por parte de residentes.

⁽²⁾ Empréstimos de curto prazo líquidos.

Fonte: Turner (1991).

Tabela 2
Fluxos de capitais globais ⁽¹⁾
(médias anuais em US\$ bilhões)

	1975/79	1980/84	1985/89
Desenvolvidos	99,1	175,7	463,3
Público	21,0	40,1	63,8
Privado	78,1	135,6	399,5
Subdesenvolvidos	52,1	105,5	110,0
Público	32,1	66,7	74,3
Privado	19,9	38,8	35,8

⁽¹⁾ Exclui movimento de reservas e fluxos bancários de curto prazo.

Fonte: Turner (1991).

Os dados da Tabela 1 também caracterizam a hierarquia dos fluxos de capitais durante os anos 80. Por ordem de importância temos: porta-fólio, IDE, empréstimos bancários e setor público. Esta ordenação permanecerá praticamente a mesma durante os anos 90 com pequenas mudanças de composição mostrando tratar-se de uma característica permanente da globalização.

O grande crescimento do investimento de porta-fólio está associado ao aumento do investimento externo dos Investidores Institucionais, resultado da desregulamentação da composição de seus porta-fólios. A aquisição de ativos externos visou sobretudo a uma diversificação de risco. Neste último aspecto a pouca diversificação dos fundos de pensão americanos – em termos de moeda de denominação – representa uma exceção. Isto revela o caráter menos propenso ao risco dos fundos americanos e a hegemonia do dólar, ou a ausência de outra moeda tão confiável, que, caso existisse, teria produzido uma nova relação entre taxas de câmbio.

Quadro 2
Caracterização dos investidores institucionais

<p><i>Definição de Investidor Institucional:</i> gerenciamento profissional das pequenas poupanças individuais através de um número restrito de instituições, que recentemente buscaram diversificar seus porta-fólios nos mercados internacionais. A centralização de poupanças individuais permitiu concentrar as decisões, criando a possibilidade de colusão e uma maior volatilidade nos mercados tanto maior quanto menores esses mercados.</p>										
<p><i>Tipologia de Investidor Institucional:</i></p> <table border="0"> <tr> <td>Fundos de Pensão</td> <td rowspan="4"> </td> <td>Público e Privado (Abertos e fechados)</td> </tr> <tr> <td>Companhias de seguro</td> <td>Diversidade de seguros</td> </tr> <tr> <td>Fundos Mútuos</td> <td>Open end/close end/<i>hedge</i></td> </tr> <tr> <td>Administração de riqueza</td> <td>Diversidade</td> </tr> </table>		Fundos de Pensão		Público e Privado (Abertos e fechados)	Companhias de seguro	Diversidade de seguros	Fundos Mútuos	Open end/close end/ <i>hedge</i>	Administração de riqueza	Diversidade
Fundos de Pensão		Público e Privado (Abertos e fechados)								
Companhias de seguro		Diversidade de seguros								
Fundos Mútuos		Open end/close end/ <i>hedge</i>								
Administração de riqueza		Diversidade								
<p><i>Hierarquia:</i> Do ponto de vista do patrimônio os mais importantes são: fundos de pensão, companhias de seguro e fundos mútuos, embora em termos de taxa de crescimento estes últimos sejam os mais dinâmicos. No caso dos fundos mútuos um desempenho particular é o dos <i>hedge</i> funds, que são fundos cuja característica é o elevado grau de alavancagem e que operam em geral em ambientes muito desregulamentados – em geral, <i>off-shore</i>.</p>										
<p><i>Composição dos ativos:</i> por ordem, os fundos que possuem maior diversificação são os fundos mútuos, os fundos de pensão e as seguradoras. Apesar do volume absoluto dos recursos ser elevado, a diversificação relativa dos investidores institucionais é menor do que o que seria recomendado. Este viés doméstico do portfólio deve-se, sobretudo, as companhias de seguro, mas também aos fundos de pensão. As razões apresentadas para a pouca diversificação são institucionais – restrições regulatórias – mas basicamente devidas ao tipo de compromisso de cada instituição. Há claramente distinções internas entre os fundos e companhias de seguro. A menor disposição ao risco é observada segundo o tipo de investidor e natureza do compromisso assumido; em geral, quanto mais rígidos os compromissos e de mais longo prazo, menor a propensão ao risco.</p>										

Fonte: IMF (1995a).

O estudo de Turner (1991), sugere a possibilidade de uma maior volatilidade dos fluxos oriundos dos Investidores Institucionais após os anos 80 por conta do encerramento do ciclo básico de diversificação no âmbito dos países centrais. Assim, a composição dos porta-fólios ficaria mais suscetível aos movimentos de câmbio e juros. Esta constatação é de grande importância para entender crises localizadas, como a do SME, que ocorrem no início dos anos 90, mas principalmente para compreender o trasbordamento desses fluxos em direção à periferia, que ocorre a partir dos anos 90.

A volatilidade dos fluxos de porta-fólio pode também ser apreendida através da forma de organização desses agentes e de sua inserção nas finanças de mercado. Por exemplo, é notório o crescimento mais rápido dos fundos mútuos em especial dos *hedge funds* que possuem uma maior propensão ao risco. Os fundos de pensão, por sua vez, são induzidos crescentemente a um comportamento especulativo na medida em que a remuneração de seus gestores passa a ser determinada por critérios de performance. De certa forma, é o próprio crescimento dos investidores institucionais que, ao permitir o aprofundamento do mercado, impõe uma lógica crescentemente especulativa ao investimento de porta-fólio.

Segundo os dados da Tabela 1 houve, em meados da década dos 80, uma retomada do IDE com características novas, dentre as quais a pouca relevância dos países subdesenvolvidos como receptores – menos verdadeiro para a Ásia – e bastante direcionado às bolsas de valores nos países desenvolvidos. Os determinantes dessa nova onda de IDE possuem uma dupla natureza. Ou seja, de um lado estão ligados ao processo de financeirização, traduzido na possibilidade de realização de ganhos patrimoniais. Por outro lado é inegável também o peso da dimensão produtiva, em particular aquela relativa às mudanças tecnológicas e de estrutura de mercado. Todavia, tal qual posto no item 1 é importante não perder de vista a idéia de que a dimensão produtiva subordina-se à financeira.³

Isto posto e rejeitando a idéia de que a globalização nas suas motivações maiores seja um processo de integração produtiva, podem-se recuperar nas órbitas produtiva tecnológica e dos mercados, importantes razões para a ampliação do IDE tal qual sugeridas por Dunning (1997). Segundo este autor, o paradigma da globalização produtiva seria a cadeia de valor agregado distribuída por diversos países e empresas e a diversidade geográfica dos mercados de destino da produção. Isto ocorreria porque os crescentes custos de P&D em simultâneo com o ciclo de produto cada vez mais curto induziriam as empresas a reduzirem o escopo de suas atividades na cadeia de valor agregado.

Nas diversas caracterizações do IDE, percebe-se que a partir dos anos 80 ele assumiu basicamente a forma de Fusões & Aquisições e alianças estratégicas em detrimento do *greenfield investment*. As razões sugeridas para que isto tenha ocorrido foram as possibilidades de:

- aumento mais rápido de *market share*
- alcançar economias de escala e sinergia no núcleo – *core* – de atividades.
- ganhar acesso a novas tecnologias e dividir os riscos associados com o processo de inovação
- ganhar acesso a mercados e cadeias de distribuição.

