

Origens, dimensões e impactos positivos da abertura comercial e financeira

Matheus Cavallari¹
Mariana Savedra Sousa¹

Introdução: As origens da globalização e seus avanços

No século XIX iniciou-se o advento da globalização produtiva (O' Rourke & Williamson, 2000), que caminhava a passos largos face à liberalização comercial anglo saxônica – em 1846 extinguiram-se as *Corn Laws* na Inglaterra e asiática – o Japão adotou o livre comércio em 1858 e a China, Coréia, Índia e Indonésia movidas por pressões colonialistas, renderam-se ao *laissez faire* em meados de 1850. A título ilustrativo, ressaltemos os benefícios por que passaram o Japão em seus primeiros anos de *laissez faire*. Após quinze anos de sua abertura, o comércio, que antes não participava da Renda Nacional, já representava 7% da mesma. Huber (1971) estima que o Japão obteve um ganho de comércio da ordem de 3,5% entre 1858 e 1870. Vale dizermos que por trás da incipiente integração entre os países pelo livre comércio, processava-se uma revolução nos transportes e nas comunicações, os quais deram impulso ao fenômeno reduzindo custos e encurtando distâncias.

Diante desse cenário de abertura econômica, colocamos a questão acerca dos impactos das inovações nos transportes e comunicações nas transações comerciais. Ora, a globalização produtiva do século XIX caracterizou-se eminentemente pela redução nos custos de transporte, e não por

(1) Graduandos – 3º ano (UNICAMP. Instituto de Economia). Gostaríamos de agradecer os comentários e sugestões bastante interessantes feitos por Gilberto Tadeu Lima. O apoio sempre estimulante ao desenvolvimento acadêmico vindo de Gilberto, Otaviano Canuto, Márcio Laurini e Márcio Wohlers, bem como o aporte financeiro da FAPESP, devem ser mencionados como fundamental para a obtenção deste resultado. Assumimos, obviamente, a total responsabilidade pelo resultado final deste trabalho.

políticas de abertura comercial dos Estados Nacionais, conforme avistamos no século XX.

Tabela 1
Média das tarifas de bens manufaturados importados (%)

	1875	1913	1931	1950	Pré- Rodada Uruguai	Pós- Rodada Uruguai
França	12 - 15	20	30	18	-	-
Alemanha	4 - 6	17	21	26	-	-
Itália	8 -10	18	46	25	-	-
Inglaterra	0	0	n.a	23	-	-
UE	-	-	-	-	5,7	3,6
Canadá	n.a	26	n.a		9,0	4,8
EUA	40 - 50	44	48	14	4,6	3,0

Fonte: Eichengreen et al. (2000).

A partir de 1870, notamos convergência de preços de *commodities* (O' Rourke & Williamson, 2000), ocasionada pelo avanço do comércio de bens e serviços, que transformou as rendas nacionais e a divisão de trabalho das nações envolvidas. Mas em que medida diferencia-se o perfil do comércio do século passado com o do presente? Em outras palavras, por que a globalização produtiva se aprofunda no século corrente? De fato, a presença das multinacionais no mundo - as quais são responsáveis pela maior fatia do comércio mundial; o aumento da gama de bens comercializáveis e a elevação da exportação de serviços (educação, finanças, telecomunicações, *royalties*) explicam a nova roupagem da globalização dos últimos cinquenta anos.

No tocante à globalização financeira, outra face do processo de globalização, vale compararmos o aprofundamento dos mercados financeiros, fenômeno típico do século XX, que se traduz em mais inovações financeiras e em uma presença marcante das instituições bancárias em todas as partes do globo, inclusive nos mercados emergentes. Antes de 1913, os fluxos líquidos de capital dirigiam-se da Europa para a periferia. Tais fluxos eram significativos em relação ao Produto Nacional Bruto, o que conferia certo grau de integração desses mercados. Esse menor grau de integração financeira observado no século

XIX devia-se a problemas de risco cambial, informação assimétrica causados por dificuldades de identificação de agentes solventes ou não (seleção adversa).

