

**A globalização financeira:
origem, dinâmica e perspectivas**

Ricardo Carneiro

**Texto para Discussão. IE/UNICAMP
n. 90, out. 1999.**

A globalização financeira: origem, dinâmica e perspectivas

Ricardo Carneiro¹

Resumo

O texto propõe-se a examinar as características do processo de globalização relevantes para a definição de uma ordem econômica internacional. 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 destacando-se os principais atores (agentes e países) envolvidos nesses últimos. Ao final do trabalho discute-se as crises recentes dos países periféricos mostrando como elas adquirem crescentemente implicações sistêmicas.

Palavras-chave: Liberalização financeira; Globalização; Sistema monetário internacional; Fluxos de capitais; Mercados emergentes.

Abstract

The paper intends to analyse aspects of globalisation that are relevant to the constitution of an international economic order. Its main hypothesis is that globalisation is the result of financial liberalisation at the domestic level and progressive capital mobility in the international field.

Different aspects of the process are examined as the influence of financial liberalisation on capital accumulation and globalisation; the hard core of International Monetary system (capital mobility; exchange rate regime; and currency hierarchy). The main characteristics of capital flows are studied as well, stressing the agents and countries with relevant participation. At the end there is a prospective session discussing implications of the recent crisis of the emerging markets on the global system.

Key words: Financial liberalisation; Globalisation; International monetary system; Capital flows; Emerging markets.

Este texto propõe-se a examinar as características do processo de globalização que nos parecem essenciais enquanto definidoras de uma ordem econômica internacional. Os objetivos não são os de realizar um exame exaustivo do tema mas o de apreender os principais traços do processo. **Para isto admite-se**

(1) Professor do Instituto de Economia da UNICAMP, Campinas, São Paulo, Brasil. E-mail: carneiro@eco.unicamp.br

como hipótese essencial que a globalização éa 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 as questões relativas a nova dinâmica da economia nos países centrais, ou seja, a influência da progressiva liberalização financeira sobre o processo de acumulação de capital. Procura-se apontar os aspectos mais relevantes desse processo em especial, os impactos da liberalização sobre os determinantes do crescimento. Mais ainda, pretende-se com base na literatura pertinente, explicitar em que medida esse processo tem dado origem a uma maior instabilidade nos gastos de “consumo e investimento” e a crises recorrentes cuja expressão maior seria o ciclo de ativos.

No exame da globalização enquanto ordem internacional será considerado inicialmente o conjunto de aspectos que definem o núcleo do Sistema Monetário Internacional. Além da questão essencial 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 e como se relacionam com os fluxos de portfólio, investimento direto e capitais de curto prazo.

Ainda no plano dos atores pareceu-nos conveniente discutir 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 inter grupos de países procurou-se explorar as diferenciações existentes entre as distintas periferias em especial, a Ásia e América Latina.

Ao final do trabalho discute-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 condicionou a determinação dos gastos em investimento e consumo e portanto, na trajetória da economia. Dentre as várias contribuições sobre o assunto nos apoiaremos essencialmente naquelas da escola da regulação e em particular nos trabalhos de Aglietta (1995) e na coletânea organizada por Chesnais (1999). Ambos os trabalhos defendem essencialmente a mesma tese a 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 posteriormente para o plano produtivo.

Uma questão essencial a esclarecer diz respeito aos elementos que caracterizariam uma nova dinâmica cíclica da economia, em especial ao denominado ciclo de ativos. O início da expansão ocorreria como em qualquer processo cíclico, com ampliação de poder de compra pelo sistema bancário através da expansão do crédito. A primeira distinção importante diz respeito ao destino desse crédito. Uma parte expressiva do mesmo é direcionada para a compra de ativos mobiliários ou mesmo imobiliários. **Essa é a rigor uma inovação produzida pela liberalização financeira através da consolidação das finanças de mercado e resulta do aprofundamento dos mercados de ativos, 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 de propriedade – 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 aumento 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 tange às famílias o crescente peso dos ativos financeiros na sua riqueza determina um descolamento entre os gastos e a renda corrente. Ou seja, a propensão a consumir deixa de ser uma função estável da renda e passa 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 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 seu 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.

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 no patrimônio das empresas. Um aumento do valor dos ativos altera a relação ativos totais/endividamento permitindo às empresas elevar 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/endividamento, implicando na 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 portanto 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 a 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 numa ambiente de finanças liberalizadas e com a existência de mercado financeiros amplos. 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 determinando o ciclo de preços dos ativos.

A questão pode ser reduzida a de como o ciclo de preços dos ativos é revertido, ou seja 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 a 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.