Olhando o IDE do ponto de vista do Balanço de Pagamentos e dada a pouca importância dos empréstimos de longo prazo, as interpretações convencionais sugerem que este teria se tornado o fluxo de natureza mais estável. Isto estaria relacionado com as expectativas de longo prazo que o influenciam, desvinculadas da situação de Balanço de Pagamentos. O IDE teria, por definição, uma menor liquidez, ao mesmo tempo em que exigiria uma taxa de retorno inferior por conta do menor risco de taxa de câmbio. No limite, a taxa de retorno dependeria do desempenho da economia do país. Sugere-se também que o IDE tem um papel equilibrador no que diz respeito aos desequilíbrios cambiais. Uma

(3) Isto quer dizer, por exemplo, que considerando a relação Preço/Lucro, os investimentos serão realizados com o objetivo central de aumentá-la. Isto tanto por procedimentos puramente financeiros – que aumentem diretamente P –, como produtivos que visam aumentar L. Nesse último caso, os lucros aumentados sustentarão elevações de P e não do valor capitalizado.

taxa de câmbio desvalorizada atrai IDE, aumentando a oferta de moeda externa. Isto porque a taxa de câmbio depreciada significa baixos preços de ativos domésticos e elevada rentabilidade dos setores produtores de *tradeables*.

A tese da maior estabilidade do IDE vem sendo contestada por estudos de diferentes orientações. O trabalho de Kregel (1996) e o de Claessens, Dooley & Warner (1995), negam a idéia de que o IDE é o fluxo de maior estabilidade, ou mais barato, por não possuir nem a carga de juros fixa dos empréstimos bancários, nem a volatilidade do investimento de porta-fólio. O primeiro aspecto desta contestação refere-se à menor liquidez do IDE pelo fato de estar vinculado a ativos instrumentais. A esse respeito salientam tanto a maior negociabilidade das empresas nos mercados locais – em geral cotadas em Bolsa de Valores – quanto o fato de que um investidor direto pode realizar operações de *hedging* do IDE, criando, portanto, pressão sobre o mercado cambial similar à dos outros fluxos.

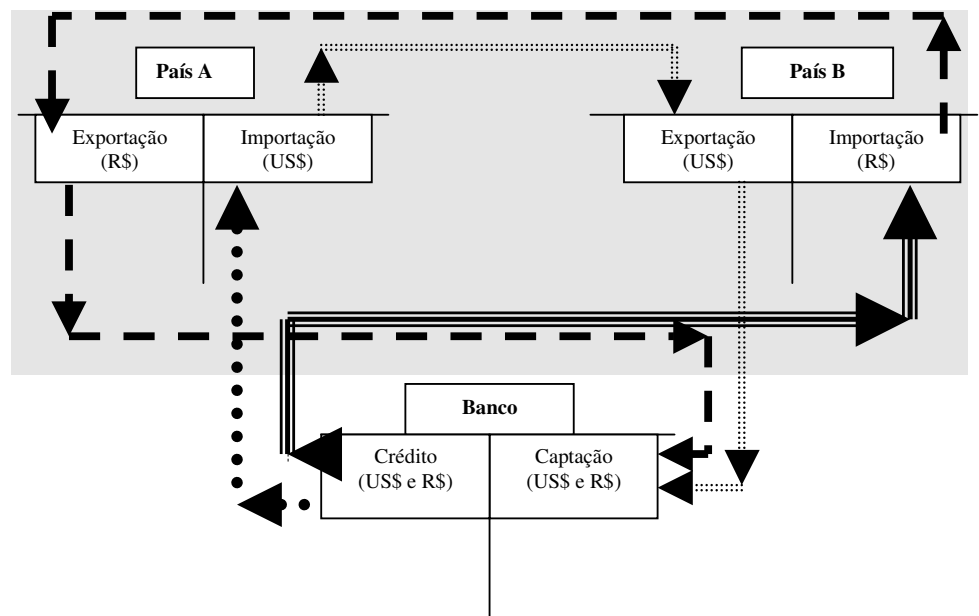
O estudo de Kregel (1996) levanta ainda outros aspectos relevantes e que dizem respeito à inconsistência estrutural ou de longo prazo do IDE que se dirige aos países de moeda não-conversível. Desde logo prega que os prêmios de risco a serem incorporados aos retornos do investimento são maiores do que nos demais fluxos de capital, exatamente pela sua menor liquidez. Adicionalmente há que considerar que o conceito de IDE admite que se registrem como tal os lucros reinvestidos, acarretando o aumento do estoque de IDE no país sem que tenha havido simultaneamente um aporte novo de capital ou um fluxo adicional de moeda estrangeira. O crescimento do estoque de investimento estrangeiro e a taxa de retorno sobre o mesmo criam direitos sobre divisas que podem ser exercidos em qualquer momento, e em geral o são em momentos de dificuldades do balanço de pagamentos.

No contexto da globalização, os fluxos bancários de curto prazo adquirem caráter compensatório movendo-se em sentido contrário aos fluxos não-bancários, possuindo, em grande parcela, caráter especulativo intrínseco. A importância desse tipo de empréstimo é bastante diferente segundo países e condicionada pela existência de limites à exposição ao risco em moeda estrangeira, ou por facilidades para emprestar domesticamente com denominação na moeda externa. Além das operações de empréstimos de curto prazo, os bancos desenvolveram, em larga escala, as operações fora de balanço. Dada a volatilidade das taxas de juros e câmbio, são os bancos que realizam as operações de cobertura de risco através de instrumentos de *hedge*, *options* ou *swaps*. Como essas operações não estão registradas em balanço, subestima-se o envolvimento dos bancos nas finanças internacionais.

A relevância e caráter essencial que possuem os fluxos de capitais bancários, inclusive na formação de posições de risco, é destacada por Kregel (1994). A peculiaridade das instituições bancárias, em especial as transnacionais, está em poder atuar simultaneamente em vários sistemas monetários nacionais.

Qualquer que seja a operação realizada por um banco em um país há a possibilidade de cobertura dessa operação em outro país. Por exemplo, um banco pode financiar o comércio exterior entre dois países trabalhando com duas moedas distintas, financiando e captando em ambas (Figura 2). Mesmo que haja desequilíbrio ou déficit de um dos países, as operações do banco podem estar equilibradas. Isto não significa obviamente que não haja risco cambial nas operações por conta de *default* (risco de crédito), ou problemas macroeconômicos.

Figura 2
Fluxograma da atividade bancária internacional básica



O que foi dito acima vale para todo tipo de operação inclusive para aquelas com derivativos. A opção de ficar descasado é uma decisão dos bancos e reflete uma atitude especulativa diante da trajetória de taxas de câmbio e juros. No exemplo mais simples citado anteriormente o banco pode decidir mudar o *mix* de sua captação ficando descasado – em termos de moeda – diante do *mix* de financiamento. A generalização desse comportamento especulativo nas várias operações pode colocar a instituição bancária e as moedas numa posição de risco.

Um dos mais importantes aspectos da globalização e que se faz presente já nos anos 80, diz respeito à volatilidade dos fluxos de capitais. A teoria convencional sugere que os fluxos que guardam independência da situação de balanço de pagamentos do país receptor e que buscam rentabilidade de longo prazo são menos voláteis do que aqueles que se movem pelo diferencial de juros de curto prazo e que em geral estão associados ao sinal do balanço de pagamentos.

Testes estatísticos realizados por Turner (1991) sugerem o seguinte ranking quanto à volatilidade: empréstimo de longo prazo; investimento direto; investimento de porta-fólio; empréstimo de curto prazo.

Embora a hierarquia proposta acima seja aceitável, ela omite um aspecto central da questão, que é o aumento da volatilidade para todos os tipos de fluxos de capitais em razão da dominância da acumulação financeira sobre a produtiva. Ou seja, na medida em que a lógica especulativa contamina em maior ou menor grau os agentes responsáveis pelo movimento de capitais, estes tornam-se intrinsecamente voláteis. A instabilidade dos fluxos de capitais parece ser, portanto, um elemento bastante característico do processo de globalização.