1 As dimensões da globalização

Aterrissando no século presente, vemos que a globalização assume nova roupagem e se aprofunda, especialmente após a Segunda Guerra (Mussa, 2000). Isso pode ser comprovado tanto do ponto de vista do novo ambiente institucional, quanto do nível de interdependência macroeconômica entre os países. As principais dimensões do fenômeno da globalização focam-se na mobilidade de pessoas, na esfera comercial e nos movimentos de fluxos financeiros. Quatro fatores parecem-nos cruciais para entendermos o avanço da globalização nos últimos cinquenta anos (Mussa, 2000), a saber:

- Desenvolvimento das telecomunicações que redundam na convergência tecnológica e no barateamento do transporte e armazenamento de voz, dados e vídeo;

- Avanço dos transportes. À guisa ilustrativa, tomemos a redução da receita, por passageiro, obtida no transporte aéreo, que caiu de US\$ 0,68 para US\$ 0,11 entre 1930 e 1990. Entre 1920 e 1990 a média das taxas de frete de transporte marítimo nos Estados Unidos caiu de US\$ 95 para US\$ 29 a preços de 1990 (Frankel, 2000);

- As mudanças na estrutura de consumo das pessoas, resultantes da queda de custos de transportes e comunicações, as quais facilitaram a integração econômica;

- O importante papel das políticas públicas dos Estados Nacionais no processo de liberalização comercial e financeira e na promoção de pesquisa e desenvolvimento.

2 Benefícios da globalização

As vantagens propiciadas pela liberalização de uma economia são discutidas há muito tempo. Podemos apontar vários tópicos de estudo. O objetivo principal deles é indicar quais as condições e medidas necessárias para

que os ganhos da mundialização possam ser aproveitados, de modo a propiciar um crescimento sustentado e equitativo.

Os requisitos são propiciados pelas reformas feitas na economia. Num primeiro momento, efetivam-se as de *primeira geração*, i.e., a promoção da estabilidade macroeconômica, como, por exemplo, a manutenção de uma taxa real de câmbio adequada, baixa inflação e pequeno déficit do setor público, evitando a inibição e/ou deslocamento do setor privado.

As chamadas reformas de *segunda geração* são necessárias para que se dê continuidade ao processo de globalização (Aninat, 2000). Estas incluem rearranjos no setor financeiro, implementação de processos de privatização, promoção da qualidade e maior oferecimento dos serviços sociais, repensando o papel do Estado e estabelecendo uma boa estrutura de governança e transparência das políticas econômicas.

O estímulo à elevação da transparência por parte dos agentes privados, bem como dos supervisores e reguladores da economia, recebe destaque principalmente acompanhando a liberalização financeira (Mishkin, 2000). O valor da promoção do primeiro ponto está justamente na capacidade dos participantes do mercado de premiar as instituições que administram seus riscos eficientemente e punir as que o fazem de maneira pouco eficaz. Assim, “*Well-informed investors, depositors, customers, creditors and other counterparties can impose strong market discipline on an institution to manage its activities and risk exposures in a manner that is both prudent and consistent with its stated business objectives.*”² (Basle & IOSCO, 1999).

O mesmo esquema de sistema de incentivos pode ser pensado para as instituições nacionais de regulação, como o Banco Central, por exemplo. Com a abertura financeira, grandes fluxos de capitais passam a circular pelos países. A clara percepção de veracidade e da qualidade da supervisão, das informações e do funcionamento do sistema financeiro por parte dos agentes internacionais permite o influxo de maiores montantes de recursos.

(2) “Investidores, depositantes, clientes, credores e outras contrapartes bem informados podem impor forte disciplina de mercado em uma instituição no gerenciamento de suas atividades e exposições de riscos de maneira prudente e consistente com os objetivos do negócio.”