A reversão ocorre por uma recusa dos financiadores em continuar emprestando aos especuladores, o que interrompe o ciclo de alta de preços. A queda dos preços dos ativos que daí resulta tem variadas implicações. Do ponto de vista das empresas e famílias, a redução dos preços dos ativos explicita uma alteração da relação entre patrimônio/endividamento no caso das primeiras e entre riqueza/poupança no caso das segundas. Quanto as 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 financeiro que é o bancador das posições especulativas dado que é também um momento no qual a fragilidade financeira dos bancos se explicita. A queda no preço dos títulos é simultaneamente uma deterioração do valor e qualidade dos ativos bancários, que pode determinar uma retração do crédito (*credit crunch*) de maior ou menor intensidade. É exatamente a intensidade dessa última, que reflete o impacto nos bancos e na sua avaliação sobre o futuro, que determinará a magnitude e intensidade da recessão. A recuperação somente ocorrerá quando os bancos voltarem ao financiamento das compras de ativos, permitindo uma recuperação de seus preços.

Do que foi dito cabe ressaltar a relevância da órbita financeira enquanto determinante das crises. Ou seja, 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 intenso 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 supere 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 forma pela qual esse processo influencia o comportamento econômico das famílias e a dinâmica dos gastos de consumo parece ter ficado claro 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. Daí a grande onda de fusões e aquisições domésticas e internacionais que caracterizaram os últimos 20 anos.

Quanto ao investimento diretamente produtivo, embora continue sendo essencial e induzido pela concorrência, sofre importantes modificações, tais como as exigências de maior liquidez – na prática um período de amortização mais curto. Isto significa uma restrição adicional ao investimento e certamente constitui outra das razões para seu menor dinamismo decorrente da liberalização financeira.

2 A globalização como ordem internacional

A grande maioria dos autores que analisa 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 mobilidade dos capitais. Concretamente isso se traduziu no aumento contínuo das transações cambiais e dos fluxos brutos de capitais internacional. Esses fluxos de capitais apartam-se dos desequilíbrios em transações correntes dos vários países assumindo valores várias vezes superiores aos mesmos.

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. Ao contrário, 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 no estabelecimento de regras gerais a partir de controles na origem e no destino dos fluxos.²

Historicamente as ordens internacionais caracterizadas por maior ou menor limitação à mobilidade dos capitais se sucedem. A passagem de um regime a outro depende de circunstâncias históricas específicas. A rigor, os controles ou restrições a 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.

(2) Um exemplo elucidativo sobre a natureza da ação do Estado diz respeito as 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 conduzem a uma ordem liberal.

De acordo com Tavares & Melin (1997) 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 – que criou fortes competidores fora do espaço americano, deteriorando progressivamente sua hegemonia 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 simultaneamente, a realização de políticas monetárias e fiscais restritivas. 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 mais 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 político-militares e a sua dívida pública constituir, de longe, o ativo financeiro mais importante, a moeda americana, através de seus títulos públicos, constitui a principal reserva de valor da riqueza financeira global. Por essa razão a desregulação e liberalização dos mercados financeiros nos países centrais se faz acompanhar de uma crescente denominação, em dólar, da maior parte dessas operações, 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.³

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) postula 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 a mobilidade de capitais, sob pena desta última inviabilizar a manutenção das paridades fixas.

As exceções ocorreriam por conta do sacrifício que se quisesse impor a 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 teoricamente, se preserva alguma autonomia da política doméstica. Os sistemas com taxas fixas – *currency board* – são possíveis mas as custas do total sacrifício das metas de política econômica internas.

A possibilidade das flutuações da taxa de câmbio absorverem integralmente as oscilações nos fluxos de capitais isolando a política doméstica são diferenciadas. Há aqui uma distinção importante entre países de moeda conversível e moeda não conversível. Para os primeiros o grau de sacrifício da política econômica doméstica – especialmente a manipulação das taxas de juros – para evitar elevada instabilidade nas taxas de câmbio é menor do que naqueles de moeda não conversível. Ou seja pode-se lidar com fluxos de capitais através de menores variações nas taxas de juros e de câmbio. Isto porque há uma demanda contínua por essas moedas tornando os fluxos mais sensíveis a pequenos diferenciais de rentabilidade.

(3) O autor citado aponta que a ordem de Bretton Woods distinguiu-se de maneira importante da ordem liberal não só pelos compromissos explícitos com o pleno emprego e o *welfare state*. Além disso, considerava-se o regime de finanças liberalizadas, incompatível com uma ordem internacional fundada em taxas de câmbio fixas e no livre comércio. Este último, um interesse essencial da potência hegemônica.

O sistema global possui portanto uma hierarquia tendo na moeda norte-americana o seu núcleo básico. O fato do dólar ser a reserva de valor da riqueza financeira global e a profundidade dos mercados financeiros americanos confere a esta moeda uma procura diferenciada. Isto significa que os Estados Unidos podem ter a menor taxa de juros do conjunto do sistema. Para as demais moedas dos países centrais – Japão e Europa Ocidental – também há uma demanda distinta, mas de menor intensidade. Isto implica que as taxas de juros desses países ou União Monetária – terá que ser maior do que a taxa básica americana. A opção por uma taxa de juros menor implicará em desvalorização cambial frente ao dólar.