4. Os anos 90 e a integração da periferia

O movimento da globalização durante os anos 90 não traz nenhuma alteração substantiva quando olhado do ponto de vista dos fluxos de capitais entre os países avançados. Segundo a avaliação do IMF (1998) um dos aspectos mais significativos é o aprofundamento das finanças de mercado que ocorre através da crescente indiferenciação das atividades exercidas por instituições bancárias e não-bancárias.

Outros traços relevantes do processo de globalização também persistem nos anos 90, como por exemplo o contínuo crescimento dos investidores institucionais e a diversificação de seu porta-fólio, embora em velocidade menor do que na década precedente. Do ponto de vista da importância dos fluxos, a hierarquia se mantém com a mesma ordem da década precedente vale dizer: porta-fólio, IDE e empréstimos bancários de curto prazo.

A continuidade dos fluxos de capitais nos anos 90 apresenta, todavia, dois aspectos a serem destacados, o mais relevante sendo, sem dúvida, a incorporação ou reintegração dos países ditos emergentes aos mercados de capitais. O segundo aspecto é a ocorrência de crises – México; Ásia; Rússia; América Latina – e a possibilidade de sua generalização em uma crise global contaminando inclusive os países centrais. A seguir examinaremos as duas questões.

Segundo o IMF (1997), a retomada dos fluxos de capitais em direção aos países emergentes durante os anos 90 só tem paralelo com o ocorrido durante o padrão-ouro. A comparação com o período do auge do padrão-ouro que vai de 1870 a 1913, só é válida em termos quantitativos, pois, segundo a UNCTAD (1998), naquele período os fluxos de comércio estavam intimamente ligados aos fluxos de capitais. Estes últimos eram compostos basicamente de investimentos diretos e dirigiram-se à produção de *commodities* ou à infra-estrutura necessária para produzi-la. As primeiras, por sua vez constituíam uma percentagem importante do comércio internacional, cerca de 60%.

Na retomada dos fluxos de capitais em direção à periferia, na década de 90, há uma predominância ou quase exclusividade dos fluxos privados. Esses, por sua vez, atingem um valor máximo em 1996, ano imediatamente anterior à eclosão da crise asiática. Do ponto de vista da composição, há dois períodos distintos: até 1994, ano da crise mexicana, o porta-fólio é predominante, se retraindo em valores absolutos a partir de então. Daí em diante o IDE assume a liderança em razão da continuidade de seu crescimento. Outro aspecto que chama atenção é a enorme volatilidade desses fluxos – à exceção do IDE – e sua exacerbada sensibilidade às crises.

Tabela 3
Fluxos de capitais privados para países emergentes

Fluxos privados totais	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	US\$ bilhões								
	47,7	123,8	119,3	181,9	152,8	193,3	212,1	149,2	64,3
IDE (liq.)	18,4	31,3	35,5	56,8	82,6	96,7	115	140	130
Investimento de porta-fólio (liq.)	17,4	36,9	51,1	113,6	105,6	41,2	80,8	66,8	36,7
Emp. bancários e outros	11,9	55,6	32,7	11,5	-35,5	55,4	16,3	-57,6	-103,5
	% do total								
IDE (liq.)	38,6	25,3	29,8	31,2	54,1	50,0	54,2	93,8	202,2
Investimento de porta-fólio (liq.)	36,5	29,8	42,8	62,5	69,1	21,3	38,1	44,8	57,1
Emp. bancários e outros	24,9	44,9	27,4	6,3	-23,2	28,7	7,7	-38,6	-161,0

Os dados anteriores levam a indagar acerca dos fatores determinantes da trajetória desses fluxos. O trabalho do IMF (1997) sugere a existência de uma combinação de fatores, destacando as transformações nos mercados centrais. Essas seriam de duas ordens: estruturais, relativas ao crescimento da poupança financeira e à diversificação de porta-fólio dos Investidores Institucionais, e cíclicas, concernentes à queda de nível de atividades e rendimentos nos países centrais a partir do início dos anos 90. Enfatizam-se também os fatores de atração nos países receptores, como a reorientação da política econômica de longo prazo na direção de sua liberalização e de curto prazo, através da manutenção, elevados rendimentos principalmente pelos altos patamares dos juros.

A maior parte da literatura – Agénor (1996), Calvo, Leiderman & Reinhart (1996), Fernandez-Arias (1996), Obstfeld & Taylor (1997), World Bank (1997) – que trata dos determinantes dos fluxos de capitais para a periferia aponta os fatores estruturais e cíclicos nos países centrais como mais relevantes. Como foi apontado no início deste trabalho, a liberalização dos mercados centrais – e posteriormente dos emergentes – através da remoção dos controles sobre o movimento dos capitais é considerada a mudança essencial. Outro fator coadjuvante foi o crescimento da poupança financeira em razão do aumento das taxas de juros, em paralelo com a maior importância dos investidores

institucionais que diversificaram suas aplicações buscando aumentar rentabilidade e reduzir riscos.

A queda da taxa nominal e real de juros nos países centrais é considerada também como um fator cíclico relevante, embora cada vez menos importante na medida em que os fluxos de IDE tornam-se predominantes. Desse ponto de vista, da ótica dos países emergentes, embora as condições macroeconômicas e de juros tenham sido inicialmente relevantes como fatores de atração, o processo de fusões e aquisições, incluindo a privatização, adquire subseqüentemente maior peso.

Comparando-se as duas grandes regiões receptoras, nota-se que há uma alternância quanto à magnitude dos fluxos captados. Na fase de expansão, até 1996, a Ásia lidera as captações, sendo sucedida após o início da crise em 1997 pela América Latina. Quanto à composição, a diferença principal residiu no papel mais relevante do IDE na Ásia, vis-à-vis a América Latina, na qual o porta-fólio é mais importante, pelo menos até 1997. As diferenças entre as duas regiões são, portanto, marcantes e, a rigor, já o tinham sido nos anos 80. Nessa década, enquanto na América Latina os fluxos praticamente desapareceram, na Ásia eles mantiveram um valor razoável (ver Quadro 3). De qualquer modo, as diferenças observadas nos anos 90 também dizem respeito ao papel desempenhado por cada uma das economias centrais na região, respectivamente os Estados Unidos e o Japão, como veremos a seguir.

Segundo Medeiros (1997), as duas regiões distinguem-se pela inserção diferenciada. No caso da Ásia há uma articulação com o Japão através da indústria de bens de capital (importação) e uma articulação com os mercados compradores da OCDE (exportação) nas manufaturas em geral. Quanto à América Latina, a articulação com a principal potência hegemônica, os Estados Unidos, se dá através do mercado de manufaturas em geral.

Fica sugerido que, enquanto no caso da Ásia existe uma articulação complementar com as economias desenvolvidas, no caso da América Latina, esta articulação não seria complementar. Sem dúvida isto se deve ao caráter distinto das duas economias hegemônicas em cada região, o Japão e os Estados Unidos.

No âmbito regional, constituiu-se uma economia na Ásia tendo como centro irradiador o Japão. Os investimentos deslocaram-se sucessivamente do Japão para o tigris e destes para o ASEAN-4, compreendendo atividades de tecnologia cada vez mais complexa no que ficou conhecido como o paradigma dos *flying geese*. Formou-se um comércio triangular no qual o déficit dos países receptores dos investimentos com o país exportador de capital – principalmente o Japão – foi contrabalançado pelo superávit desses mesmos países com a OCDE.