Ao mesmo tempo, este estímulo acaba por trazer capitais de melhor perfil, ou seja, investidores de maior aversão ao risco passam a investir no país em empreendimentos de maior benefício para o hospedeiro. Leia-se investimento direto externo, os quais tem benefícios particulares – difusão de tecnologia e geração de emprego, por exemplo.

A implementação das aberturas comercial e financeira deve ser acompanhada de políticas de assistência social de modo que a democracia seja mantida com participação crescente dos estratos inferiores. Este ponto adicional entrou na pauta das agendas das instituições internacionais, como o FMI e o Banco Mundial, tendo em vista os movimentos crescentes por parte das ONGs e da sociedade, com suas conseqüentes tensões sociais.

A concomitante presença da globalização econômica e reformas estruturais objetivam, na visão do FMI, a promoção do chamado *high quality growth*. Este conceito envolve quatro tópicos de ação. Primeiro, estimular o crescimento sustentado sem gerar déficits domésticos e/ou externos. Em segundo lugar, a promoção do desenvolvimento do capital humano é fundamental, devendo ser estimulado a partir de investimentos em saúde e educação. Estes, por sua vez, geram crescimento econômico e elevação do bem estar social.

A terceira questão diz respeito ao esforço contínuo em aumentar a equidade, atenuar a pobreza e dotar de renda mínima os menos favorecidos pelo sistema econômico. Finalmente, o crescimento de alta qualidade deve ser acompanhado de proteção ao meio ambiente, respeitando, além disso, os valores culturais e nacionais.

A inovação recente nas políticas sugeridas pelo FMI está, por sua vez, na inclusão das políticas sociais e de desenvolvimento humano. Estes novos pontos visam aproveitar os *feedbacks* destas ações no crescimento sustentado. Esta incorporação, como na teoria endógena do crescimento,³ traz à tona um círculo virtuoso de alívio da pobreza, elevando os investimentos, a poupança e a produtividade.

(3) Esta teoria consiste um importante avanço na teoria de crescimento, pois endogeneiza o progresso tecnológico. Nestes novos modelos de crescimento são considerados não apenas o capital físico e humano, mas o acúmulo de conhecimento como base para o progresso tecnológico. Assim, é possível ter círculos virtuosos de crescimento com investimentos em pesquisa e desenvolvimento, por exemplo.

Outro ponto para o qual chamam a atenção é do papel estatal no fornecimento da educação, apesar da posição geral de não intervenção no mercado. Deste modo, a elevação da qualidade do capital humano tem provado ser o mais importante fator explanatório das diferentes performances do crescimento de longo prazo, redução da pobreza, e equidade social entre as regiões e países (Aninat, 2000).

Um primeiro benefício da globalização, em particular, está na possibilidade, a partir da permissão de livre movimentos do capital, de diversificação da tomada de empréstimos e dos investimentos diretos. Ambos levam à redução dos riscos para os detentores dos recursos. Além disso, permite-se que a carência de poupança em algumas áreas possa ser compensada pela elevada poupança em outras. Um exemplo claro deste raciocínio reside nos fluxos de capital entre os países desenvolvidos e os em desenvolvimento.

Após a abertura da economia o país hospedeiro pode usufruir de vários ganhos dos investimentos diretos externos, apesar de possíveis problemas intertemporais na balança de pagamentos via produção de bens não comercializáveis e remessas de lucros por parte das multinacionais. A transferência de tecnologia pode ser apontada como uma vantagem sobre os fluxos de capital financeiro e comércio de mercadorias e serviços. O progresso tecnológico, lembremos, é um fator fundamental para o crescimento da economia, podendo ser visualizado no modelo de Solow⁴ (Mankiw, 1999).

Outro ponto interessante é a implementação de treinamento e qualificação da mão de obra propiciada pelos empresários forasteiros (Feldstein, 2000). A elevação do estoque de capital humano é um fator fundamental nos novos modelos de crescimento. Ou seja, para a teoria endógena, existe um *feedback* forte entre a qualificação do fator trabalho e o crescimento da produtividade total dos fatores.