Nos países de moeda não conversível a taxa de juros é um múltiplo da taxa básica americana. A rigor ela possui três componentes: a taxa básica americana, o risco país e o risco cambial. O primeiro é um risco de crédito e diz respeito a uma classificação do país por agências de *rating*. O segundo é um prêmio pago para compensar uma possível desvalorização da moeda doméstica enquanto durar o financiamento.

Segundo Belluzzo (1997) o principal problema do dólar enquanto moeda central do sistema estaria no caráter de devedor líquido do país emissor. 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 emergentes.

Uma visão crítica das conseqüências da globalização leva a destacar problema 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.

Apesar do crescente questionamento da globalização, Walter (1993) afirma que o processo somente seria detido por uma crise financeira de grandes proporções. A adesão dos vários países seria crescente em função da concorrência. Já a tentativa de regular os mercados financeiros locais teria como risco a marginalização dessas moedas, na medida em que aumentasse os custos de transação com a mesma, tornando-as menos atrativas.

Como vimos, do ponto de vista da natureza dos fluxos de capitais, o processo de globalização – que tem por fundamento a crescente importância das finanças de mercado traduzida na desregulamentação ou liberalização dos sistemas financeiros – passa a caracterizar-se por uma autonomia dos fluxos de capitais frente às necessidades de transações correntes. Ou seja, esses fluxos já não se orientam pelas necessidades reais das economias centrais senão que adquirem um caráter intrinsecamente especulativo. As mudanças de posição estão em geral associadas a expectativas de ganhos de capital decorrentes de variações esperadas de taxas de juros e câmbio. Desse ponto de vista, o estoque de títulos da dívida pública desempenha um papel central de lastro desse processo especulativo.

A elevação da taxa de juros que acelerou o crescimento da poupança financeira bem como a crescente institucionalização desta última, talvez tenham sido os fatores de maior importância na explicação da globalização. As mudanças tecnológicas nas comunicações e nas técnicas de gerenciamento de risco e ativos parcialmente resultantes da maior volatilidade dos juros e câmbio viabilizaram a diversificação dos porta-fólio. Por sua vez, a deterioração dos balanços bancários após elevação das taxas de juros nos anos 80, induziu a securitização. Esta forma de finança fundada na finança direta levou a um impulso adicional do processo ao potencializar o desenvolvimento dos mercados de títulos.

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 adotado pelos autores supra citados 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 dos 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). A diferença essencial é que no segundo caso o ciclo de preços de ativos é mais provável e portanto mais intenso a possibilidade de ganho ou perda de capital.

Pode-se olhar a questão por outro ângulo. A ausência de intermediação bancária faz com que as incertezas da política econômica sejam mais facilmente transmissíveis aos agentes tornando mais volátil a preferência pela liquidez. A partir daí pode-se imaginar uma taxa de juros se não mais alta pelo menos mais rígida à baixa. Em síntese, o peso progressivo da riqueza financeira que é um subproduto central das finanças de mercado vai tornando os agentes mais sensíveis às variações esperadas nas taxas de juros.

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 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, atestam 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 face ao 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 em déficits em transações correntes e na 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.⁴

3 Instituições e atores relevantes

Como foi referido anteriormente, observa-se a partir da segunda metade dos anos 80, o crescimento simultâneo dos déficits em transações correntes e o crescimento dos fluxos brutos de capital, sem que haja uma relação imediata entre ambos. Os influxos não necessariamente vão para os países deficitários e os afluxos não advém necessariamente dos países superavitários. Assim, a direção dos fluxos vai progressivamente perdendo a conexão com a situação das transações correntes. A rigor são os fluxos e a sua continuidade que vão determinar a situação do balanço de transações correntes.

Segundo Turner (1991), observa-se também nos anos 80 a explosão dos fluxos agregados com a expansão mais que proporcional dos fluxos brutos e das transações de curto prazo. Isto significou que para cada unidade monetária líquida transferida aumentou o número de unidades brutas transacionadas. Esta característica foi resultado da volatilidade das taxas de câmbio, da dispersão das taxas de juros, e de suas variações nas economias centrais. De outro lado, também traduziu a perda de função alocativa do mercado de capitais e a ampliação das funções de diversificação e intermediação mais afeitas à dinâmica especulativa.

Outra característica importante dos anos 80 foi predominância das transações entre desenvolvidos. Houve na prática uma estagnação dos fluxos para os subdesenvolvidos que decorreu da estabilidade dos fluxos públicos e da queda

(4) A questão das possibilidades de crescimento fundadas em outro arranjo de política econômica dentro da tríade fogem ao escopo desse trabalho. De qualquer maneira pode-se afirmar que exigiria uma reformulação pouco provável de posturas tais como uma redução do crescimento americano através de uma política fiscal contracionista e uma ampliação do crescimento nos demais países da tríade através de uma política oposta. Esta alternativa limitada talvez seja a única possível numa economia com plena liberdade de movimento de capitais e com elevados estoques de dívida.

dos privados. A reversão dos fluxos bancários privados que vinha desde 1982 intensifica-se após 1986 ano a partir do qual os fluxos líquidos tornam-se negativos. Esta tendência se deveu parcialmente a conversões, securitizações e *write-offs*. Resultou também da fuga de capitais dos países em crise através do aumento dos depósitos de residentes no exterior.