Tabela 4
Fluxos de capitais para Ásia e América Latina

	1990		1991		1992		1993		1994		1995		1996		1997		1998	
	US\$ bilhões	% do total	US\$ bilhões	% do total	US\$ bilhões	% do total	US\$ bilhões	% do total	US\$ bilhões	% do total	US\$ bilhões	% do total	US\$ bilhões	% do total	US\$ bilhões	% do total	US\$ bilhões	% do total
Ásia	19,6	100,0	34,1	100,0	17,9	100,0	57,3	100,0	66,4	100,0	95,1	100,0	100,5	100,0	3,2	100,0	-55,1	100,0
IDE (líq)	9,3	47,4	14,4	42,2	14,8	82,7	33	57,6	45,3	68,2	49,8	52,4	55,1	54,8	62,6	1956,3	50	-90,7
Porta-fólio (líq)	-2,7	-13,8	1,4	4,1	7,8	43,6	21	36,6	9,4	14,2	10,9	11,5	12,6	12,5	0,9	28,1	-15,4	27,9
Empréstimos bancários e Outros	13	66,3	18,4	54,0	-4,7	-26,3	3,3	5,8	11,7	17,6	34,4	36,2	32,8	32,6	-60,3	-1884,4	-89,7	162,8
América Latina	13,7	100,0	24,1	100,0	55,9	100,0	62,6	100,0	47,5	100,0	38,3	100,0	82	100,0	87,3	100,0	69	
IDE (líq.)	6,7	48,9	11,3	46,9	13,9	24,9	12	19,2	24,9	52,4	26	67,9	39,3	47,9	50,6	58,0	54	78,3
Porta-fólio (líq.)	17,5	127,7	14,7	61,0	30,3	54,2	61,1	97,6	60,8	128,0	1,7	4,4	40	48,8	39,7	45,5	33	47,8
Empréstimos bancários e Outros	-10,5	-76,6	-2	-8,3	11,7	20,9	-10,6	-16,9	-38,2	-80,4	10,6	27,7	2,7	3,3	-3,1	-3,6	-18,1	-26,2

Fonte: IMF (1999).

Quanto à reinserção da América Latina nos anos 90, há especificidades importantes apesar de alguns elementos comuns com a Ásia. No que diz respeito ao Balanço de Pagamentos, temos na conta de capitais a já assinalada volta dos fluxos externos, com predominância dos investimentos de porta-fólio e recursos de curto prazo até meados da década. Do ponto de vista das transações correntes, um peso ainda elevado da conta de serviços da dívida e um crescente déficit comercial.

No que diz respeito a inserção produtiva, houve nos casos mais exitosos uma regressão da estrutura industrial com a diminuição da indústria metal-mecânica e ampliação dos setores produtores de *commodities* industriais. Nos casos mais regressivos ocorreu uma nova especialização na exportação de bens primários de baixo dinamismo. Na análise de Medeiros (1997), fica sugerida uma tendência permanente ao desequilíbrio externo devido ao fato de que as aberturas promoveram um viés em favor das atividades produtoras de serviços e de *non-tradeables* (“expansão e internacionalização dos serviços e retrocesso na substituição de importações”) que não produzem divisas.

Quadro 3
A inserção externa da Ásia e América Latina nos anos 80

O estudo do desempenho comparado do Balanço de Pagamentos entre as duas regiões sugere que há duas causas básicas na explicação da performance diferenciada e que remontam aos anos 80. No caso asiático, ao contrário da América Latina, não houve uma interrupção drástica dos fluxos de financiamento internacionais na chamada década perdida. Na conta de capital mantiveram-se tanto os fluxos de financiamento quanto um montante significativo de IDE. A rigor, esses países não tiveram problemas de financiamento externo ou restrição de balanço de pagamentos num sentido amplo. Na conta comercial não houve redução abrupta da demanda nem perda de relação de trocas. No caso dos serviços tampouco houve aumento excessivo da carga de juros.

A análise anterior encontra respaldo também nas pesquisas de Singh (1994), quando trata dos impactos diferenciados dos choques externos nessas economias nos anos 80. De acordo com este autor os países da América Latina estiveram nessa década sujeitos a quatro choques distintos: de demanda, de relações de troca, de taxa de juros e de oferta de capital.

No que tange ao último aspecto que é, de longe, o mais importante, evidencia-se que os bancos continuaram emprestando aos países da Ásia e suspenderam os empréstimos à América Latina apesar da magnitude dos déficits em transações correntes ser semelhante. Isto, no fundo, é atribuído a razões puramente subjetivas, como o medo do contágio ou o instinto de manada. Destaca-se também o fato de que o impacto do choque dos juros foi bem menor sobre os países asiáticos devido ao menor peso do serviço da dívida – em média, metade daquele dos países latino-americanos.

Especificamente no que diz respeito ao choque sobre o balanço comercial, o autor mostra que a recessão global dos anos 80 afetou menos a demanda por produtos asiáticos. Na mesma direção os termos de troca se deterioraram consideravelmente nos países latino-americanos – cerca de 15% – mantendo-se constantes, ou até melhorando nos asiáticos. Essas evidências parecem ser suficientes para explicar a razão de desempenhos tão distintos durante a década.

Uma caracterização adicional dos fluxos em direção à Ásia e à América Latina durante a primeira metade dos anos 90, realizada por Turner (1995), mostra que esses fluxos, quando comparados com as exportações, assumiram valores mais

elevados na América Latina – cerca de 40% – do que na Ásia – em torno de 20%. Também na América Latina houve, em média, uma maior apreciação da taxa de câmbio vis-à-vis a Ásia. Esta diferença refletiu, sobretudo, a orientação do crescimento, pois nessa última região o aumento do investimento implicou maior absorção real de recursos e menor pressão sobre a taxa de câmbio. Na América Latina, ao contrário, o maior crescimento do consumo conduziu a resultados distintos, acarretando maior acúmulo de reservas e apreciação do câmbio.

É perceptível o impacto que a valorização cambial teve sobre as exportações da América Latina, especialmente na de manufaturados, reduzindo seu crescimento e, mais uma vez, diferenciando a região da Ásia. Nesta última, os fluxos apresentaram uma maior correlação com o crescimento das exportações, notadamente a de manufaturados. As diferenças aparecem também na composição dos fluxos como no já referido ao maior peso do IDE na Ásia e porta-fólio na América Latina. As distinções, todavia, foram relevantes mesmo no âmbito do IDE pois na primeira região estes estiveram associados prioritariamente à criação de nova capacidade produtiva, enquanto, na segunda, à aquisição do controle acionário.

Considerados os países emergentes como um todo, podem-se identificar várias conseqüências problemáticas dos fluxos de capitais: a acumulação excessiva de reservas, a apreciação da taxa de câmbio, a deterioração dos balanços bancários e o aumento da volatilidade dos mercados locais. Essas características já tornavam esses mercados mais instáveis e, portanto, mais sujeitos à crise do que os mercados centrais.

Os fluxos têm implicado maior absorção financeira do que real. Assim, cerca de metade dos novos fluxos transformaram-se em reservas (Tabela 5), levando a que proporção semelhante das reservas mundiais pertençam aos emergentes. As razões apontadas para isto são a política de esterilização, que visa evitar excessiva apreciação do câmbio, e a constituição de um colchão de segurança contra a fuga de capitais. A rigor, o crescimento das reservas está intimamente relacionado com a mudança na natureza dos fluxos – acentuação do caráter de curto prazo ou volátil – e constitui um pedágio pago pelos países subdesenvolvidos para se inserirem na globalização.

Tabela 5
Países emergentes: fluxos de capitais e reservas

	(em US\$ bilhões)								
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Fluxos privados totais (I)	47,7	123,8	119,3	181,9	152,8	193,3	212,1	149,2	64,3
Varição de reservas (II)	66,2	75,2	31,8	84	90,6	122,9	101,1	59,2	58,3
(I)/(II) em %	138,8%	60,7%	26,7%	46,2%	59,3%	63,6%	47,7%	39,7%	90,7%

Fonte: IMF (1999).