Embora a composição dos fluxos tenha se alterado ao longo do tempo, bem como a importância das instituições que os comandam é possível, identificar algumas características permanentes do movimento de capitais. A primeira delas é a predominância das finanças diretas ou securitizadas, que tem como suporte a crescente importância dos investidores institucionais na gestão da poupança financeira, e que se traduz na liderança dos fluxos de porta-fólio. A segunda é a presença significativa do Investimento Direto Estrangeiro (IDE) associado a onda de fusões e aquisições que se intensificaram após os anos 80. Por fim, a presença ainda significativa dos “bancos” concentrada nos empréstimos de curto prazo e nas operações com “derivativos”.

Os dados da Tabela 1 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.

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).

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 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.

O estudo de Turner (1991), sugere a possibilidade de uma maior volatilidade dos fluxos oriundos dos Investidores Institucionais 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 transbordamento desses fluxos em direção a periferia que ocorre a partir dos anos 90.

A volatilidade dos fluxos de porta-fólio pode também ser apreendida da 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.

Quadro 1
Caracterização dos investidores institucionais

Definição de Investidor Institucional: gerenciamento profissional das pequenas poupanças individuais através de um número restrito de instituições, que recentemente buscaram diversificar seus porta-fólio 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.	
Tipologia de Investidor Institucional:	
Fundos de Pensão fechados)	Públicos e Privado (Abertos e fechados)
Companhias de seguro	Diversidade de seguros
Fundos Mútuos	Open end/close end/ <i>hedge</i>
Administração de riqueza	Diversidade
Hierarquia: 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, off shore.	
Composição dos ativos: 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 serem elevados, a diversificação relativa dos investidores institucionais é menor do que o que seria recomendado. Este viés doméstico do porta-fólio 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 cias 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.	

Fonte: IMF (1995a).

Segundo os dados da Tabela 1 houve em meados da década de 80, uma retomada do IDE com característica 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. Este crescimento do IDE esteve muito associado a onda de fusões e aquisições de empresas possuindo portanto uma clara dimensão patrimonial, associada à produtiva.

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

Dada a pouca importância dos empréstimos de longo prazo o IDE fica sendo o fluxo de natureza mais estável. Isto estaria relacionado com as expectativas de longo prazo que os anima desvinculadas da situação de Balanço de Pagamentos. O IDE teria, por definição, uma menor liquidez, ao mesmo tempo 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 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 anterior sobre a maior estabilidade do IDE é contestada por estudos de diferentes orientações. O trabalho de Kregel (1996) e o de Claessens, Dooley e 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 a dos outros fluxos.

O estudo de Kregel (1996) levanta ainda outros aspectos relevantes e que dizem respeito a inconsistência estrutural α de longo prazo do IDE. Desde logo postula que os prêmios de risco a serem incorporados aos retornos do investimento são maiores dos que nos demais fluxos de capital, exatamente pela sua menor liquidez. Adicionalmente há que considerar que o conceito de IDE admite que se registre 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

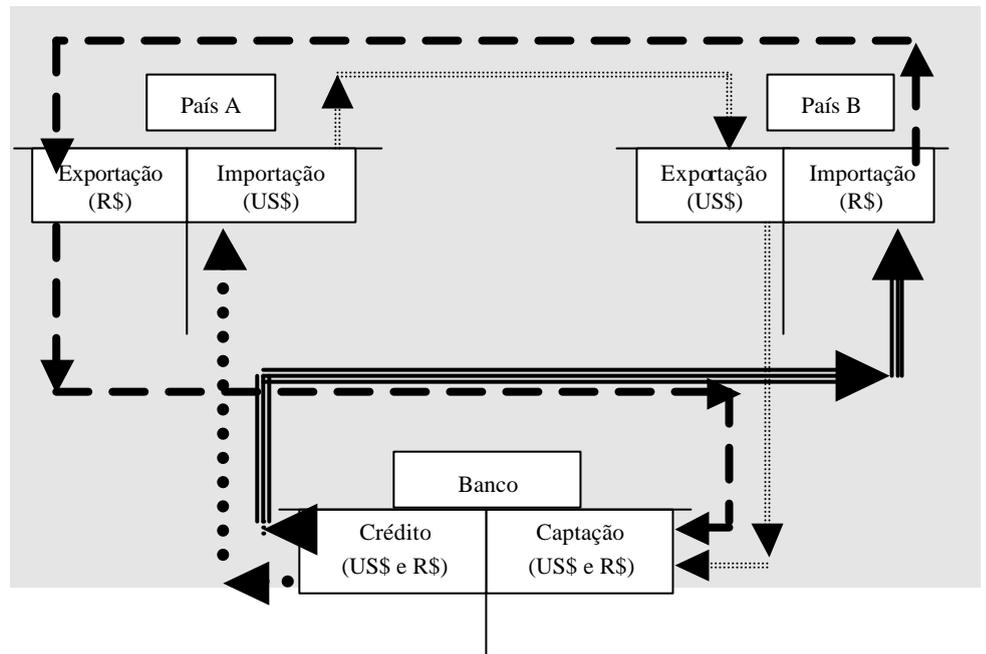
fluxo adicional de moeda estrangeira. O crescimento do estoque de investimento estrangeiro e a taxa de retorno sobre o mesmo criam direitos sobre divisas que podem ser exercidos em qualquer momento, e em geral o são em momentos de dificuldades do balanço de pagamentos.

No contexto da globalização os fluxos bancários de curto prazo adquirem caráter compensatório movendo-se em sentido contrário aos fluxos não bancários, possuindo também caráter especulativo intrínseco. Esta última propriedade estaria revelada no descolamento entre transações brutas e líquidas, e na sua volatilidade em momentos de crise. De qualquer modo, a relação entre estes fluxos e os financiamentos dos déficits em transações correntes, notadamente nos Estados Unidos e UK é bastante acentuada.

A importância desse tipo de empréstimo é bastante diferente segundo países e condicionado 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 1). 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 1
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 frente a 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 – frente ao *mix* de financiamento. A generalização desse comportamento especulativo nas várias operações pode colocar a instituição bancária e as moedas numa posição de risco.

Concluindo, pode-se afirmar que uma importante implicação do processo de globalização nos anos 80 foi a do menor automatismo dos ajustes e, porque não dizer, uma preservação dos desequilíbrios, seja dos superávites ou dos déficits em contas corrente. Outro aspecto importante é que os afluxos não necessariamente geram fluxos de rendimento em moedas fortes, devido a natureza do investimento – financeiro ou em *non-tradeables* – o que conduz, no mais das vezes, a uma fragilização crescente do balanço de transações correntes.

Quanto a magnitude dos fluxos, a partir da realização do movimento inicial de diversificação era previsível a manutenção dos fluxos brutos com uma redução substancial dos fluxos líquidos. Se associarmos isto à volatilidade intrínseca desses movimentos pode-se afirmar que a situação dos países receptores tornou-se mais instável. A propósito da volatilidade é importante frisar que já na segunda metade da década de 80, as intervenções oficiais, ou seja os fluxos públicos, aumentam substancialmente na tentativa de mantê-la sob controle.

4 Os anos 90 e a integração da periferia.

O movimento da globalização durante os anos 90 não trás nenhuma alteração qualitativa 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 seus porta-fólio, embora em velocidade menor do que na década precedente. Do ponto de vista da importância dos fluxos quanto a magnitude a hierarquia se mantém com a seguinte ordem: porta-fólio, IDE e empréstimo 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.

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.⁵ Nessa retomada há uma clara predominância ou quase exclusividade

(5) O período do auge do padrão-ouro que vai de 1870 a 1913 é equivocadamente comparado com o período atual 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 a produção de *commodities* ou a infra-estrutura necessária para produzi-la. As primeiras, por sua vez constituíam uma percentagem importante do comércio internacional, cerca de 60%.

dos fluxos privados principalmente os de porta-fólio, cuja importância constitui a grande novidade, do IDE, com valores inferiores aos de porta-fólio mas com crescimento mais rápido e os empréstimos bancários de curto prazo. Quanto ao destino geográfico, a hierarquia foi Ásia, América Latina e países em transição do socialismo.

Uma das questões de maior importância para entendimento desses fluxos em direção a periferia e os seus desdobramentos diz respeito a seus determinantes. 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 a diversificação de porta-fólio dos investidores institucionais e cíclicas, concernente a queda de nível de atividades e rendimentos nos países centrais a partir do início dos anos 90. Enfatiza-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 do 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 desse 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 privatização adquire subsequentemente maior peso. Resta saber se, esgotada a privatização, a atratividade ao investimento direto continuará elevada nos países periféricos.

Comparando-se as duas grandes regiões receptoras nota-se como diferença principal o papel mais relevante do IDE na Ásia, vis a vis a América Latina, na qual

o porta-fólio é mais importante. As diferenças entre as duas regiões são marcantes e a rigor, já o tinham sido nos anos 80. Enquanto na América Latina os fluxos praticamente desapareceram na Ásia eles mantiveram um valor razoável. 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.

Tabela 2
Fluxos de capitais para países emergentes
(US\$ bilhões)