A acumulação de reservas dá origem a um mecanismo triangular. A atração de capitais pelos emergentes deve-se em grande medida ao diferencial de taxa de juros. Uma absorção financeira superior à real implica acumulação de reservas e sua aplicação a uma taxa de juros inferior à da captação. A diferença de remuneração constitui uma transferência adicional de renda equivalente a um imposto ou pedágio cobrado dos emergentes. Do ponto de vista doméstico, a política de esterilização dá origem ao chamado déficit *quasi-fiscal* que decorre do diferencial de taxa de juros obtida na aplicação das reservas e aquela paga aos detentores de títulos públicos.⁴

Outra dimensão relevante do custo da absorção de capitais diz respeito ao financiamento da saída dos investimentos de residentes. A globalização é uma via de mão dupla e implica a saída de capitais para o exterior correspondente às aplicações financeiras dos residentes. Se o país que remete os fluxos não está produzindo um superávit comercial e se obriga a manter as reservas em patamar elevado, a saída de capitais é financiada pela própria entrada. Na prática, isto reduz ainda mais a capacidade de absorção de recursos reais decorrentes dos fluxos e aumenta de maneira implícita o seu custo (Tabela 6).

Tabela 6
Países emergentes: utilização dos fluxos de capitais

Discriminação	Destino do fluxo bruto (%)	
	1980/89	1990/97
Saída líquida de capitais	14,0	23,6
Erros e omissões (B.P.)	11,1	4,9
Varição de reservas	3,0	21,4
Déficit em conta-corrente	71,9	50,1
Total	100,0	100,0

Fonte: UNCTAD (1999).

Considerando os países emergentes em seu conjunto, os fluxos de capitais também resultaram em valorização real do câmbio. Esse foi um resultado praticamente inevitável devido à combinação de políticas requerida para evitá-lo. A possibilidade de realizar uma operação maciça de esterilização, capaz de manter a taxa real de câmbio, está limitada pelo constrangimento às finanças públicas. A manutenção da taxa real poderia ser conseguida através do ajuste deflacionário, num mecanismo similar ao do padrão-ouro, o que não parece viável nas sociedades contemporâneas. A apreciação poderia ser evitada se a absorção real aumentasse significativamente, o que reduziria as reservas internacionais e o

(4) O trabalho do IMF (1997) sugere que há outra implicação importante desse mecanismo. As reservas dos emergentes, que constituem cerca de 50% do total, são aplicadas nos mercados financeiros centrais, contribuindo, nos momentos de expansão da liquidez, para a redução das taxas de juros. Quando a liquidez se retrai, o efeito é simétrico: o uso das reservas pelos emergentes contribui para o aumento das taxas de juros e das dificuldades de captação.

colchão de segurança para fazer face a uma eventual reversão dos fluxos, inviabilizando a própria captação.

A rapidez dos fluxos implicou, em vários países, a deterioração da qualidade dos ativos bancários, ao mesmo tempo em que distorceu a formação de preços dos ativos financeiros nos mercados domésticos. A ampliação da relação ativos bancários/PIB foi em geral acompanhada pela atrofia da base de captação interna. Observou-se uma ampliação substantiva do crédito com pelo menos dois problemas: o financiamento de atividade *non-tradeables* e a compra de ativos já existentes, especialmente títulos. Nos países onde o banco central realizou uma política ativa de esterilização e nos quais havia restrições a operações domésticas denominadas em moeda estrangeira pelo menos evitou-se que o sistema bancário expandisse excessivamente o descasamento de moedas nas suas operações.

Quanto ao mercado de títulos, a globalização aparentemente traria vantagens tanto para o investidor, que além de maior rentabilidade estaria diversificando o risco, quanto para o receptor, que contaria com novas fontes de recursos e aprofundaria os mercados locais. Todavia, uma primeira implicação é que mudam os parâmetros para formação de preços levando a uma redução da eficiência dos mercados. A maior intensidade de recursos aumenta a possibilidade de formação de bolhas, acentuadas pelo fato de que a informação imperfeita dos investidores externos favorece a compra de determinados tipos de títulos. Por fim, as decisões de investimento refletem muito mais a situação nos mercados de origem do que os fundamentos do país receptor. A avaliação global, proposta no trabalho do IMF (1997) até o início da crise asiática, sugere que os fluxos aumentaram a volatilidade relativa – quando medida vis-à-vis o mercado americano – dos mercados de títulos, em especial das Bolsas de Valores, nos países periféricos, mas diminuíram a volatilidade absoluta, medida em cada um desses mercados.

5. A crise na periferia e as possibilidades de contágio

A caracterização realizada anteriormente sugere uma maior vulnerabilidade dos países periféricos à volatilidade intrínseca dos fluxos de capitais sob a globalização. Isto significa dizer que esses países estão também mais sujeitos às crises monetário-cambiais e financeiras que podem decorrer dessa instabilidade. Tendo isso em conta, examinamos a seguir as crises mexicanas e asiáticas procurando indagar das suas razões específicas e seus impactos em termos de extensão, intensidade e duração.

A partir dos dados já examinados (Tabelas 3 e 4), pode-se constatar que a crise asiática teve intensidade maior. Nesta última, os fluxos de capitais se reduziram em maior magnitude e esta redução atingiu as suas várias modalidades,

inclusive o IDE. Pode-se também perceber que enquanto a crise mexicana teve caráter regional, a asiática assumiu uma feição global. Na primeira, houve uma reversão dos fluxos de capitais mais voláteis – porta-fólio e empréstimos bancários – dirigidos na América Latina. Na segunda, houve reversão ou diminuição de todos os tipos de fluxos para o conjunto das regiões periféricas.

Após a crise do México, passada a retração de 1995, há uma recuperação dos vários mercados. Segundo o IMF (1997), observa-se a expansão do mercado de bônus para os emergentes, resultante da manutenção dos baixos rendimentos nos mercados centrais, e da continuidade do processo de diversificação dos fundos de investimento. Para o agregado dos emergentes, melhorou sensivelmente o perfil de financiamento, tanto pela queda do *spread* como pelo aumento de prazo. Nos mercados primários, essa nova onda de expansão foi liderada pela América Latina. As condições mais favoráveis permitiram inclusive a troca de papéis por outros sem colaterais, bem como a ampliação do volume de títulos com taxas fixas de juros.

Nos mercados secundários, os *spreads* voltaram rapidamente ao patamar anterior ao da crise, refletindo a ampliação da liquidez decorrente do aumento do *turnover*.⁵ As condições também melhoraram no Mercado de ações pela volta da tendência altista após 1995, acompanhada de uma redução da volatilidade das cotações, de uma ampliação do *turnover*/liquidez e de uma ampliação das emissões primárias. Por fim, os empréstimos bancários se recuperaram de forma ainda mais intensa.

A análise mais detalhada do impacto da situação asiática revela uma crise mais profunda e de recuperação mais demorada. De acordo com o IMF (1999), não só a intensidade desta última foi maior como também o foi a demora na recuperação dos vários mercados que mantinham-se deprimidos até meados de 1999. Alguns números ilustram a afirmativa: em 1998, os fluxos de capitais brutos estavam no mesmo patamar de 1994/95, enquanto os fluxos líquidos situaram-se no mesmo nível de 1990. Os últimos dados referentes ao primeiro semestre de 1999 indicam a persistência de números semelhantes.

Nos mercados de bônus, além da redução massiva de novas emissões, foi evidente o encolhimento dos mercados secundários. Quanto ao custo das emissões, os dados existentes para o mercado primário de bônus dão conta que para os países da Ásia – exceto Indonésia – os *spreads* voltaram a patamares pré-crise. Para os países mais importantes da América Latina – especialmente o Brasil – eles ainda se encontram em níveis superiores ao início da crise. Um aspecto bastante reafirmado pelas diversas análises foi o aumento da seletividade nas novas emissões, inclusive com a ampliação dos bônus soberanos.