Mercados emergentes	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Fluxos privados totais	45,8	139,8	133,5	160,7	146,8	192,7	240,8	173,7
IDE (liq.)	18,8	32,2	38	56,9	75,4	87,3	114,9	138,2
Porta-fólio (liq.)	17	39,7	59,2	106,6	97,1	31,7	49,7	42,9
Outros (liq.)	10	67,9	36,3	-2,8	-25,7	73,7	76,2	-7,3
Créditos oficiais (liq.)	18,7	22,4	14,1	24,6	9,7	39,1	-9,7	29
Ásia								
Fluxos privados totais	21,5	37,7	22,3	59,5	75,1	98,9	110,4	13,9
IDE (liq.)	9,5	15,2	17,2	35,2	44,6	50,7	57	57,8
Porta-fólio (liq.)	-0,9	2,8	9,6	23,8	18,5	20,1	13,4	-8,6
Outros (liq.)	12,9	19,7	-4,5	0,5	12	28,1	30,9	-35,4
Créditos oficiais (liq.)	5,6	10,7	10,2	8,2	5,9	5	8,8	28,6
América Latina								
Fluxos privados totais	10,3	24,9	55,5	61,7	44,8	35,7	80,5	91,1
IDE (liq.)	6,6	10,9	12,9	13,4	21,5	19,9	36,9	51,2
Porta-fólio (liq.)	17,5	14,5	30,6	61,1	60,8	-7,5	25,2	33,5
Outros (liq.)	-13,8	-0,5	12	-12,8	-37,5	23,3	18,5	6,5
Créditos oficiais (liq.)	8,3	3,2	-2	1,1	-1,7	22,7	-13,4	-7,3

Fonte: IMF (1998)

Postas as tendências mais gerais vejamos mais detidamente os padrões de integração regional, com especial ênfase na Ásia e América Latina. 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 a 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.

O estudo do desempenho comparado entre as duas regiões desde os anos 80 sugere que há duas causas básicas na explicação da performance diferenciada. Quanto a inserção internacional, no caso asiático, ao contrário da América Latina, não houve, uma interrupção dos fluxos de financiamento internacionais. 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 nessa economia 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 serem semelhantes. 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.

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 complexas. 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.

Quanto a 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. 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 respecialização 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. Adicionalmente o déficit daí resultante foi inadequadamente financiado, por fluxos de capitais voláteis.

Uma caracterização adicional dos fluxos em direção a Ásia e a 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 a criação de nova capacidade produtiva enquanto na segunda, à aquisição do controle acionário.

Os dados apresentados por Turner (1995), sugerem portanto, uma situação mais vulnerável por parte da América Latina. Isto fica mais evidente se for olhada a composição dos fluxos de porta-fólio. Nos títulos, a abertura dos mercados de curto prazo – títulos públicos e privados – e o diferencial de taxas de juros foram os fatores de atração de capitais. Boa parte desse diferencial de rentabilidade foi obtido através da apreciação da taxa de câmbio, conjuntamente com a taxa de juros doméstica nominalmente elevada.

No caso do investimento em ações identificam-se várias fragilidades. Desde logo, um impacto irrelevante do ponto de vista das emissões primárias. Por sua vez, as diversas características dos mercados locais – concentração por exemplo – sugerem a presença de ineficiências, indicando a possibilidade de um efeito manada bem superior ao das bolsas asiáticas ou dos países centrais.

Uma breve caracterização dos fluxos após 1994, até 1996, indica que apesar de movimentos bruscos, as tendências não são interrompidas. De um ponto de vista global destacam-se a quase exclusividade dos fluxos privados com os fluxos oficiais assumindo valores negativos; há uma crescente importância do IDE, que em 1994 ultrapassa os fluxos de porta-fólio fenômeno associado ao movimento de centralização/concentração de capitais. Os fluxos de porta-fólio mostram caráter instável pois até 1996 não haviam recuperado os níveis pré-crise do México; já os empréstimos bancários continuaram a ter papel secundário, mas foram importantes como fluxo compensatório durante a crise.

Do ponto de vista geográfico, a Ásia continuou sendo a maior receptora apesar do grande crescimento da América Latina. Na primeira, os maiores fluxos continuaram sendo de IDE, seguidos pelos empréstimos de curto prazo que

adquirem cada vez mais relevância e pelos fluxos estáveis de porta-fólio. Na América Latina há uma crescente importância do IDE que após 1995 passam a ser tão importante quanto os demais fluxos. Os fluxos de porta-fólio e empréstimos, apesar da grande variabilidade recuperam-se após 1995.

Olhando-se o comportamento dos mercados específicos após a crise do México percebe-se que em 1996 e até meados de 1997 há uma grande expansão do mercado de bônus para os emergentes, resultante da manutenção dos baixos rendimentos nos mercados centrais, da continuidade do processo de diversificação dos fundos e da melhoria dos fundamentos dos emergentes. Para esses últimos, melhorou sensivelmente o perfil de financiamento, tanto pela queda do *spread* como pelo aumento de prazo.

Nos mercados secundários os *spreads* voltaram rapidamente ao patamar anterior ao da crise mexicana. Um fato importante foi a continuidade da redução dos *spreads* acompanhados do aumento da correlação entre rendimentos nos mercados avançados e emergentes que em princípio, reduziria o incentivo para diversificação dos investidores. Nas transações do mercado secundário (*turnover*) 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.

Nos mercados primários observou-se uma nova onda de expansão a partir de então 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. 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. Em síntese, entre a crise do México e o agravamento da crise asiática, as condições de financiamento para os países emergentes melhoraram.