(5) Nas transações desse mercado, predominam os títulos da América Latina e os *Bradies*. Considera-se que a relação entre emissão primária e negócios no mercado secundário ainda é baixa (17 vezes). Esse mercado é considerado pequeno dando margem a ineficiências, tais como a segmentação de mercado entre *Bradies* e Eurobônus e a ocorrência de episódios especulativos.

Os efeitos mais devastadores foram, todavia, nos investimentos dirigidos às Bolsas de Valores e nos financiamentos bancários. Os preços das ações do conjunto dos países emergentes, que chegaram a cair em média 30% no pior momento da crise, ainda estavam em meados de 1999 cerca de 20% abaixo do valor médio de 1997. Quanto aos empréstimos bancários, a redução da *exposure* dos bancos para o conjunto da região após o segundo semestre de 1998 levou-os a cerca de 50% do valor de 1997.

Os dados assinalados anteriormente indicam uma maior profundidade e extensão da crise asiática vis-à-vis a mexicana. Em razão disto seria conveniente examinar em detalhe essas crises para identificar suas diferenças e semelhanças.

De acordo com Griffith-Jones (1996), no caso do México, um primeiro aspecto a assinalar é o ambiente mais geral no qual ocorre a crise, caracterizado por um rápido e intenso processo de abertura financeira. Esta última compreendeu não somente a completa convertibilidade da conta de capitais, mas também uma liberalização do sistema financeiro doméstico.

Dadas as características apontadas acima, os elementos que permitiram o desencadeamento da crise foram a elevada magnitude do déficit em transações correntes e a apreciação cambial. Esta última esteve intimamente associada aos influxos de capitais e a uma absorção de recursos reais inferior à absorção de recursos financeiros, redundando em acumulação de reservas. Esses fluxos de capitais tiveram como peculiaridade a maior importância dos fluxos de porta-fólio. Dentre as várias alternativas postas para a compra de títulos no mercado doméstico, destacava-se a possibilidade de compra de títulos de curto prazo do governo, ou seja, instrumentos típicos do *money-market*.

Nos investimentos ditos de porta-fólio e no que diz respeito aos títulos, o grande tomador de recursos foi o setor privado. De qualquer maneira, embora o setor público não tenha se endividado externamente, a política de esterilização levou ao crescimento da dívida pública interna. Este processo deu origem a um encargo adicional para o setor público denominado déficit *quasi-fiscal* – oriundo dos diferenciais entre as taxas de juros da dívida interna e aquelas das aplicações das reservas. Embora teoricamente lastreada por reservas, a dívida pública vai assumindo importância crescente, fragilizando a posição do governo.

Outro aspecto importante dessa primeira fase diz respeito ao crescimento elevado dos empréstimos bancários que estiveram, em boa medida, associados ao processo de reprivatização dos bancos, mas também ao *funding* obtido pelos bancos domésticos no exterior. As análises sugerem claramente uma deterioração dos balanços bancários em decorrência do crescimento excessivo dos empréstimos.

O estopim da crise foi a redução do diferencial de taxas de juros decorrente do aumento da taxa americana em 1994, sem o correspondente aumento da taxa no México. Simultaneamente houve o assassinato do candidato

presidencial pelo PRI, o que ajudou a aumentar o clima de incerteza e conduziu a uma perda substancial de reservas nas semanas seguintes.

A resposta da política econômica a esses fatos foi considerada inadequada, pois de um lado manteve a taxa de juros inalterada e, de outro, permitiu apenas uma pequena desvalorização cambial. Quanto à taxa de juros doméstica, a sua não elevação foi deliberada, pois temia-se desencadear uma crise bancária de grandes proporções em face da precariedade dos balanços. Já no caso do câmbio, admitia-se que, sendo a perda de reservas temporária, sua desvalorização seria contraproducente e poderia comprometer a retomada posterior dos fluxos.

A solução encontrada pelos gestores da política econômica para amenizar a incerteza cambial foi criar um *hedge* para os investidores através da ampliação de emissão de um título da dívida pública dolarizado (Tesobonos). Esta ação acabou por ampliar a fragilidade potencial na medida em que o estoque desses títulos passou a crescer a uma velocidade mais rápida do que as reservas e, a partir de certo ponto, a suplantá-las. O caráter de curto prazo desses títulos criava a possibilidade de troca por reservas a qualquer momento. O quadro foi ainda agravado pelo aumento da dívida bancária de curto prazo que substituiu a entrada de outros fluxos externos menos voláteis. Neste quadro, o anúncio da desvalorização cambial precipitou a corrida final contra o peso. A intenção inicial era obter uma desvalorização em torno de 15% com o deslocamento da banda. A fuga do peso foi, todavia, tão forte, que o governo foi obrigado a deixar a moeda flutuar desvalorizando-a em escala muito maior.

A crise mexicana possui, assim, os ingredientes de uma crise clássica de Balanço de Pagamentos, tais como déficit em transações correntes crescente, apreciação cambial e o recurso a capitais de curto prazo. Se esta é a sua manifestação, as raízes mais profundas estão na adoção de políticas consentâneas com a integração na economia global, vale dizer, a convertibilidade plena da conta de capital e a liberalização do sistema financeiro doméstico.

As crises das economias do Sudeste Asiático também acabaram desembocando em crises monetário-cambiais. De qualquer modo, para a maioria dos autores que as analisaram, a intensidade dessas crises foi excepcional, considerando os fundamentos mais sólidos quando comparados ao México e à América Latina.

Para Krugman (1998), a crise monetária foi parte de problemas financeiros mais amplos determinados pelo papel da intermediação financeira nessas economias e pelo ciclo de preços de ativos. Esse autor sugere que há um importante elemento de *moral hazard* no processo, na medida em que considera essencial a garantia dos governos aos intermediários financeiros que deu origem a um processo de excesso de investimento fundado na maior propensão ao risco desses últimos. Isto posto, a crise se traduziu na forma clássica do ciclo de ativos e sua peculiaridade residiu na utilização de empréstimos com *funding* externo.

Na mesma linha de raciocínio, Kregel (1998) prega que a crise asiática não representa apenas uma crise clássica de Balanço de Pagamentos, mas constitui-se, primordialmente, de uma crise financeira secundada pela primeira e por um movimento de *flight to quality* dos capitais. De forma diferente de Krugman, atribui a crise ao processo de liberalização do sistemas financeiros desses países.

Após 1994 começam a aparecer os sinais de desequilíbrio externo decorrentes da desaceleração do crescimento global e portanto do comércio internacional, o que implicou déficits em transações correntes para os países asiáticos e uma ampliação do endividamento externo de curto prazo. Houve em simultâneo uma apreciação das moedas regionais que mantiveram a paridade fixa com o dólar mesmo em face da apreciação desse último diante das demais moedas da tríade.

Os grandes agentes desse endividamento foram os bancos que captaram em dívida direta e emprestaram aos diversos tomadores domésticos. Este último aspecto foi bastante importante na constituição e desdobramento da crise porque os bancos tomaram recursos muito além das necessidades de cobertura do déficit corrente. Isto porque, como resultado da liberalização financeira doméstica, foram induzidos a se internacionalizar, a rigor desnecessariamente, dada a elevada taxa de poupança interna. Dessa forma, houve um crescimento elevado das captações e dos passivos dos bancos em moeda estrangeira. Esses recursos foram, por sua vez, direcionados para atividades e setores não-prioritários, em particular, os investimentos imobiliários.

Qualquer que seja a razão que levou o sistema a esta expansão – liberalização ou *moral hazard* – o desdobramento da crise é único. Segundo Kregel (1998), quando ocorre a deterioração das contas externas por razões comerciais, a crise bancária interna se explicita, devido ao descasamento de moedas, transformando-se em crise cambial. A possibilidade de desvalorização ameaçava os agentes que haviam investido internamente tomando dívida em moeda estrangeira.

A reversão dos empréstimos bancários externos criava simultaneamente um problema de solvência doméstica – relativo à reversão do ciclo de ativos – e um problema de liquidez externa devido à saída de divisas. O contágio entre os países ocorreu a partir da especulação contra uma moeda específica e do seu sucesso. Mesmo países mais sólidos do ponto de vista cambial são contaminados, pois a necessidade de realizar desvalorização competitiva torna-se o mecanismo da propagação.

Em síntese, a crise asiática tem uma dimensão financeira evidente, que foi produto imediato de um ciclo de ativos fundado em empréstimos externos, mas que esteve amparada em última instância no processo de liberalização financeira doméstica. Em razão disso, o remédio clássico da política de ajustamento

monetário do Balanço de Pagamentos do FMI, ao invés de solucionar, agrava o problema. Seu pressuposto é o de que existe um desequilíbrio de Balanço de Pagamentos que decorre do excesso de Demanda Agregada. Assim, as recomendações são: desvalorização da moeda, elevação da taxa de juros, e orçamento superavitário.

Essa política, no caso dos países asiáticos, deteriora ainda mais a situação das empresas, pois pelo lado patrimonial aumenta o montante da dívida e a carga de juros, e pelo lado corrente diminui a demanda e a receita corrente. Assim a estratégia das firmas é reduzir seu nível de endividamento o mais rápido possível, liquidando ativos e pagando débitos. Obviamente isso aumenta a demanda por moeda estrangeira e a liquidação de ativos em moeda doméstica (deflação).

Um dos pontos essenciais da questão é que a elevação das taxas de juros, que seria um importante instrumento de ampliação da demanda por moeda doméstica, termina por exacerbar um resultado contrário ao agravar a situação das empresas. Ou seja, combinar desvalorização cambial e elevação dos juros com os agentes muito endividados em moeda estrangeira conduz à deterioração da situação patrimonial desses últimos, à venda de ativos denominados em moeda doméstica e ao aumento da demanda por moeda estrangeira.

Uma questão de grande importância é a de como a crise asiática vai progressivamente contaminando o conjunto da periferia transmitindo-se por fim ao núcleo do sistema. De acordo com a interpretação de Kregel (1998) citada acima, a especificidade da crise asiática residiu exatamente em que deu origem a um processo de fuga para a qualidade. Para o IMF (1999), isto decorreu de uma reavaliação mais profunda dos riscos representados pelos mercados emergentes. Ou seja, a crise explicitou o excesso de comprometimento – em termos de volume de recursos e baixos *spreads* – dos investidores com os países emergentes.

Apesar da disseminação da crise já ter se iniciado com os problemas do Sudeste Asiático, para o BIS (1999), a moratória russa constituiu o marco decisivo no processo de contágio global ao transmiti-la para o núcleo do sistema. Isto porque ficou claro pela primeira vez que a ação de prestador de última instância seria insuficiente para cobrir a perda dos investidores. Este fato mudou a percepção de risco do conjunto dos agentes levando a uma reversão ainda maior dos fluxos de capitais e uma exacerbação da fuga para a qualidade.

A extensão da queda de preços dos títulos de mercados emergentes terminou por se transmitir aos outros mercados. Segundo o BIS (1998), isto deveu-se basicamente ao fato dos agentes operarem com elevado grau de alavancagem. Ou seja, a percepção por parte dos prestadores de um aumento no risco de crédito ou *default* levou à contração geral dos empréstimos, inclusive para compra nos mercados secundários, contraindo severamente a liquidez desses

últimos. As necessidades de liquidez dos agentes passaram a depender dos outros mercados que, dessa forma, terminaram contagiados pela queda de preços.⁶

As avaliações preliminares do desdobramento da crise, como por exemplo a do BIS (1999), sugerem que esta tenha sido detida e até mesmo superada. A indicação básica, embora insuficiente, seria a da redução dos *spreads* para o financiamento de países periféricos nos mercados primários e uma melhora da liquidez nos mercados secundários em geral. Todavia, como bem observa o referido relatório, essa volta não restabeleceu as condições prevalecentes antes da crise para o financiamento da periferia do ponto de vista do volume dos fluxos. Talvez esteja-se diante de um novo patamar de fluxos de capitais em níveis bem mais modestos do que antes da crise como, aliás, parece sugerir o IMF (1999).

Ao fim e ao cabo, a melhoria nas condições de financiamento dos países periféricos resultou, sobretudo, dos processos de ajustamento levado a cabo por esses países, que diminuiu as suas necessidades de recursos externos. Resta saber se esses processos de ajustamento são sustentáveis. Isto porque a maioria deles assentou-se em recessões de grande magnitude como forma de contrair as importações e restaurar o saldo em transações reais. O declínio de preços e de volume no comércio internacional não permitiu ajustamentos fundados no crescimento das exportações. Esse tipo de ajustamento deflacionário com base em desvalorização cambial, altas taxas de juros, e cortes de gastos públicos termina por se mostrar inviável ao comprometer a saúde financeira das empresas e do setor público.

Conclusões

Este texto suscita várias indagações quanto ao futuro da globalização e particularmente no que tange à inserção da periferia. A esse respeito, algumas constatações do último tópico do capítulo merecem ser ressaltadas. Se é verdade que a ação das instituições multilaterais evitou que a crise iniciada na Ásia em 1997 se espraiasse para o núcleo do sistema, não é menos verdadeiro que o ajuste dos países periféricos assentou-se em bases bastante precárias.

A volta parcial dos ditos emergentes ao mercado internacional de capitais tem ocorrido em condições piores do que as do período pré-crise, principalmente em razão da maior seletividade que tem mantido um permanente racionamento do volume de financiamento. Outra conseqüência importante da crise conforme alertado por IMF (1999), é que a fuga para a qualidade determinou uma postura mais especulativa ou oportunista dos investidores em relação aos mercados emergentes, acentuando a volatilidade dos fluxos de capitais.

(6) O processo apontado acima, que traduz, na verdade, a fusão dos riscos de crédito e de mercado, resultante da alavancagem, é de grande importância, pois demonstra a existência de correlação na variação dos preços de ativos de diversas categorias e denominação monetária.

Olhada a questão exclusivamente do ponto de vista desses países, a melhoria das condições de acesso parece depender, paradoxalmente, da redução da dependência de recursos externos. Na medida em que a diminuição dos déficits em transações correntes tem se fundado em recessões profundas, é pouco provável que logre um sucesso duradouro, a não ser na hipótese de um crescimento mundial mais forte e coordenado.

Isto posto, a situação da periferia parece depender também em larga escala da provável trajetória dos países centrais, particularmente do país hegemônico, os Estados Unidos. A esse propósito o documento do BIS (1999) é bastante pessimista quanto às possibilidades de retomada do crescimento global a curto prazo. Quanto ao financiamento, considera-se que a desregulação dos sistemas financeiros e a concorrência levaram a uma excessiva expansão do crédito dando ensejo ao *credit crunch* atual. Além da restrição global do financiamento, há também a questão da volatilidade, ou seja, o caráter mais especulativo dos fluxos de capitais para os emergentes. Isto os tornará mais sensíveis a eventuais choques decorrentes de variações das taxas de juros ou dos preços das ações nos países centrais.