5 A crise na periferia e as possibilidades de contágio

Considerados os países emergentes como um todo pode-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 tem implicado maior absorção financeira do que real. Assim, cerca de metade dos novos fluxos transformaram-se em reservas (Tabela 3), ocasionando que cerca de ½ 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 – mas também com a maior liquidez dos ativos financeiros domésticos num contexto de liberalização financeira.

Tabela 3
Países emergentes: fluxos de capitais e reservas
US\$ bilhões

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Fluxos totais (I)		45.8	139.8	133.5	160.7	146.8	192.7
Varição Reservas (II)		66.2	75.2	31.8	84	90.6	122.9
(II)/(I) em %	144.%	53.8%	23.8%	52.3%	61.7%	63.8%	44.5%

Fonte: IMF (1997)

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

Considerando os países emergentes em seu conjunto, os fluxos de capitais resultaram em valorização real do câmbio. Esse foi um resultado quase 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 nominal dos preços internos, 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 colchão de segurança para fazer face a eventuais reversão dos fluxos, dificultando a própria captação.

A rapidez dos fluxos implicou em geral na deterioração da qualidade dos ativos bancários, ao mesmo tempo em que distorceu a formação de preços dos ativos 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 sua abertura 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 origens do que os fundamentos do país receptor.

O trabalho do IMF (1997) sugere que os fluxos aumentaram a volatilidade relativa, medida em relação ao mercado americano, mas diminuíram a volatilidade absoluta, medida no mercado doméstico. Sugere-se também que a possibilidade de crise, entendida como uma fuga maciça de capitais e portanto, quebra generalizada de preços nos mercados locais, tenha diminuído. Por outro lado, o efeito *spill over* a partir de turbulências nos mercados centrais ampliou-se consideravelmente. Em síntese, menor possibilidade de ruptura mas maior volatilidade. Obviamente esta era uma conclusão anterior ao aprofundamento da crise asiática.

A partir da caracterização genérica feita anteriormente e que sugere uma maior predisposição dos países periféricos à crise, vejamos em detalhe as crises sucessivas e o seu desdobramento.

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 uma completa liberalização da conta de capitais – inclusive com a permissão para não-residentes investirem em títulos públicos e privados de curto prazo – mas também uma desrepressão do sistema financeiro doméstico.

Dadas as características estruturais apontadas acima, os elementos que permitiram o desencadeamento da crise foram a elevada magnitude do déficit em transações correntes – financiado por instrumentos de curto prazo – e a apreciação cambial. Considera-se também que a política econômica teve responsabilidade pelo menos na intensidade da crise na medida em que demorou a reagir diante da perda de reservas.

Segundo Griffith-Jones (1996), as raízes mais profundas da crise estariam no período conhecido como anos dourados, de 1988 a 1994, caracterizados pelas reformas liberalizantes e pela adesão ao NAFTA. Do ponto de vista macroeconômico obteve-se a eliminação do déficit público e o controle da inflação, mas paralelamente a uma expressiva apreciação cambial de cerca de 30%.

A valorização do câmbio 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 a taxa de juros doméstica, a sua não elevação foi deliberada, pois temia-se desencadear uma crise bancária de grandes proporções face a 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 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 menos voláteis.

No quadro posto anteriormente, 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. Segundo Griffith-Jones (1996), a razão principal para essa corrida foi o anúncio da desvalorização com um nível de reservas precariamente baixo. Ainda mais, com um estoque muito elevado – que excedia em muito as reservas – de títulos públicos de curto prazo denominados em dólar e de linhas interbancárias externas de curto prazo. Pelo que foi colocado anteriormente, a crise cambial punha-se como inevitável. Talvez a sua intensidade tenha sido particularmente agravada pela gestão da política econômica.

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 seguiria a trajetória clássica da denominada inflação de ativos.

Na mesma linha de raciocínio, Kregel (1998) postula que a crise asiática não representa apenas uma crise clássica de Balanço de Pagamentos, mas constituiu-se, primordialmente, de uma crise financeira secundada pela primeira e por um movimento de *flight to quality* dos ativos. De forma diferente de Krugman atribui a crise ao processo de liberalização do sistema financeiro doméstico.

Após 1994 começam a aparecer os sinais de desequilíbrio externo decorrentes da desaceleração do crescimento global e portanto do comércio, o que implicou déficits em transações correntes para os países asiáticos e numa ampliação do endividamento externo de curto prazo. 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 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 atividade 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 rigor, a crise bancária já vinha se desenvolvendo e os bancos centrais já estavam cumprindo o papel de *lender of last resort* para os bancos locais utilizando as reservas em divisas.

A reversão dos empréstimos bancários externos criava simultaneamente um problema de solvência doméstica – relativo a reversão do ciclo de ativos – e um problema de liquidez externa devido a saída de divisas. O contágio dos demais 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 pois constitui-se numa crise de liquidez que se transforma em crise de solvência. Em razão disso o remédio clássico da política de ajustamento 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. A única alternativa parece ser a do controle cambial. Ou seja, combinar desvalorização cambial e elevação dos juros com as empresas muito endividadas em moeda estrangeira conduz à deterioração da situação patrimonial dessas empresas 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 do sistema chegando inclusive até o seu núcleo. 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 esses países e para os demais periféricos a reversão dos fluxos de capitais ocorreu simultaneamente com deterioração dos termos de troca fruto da queda de preços das *commodities*. O resultado foi uma

rápida e profunda deterioração das contas externas sem perspectiva de recuperação rápida.