Da ótica produtiva, o crescimento encontra-se limitado pelo excesso de capacidade em importantes setores, fruto do boom de investimento prévio. Nos países líderes a sustentação do crescimento tem se revelado problemática. O crescimento da tríade tem sido bastante divergente e ao bom desempenho americano se contrapõe o fraco crescimento do Japão e da Europa Ocidental. Esse crescimento desigual tem reposto o recorrente desequilíbrio no âmbito da tríade: elevados déficits em conta-corrente dos Estados Unidos que têm sido acompanhados da valorização do dólar. Esta última se deve particularmente à recusa da União Européia em manter taxas de juros elevadas e à incapacidade do Japão em fazê-lo dado que está às voltas com uma grave crise deflacionária.

O quadro analisado anteriormente sugere uma situação de renovadas dificuldades para os países da periferia ante a economia global. Mesmo que as hipóteses mais drásticas sejam descartadas, como a da completa exclusão da periferia, ou de uma depressão profunda da economia americana e mundial, há que se ter em conta que a instabilidade das economias centrais, típica da financeirização, irá se refletir de maneira ampliada na periferia através do aumento da volatilidade dos fluxos de capitais resultante da crise recente.

Ricardo Carneiro é professor do
Instituto de Economia da UNICAMP.

Bibliografia

AGÉNOR, P. The surge in capital flows: analysis of pull and push factors. *International Journal of Finance and Economics*, 1996.

- AGLIETTA, M. *Macroéconomie financière*. Paris: Éditions La Découverte, 1995.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – BIS. *68th Annual Report*. Basle, 1998.
- BELLUZZO, L. G. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. *Poder e dinheiro*. Uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.
- _____. Finança global e ciclos de expansão. In: FIORI, J. L. (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Rio de Janeiro: Vozes, 1999.
- BRAGA, J. C. A financeirização global (O padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo). In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. *Poder e dinheiro*. Uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.
- CALVO, G., LEIDERMAN, L., REINHART, C. M. Inflow capital to developing countries in the 1990's. *Journal of Economic Perspectives*, v. 10, Spring 1996.
- CARDOSO, E., GOLDFAJN, I. *Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls*. Washington: IMF, 1997. (IMF Working Paper, 115).
- CHESNAIS, F. A globalização e o curso do capitalismo de fim-de-século. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 5, 1995.
- _____. (Org.). *A mundialização financeira: gênese, custo e riscos*. São Paulo: Xamã, 1998.
- _____. et al. *La mondialization financière*. Paris: Syros, 1996.
- CIOCCA, P., NARDOZI, G. *The high price of money*. Oxford: Clarendon Press, 1996.
- CLAESSENS, S., DOOLEY, M., WARNER, A. Portfolio capital flows: hot or cold? *World Bank Economic Review*, v. 9, n. 1, 1995.
- COUTINHO, L., BELLUZZO, L. G. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, 1997.
- DUNNING, J. D. The advent of alliance capitalism. In: DUNNING, J. D., HAMDANI, K. A. *The new globalism and developing countries*. New York: United Nations University Press, 1997.
- EICHENGREEN, B. *Globalizing capital*. New Jersey: Princeton University Press, 1996.
- FERNANDEZ-ARIAS, E. The new wave of private capital flows: Push or Pull? *Journal of Development Economics*, v. 48, Mar. 1996.
- GRAHAM, H., KRUGMAN, P. The surge of FDI in the 1980's. In: FROOT, K. (Ed.). *Foreign direct investment*. Chicago: The University of Chicago Press for NBER, 1993.
- GRIFFITH-JONES, S. La crisis del peso mexicano. *Revista de la CEPAL*, n. 60, 1996.
- GUTMAN, R. A transformação do capital financeiro. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, 1996.
- HELLEINER, E. *States and the reemergence of global finance*. Ithaca: Cornell University Press, 1994.

- INTERNATIONAL MONETARY FUND – IMF. *International capital markets* (Development prospect and policy issues). Background papers on turbulence in emerging markets. I. Capital flows to developing countries. Washington, DC, 1995a.
- _____. *Staff studies for the World Economic Outlook*. Chapter VII. Foreign direct investment in the world economy. Washington, DC, 1995b.
- _____. *International capital markets* (Development prospect and policy issues). Washington, DC, 1997.
- _____. *International capital markets* (Development prospect and policy issues). Washington, DC, 1998.
- _____. *International capital markets* (Development, prospects and key policy issues). Washington, DC, 1999.
- KINDLEBERGER, C. P. *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*. London: Macmillan Press, 1978.
- KREGEL, J. Riscos e implicações da globalização financeira para as políticas nacionais. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, 1996.
- _____. *East Asia is not Mexico: the difference between balance of payment crisis and debt deflation*. Genève: UNCTAD, 1998. (Mimeogr.).
- KRUGMAN, P. *What happened to Asia?* 1998. Available from World Wide Web: <www.mit.edu/krugman>.
- MEDEIROS, C. A. Globalização e inserção internacional diferenciada da Ásia e América Latina. In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. *Poder e dinheiro*. Uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.
- PLIHON, D. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, 1996.
- _____. *L'économie de fonds propres: un nouveau régime d'accumulation financière*. Paris: CEDI, 1999. (Mimeogr.).
- SINGH, A. Growing independently of the world economy: Asian economic development since 1980. *UNCTAD Review*, Geneva, 1994.
- TAVARES, M. C., FIORI, J. L. *Poder e dinheiro*. Uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.
- _____, MELIN, L. C. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana. In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. *Poder e dinheiro*. Uma economia política da globalização. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.
- TURNER, P. *Capital flows in the 1980's: a survey of major trends*. Basle: Bank of International Settlements, 1991. (BIS Economic Papers, n. 30).
- _____. *Capital flows to Latin America: a new phase?* Basle: Bank of International Settlements, 1995. (BIS Economic Paper, n. 44).
- UNCTAD. *Trade and Development Report, 1993*. Geneve: United Nations, 1994.
- _____. *Trade and Development Report, 1998*. Geneve: United Nations, 1998.

WALTER, A. *World power and world money*. New York: Haverster-Wheatsheaf, 1993.

WORLD BANK. *Private capital flows to developing countries: the road to financial integration*. New York: Oxford University Press, 1997.

Resumo

O texto propõe-se a examinar as principais características do processo de globalização e suas implicações sobre a integração dos países periféricos. Para isto parte da hipótese de que a globalização é a resultante da interação de dois movimentos básicos: no plano doméstico da progressiva liberalização financeira e no plano internacional da crescente mobilidade dos capitais. Inicialmente procura-se discutir a influência da progressiva liberalização financeira sobre o processo de acumulação de capital e a globalização. No exame desta última foram considerados aspectos que definem o núcleo do Sistema Monetário Internacional tais como: o grau de mobilidade dos capitais, regime cambial predominante, e a hierarquia entre as moedas. Avalia-se as principais formas que assumem os fluxos de capitais para em seguida analisar a inserção diferenciada da periferia asiática e latino-americana. Ao final do trabalho discute-se as crises recentes dos países periféricos e suas implicações para a integração desses países.

Palavras-chave: Liberalização financeira; Globalização; Sistema Monetário Internacional; Fluxos de capitais; Mercados emergentes; Economias periféricas.

Abstract

The paper intends to analyze aspects of international economic order that are relevant to understand the integration of underdeveloped countries. Its main hypothesis is that globalization is the result of financial liberalization at the domestic level and of progressive capital mobility in the international field.

To characterize globalization different aspects are examined, such as the influence of financial liberalization on capital accumulation; the hard core of International Monetary system (capital mobility; exchange rate regime; and currency hierarchy). In addition, the main characteristics of capital flows and the different ways of integration of underdeveloped areas – Asia and Latin America, are studied. Finally, a prospective session discusses implications of the recent crisis of the emerging markets and the consequences for their integration.

Key words: Financial liberalization; Globalization; International Monetary System; Capital flows; Emerging markets; Underdeveloped countries.