Apesar da disseminação da crise já ter se iniciado com os problemas do sudeste asiático, para muitos analistas 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 emprestador de última instância seria insuficiente para cobrir a perda dos investidores. Este fato, mudou a percepção de risco do conjunto 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 emprestadores 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 (1998), sugerem que esta tenha sido superada. A indicação básica seria uma redução dos *spreads* para o financiamento de países periféricos nos mercados primários e uma melhora da liquidez nos mercados secundários em geral. Contudo, como bem observa o referido relatório, essa volta não restabeleceu as condições prevalecentes antes da crise para o financiamento da periferia.

A melhora nas condições de financiamento dos países periféricos é atribuída sobretudo aos processo de ajustamento levado a cabo por esses países que diminuiu as suas necessidade 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 fundado 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.

(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.

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 o período pré-crise, tanto no que diz respeito a *spreads* como no que tange a prazo. Olhada a questão exclusivamente do ponto de vista desses países a melhoria das condições de acesso parece depender, paradoxalmente, da redução a 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.

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 (1998) é bastante pessimista quanto as possibilidades de retomada do crescimento global a curto prazo. Da ótica produtiva o crescimento encontra-se limitado pelo excesso de capacidade em importantes setores, fruto do boom de investimento prévio. 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.

Da ótica dos 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. A questão central é que o crescimento americano tem sido basicamente o resultado do ciclo de ativos em particular da valorização das ações que tem alimentado um expressivo crescimento de gastos correntes, com destaque para o consumo.

Esse crescimento desigual tem repostado o recorrente desequilíbrio no âmbito da tríade: elevados déficits em conta corrente dos Estados Unidos que tem sido acompanhado da valorização do dólar. Esta última se deve particularmente a recusa da União Européia em manter taxas de juros elevadas e a incapacidade do Japão em fazê-lo dado que está às voltas com o problema clássico da armadilha da liquidez.

Dessa ótica o problema central do crescimento reside na sustentabilidade dos déficits em transações correntes dos Estados Unidos. Ou seja a sua capacidade de financiá-los sem ter que recorrer a aumento das taxas de juros. Caso isto ocorra em escala significativa dois problemas são previsíveis: o estouro da bolha especulativa da bolsa de valores e uma apreciação adicional do dólar. Esses efeitos certamente implicariam na instalação de uma tendência deflacionária de maior intensidade e duração na economia global de graves conseqüências para os países periféricos e mesmo para os desenvolvidos.

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: BIS, 1998.
- BELLUZZO, L. G. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. 2. ed. Petrópolis: Vozes, 1997.
- CALVO, G., LEIDERMAN, L., REINHART. C. M. Inflow capital to developing countries in the 1990's. *Journal of Economic Perspectives*, v. 10, n. 2, p. 123-139, Spring 1996.
- CARDOSO, Eliana, GOLDFAJN, Ilan. *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.
- _____ et al. *La mondialization financière*. Paris: Syros, 1996.
- _____. A mundialização financeira: gênese, custos e riscos. São Paulo: Xamã, 1999. p. 3.
- CIOCCA, P., NARDOZI, G. *The high price of money*. Oxford: Claredon 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.
- EICHENGREEN, Barry. *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, n. 2, March 1996.
- GRAHAM, H., KRUGMAN, P. The surge of FDI in the 1980's. In: FROOT, Kenneth, (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, Robert. A transformação do capital financeiro. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, 1996.
- HELLEINER, Eric. *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.
- KINDLEBERGER, Charles, P. *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*. London: Macmillan Press, 1978.
- KREGEL, J. Capital flows: globalization of production and financing development. *UNCTAD Review*, Geneva, p. 18, 1994.
- _____. 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, Paul. *What happened to Asia?* 1998. Available from Internet <www.mit.edu/krugman>.
- MEDEIROS, Carlos Aguiar. Globalização e inserção internacional diferenciada da Ásia e América Latina. In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. 2. ed. Petrópolis: Vozes, 1997.
- PLIHON, D. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, 1996.
- SINGH, Ajit. Growing independently of the world economy: Asian economic development since 1980. *UNCTAD Review*, Geneva, 1994.

- TAVARES, M. C., MELIN, L. C. Pós-escrito 1997: a reafirmação da hegemonia americana. In: TAVARES, M. C., FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. 2. ed. Petrópolis: Vozes, 1997.
- _____, FIORI, J. L. (Org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. 2. ed. Petrópolis: 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, 44).
- UNCTAD. *Trade and Development Report*, 1993. Geneve: United Nations, 1994.
- UNCTAD. *Trade and Development Report*, 1998. Geneve: United Nations, 1998.
- WALTER, Andrew. *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.