Finalmente, a possibilidade de taxação dos lucros das filiais das multinacionais consiste numa outra vantagem, a qual pode ser utilizada para a

(4) O modelo de Solow utiliza uma função de produção $Y = F(K, AL)$, onde Y é o produto, K é capital e AL é a força de trabalho em unidades de eficiência, ou seja, a quantidade de trabalho e a produtividade determinada pela tecnologia disponível. O equilíbrio ocorre quando o investimento (poupança) se iguala a depreciação, oferecendo a taxa de crescimento per capita.

elevação receita tributária. Deste modo, o trabalho em prol da elevação da mobilidade para os investimentos diretos externos, i.e., a globalização, é uma importante fonte potencial de crescimento e desenvolvimento econômico.

Um segundo benefício da integração global dos mercados de capitais e dos investimentos diretos estrangeiros é a disseminação da forma de governança corporativa, padrões de contabilidade e, talvez, a tradição legal dos Estados Unidos e Inglaterra (Feldstein, 2000).

Em terceiro lugar, a mobilidade do capital financeiro e a possibilidade de realocação dos recursos produtivos, através dos investimentos diretos externos, impedem a volúpia dos governos de levarem adiante políticas tributárias ruins, ou outras intervenções prejudiciais ao funcionamento dos incentivos de mercado (Feldstein, 2000).

A abertura da economia, de um modo geral, fornece um estímulo para que os empresários locais venham a se esforçar o máximo na elevação da eficiência de suas operações (OECD, 1997). Num ambiente sem barreiras o incentivo do sistema de preços torna-se mais forte, pois amplia a gama de concorrentes efetivos e potenciais. A competição manifesta-se, agora, em escala global via comércio e realização de investimentos externos, promovendo avanços no progresso tecnológico e crescimento na produtividade.

O processo de liberalização financeira pode gerar alguns problemas quanto a ocorrência de crises. Segundo argumento de Krugman (2000), o crescimento da integração predispõe a economia mundial às crises, principalmente porque ele cria pressões para o relaxamento das restrições financeiras governamentais. Presencia-se, portanto, o que o autor chama de crises dos anos 90, i.e., grandes influxos de capitais privados seguidos de uma rápida saída. Observa-se, também, algumas particularidades paralelas como contágio entre as regiões, participação ativa do FMI e preocupações quanto aos transbordamentos para a estabilidade dos países desenvolvidos.

A ligação entre abertura e a vulnerabilidade da economia não é rígida. Políticas de controle de capital, tanto para entrada quanto para a saída, são opções para a redução da exposição. Porém, esta é uma alternativa de custo

crescente à medida que aumenta a participação do comércio no produto nacional.

Outra possibilidade para a proteção contra as instabilidades é a dolarização ou *euroizing* da economia. Porém, seus custos (dada a rigidez no tratamento dos outros tipos de crises) são bastante elevados. O pensamento implícito nesta visão é: dê uma moeda estável ao sistema e o livre mercado cuidará do resto.

Esta crença parece dificultar o funcionamento da economia, pois o controle do câmbio torna difícil o desenvolvimento das exportações, requerendo ajustes via preços. Estes são parcialmente rígidos para baixo, elevando os custos da promoção da realidade cambial. Além disso, podemos indicar as perdas pelo comportamento oportunista dos envolvidos em qualquer tipo de controle na economia.

Krugman (2000) aponta o grande benefício da liberalização comercial para os países em desenvolvimento, como sendo a principal fonte de dinâmica para o crescimento destas economias. Assim, os custos do desestímulo à globalização parecem muito mais altos que à primeira vista.

O aprofundamento da integração da economia mundial eleva o risco de crises financeiras, mas os ganhos potenciais com o comércio e com os influxos de investimento direto externo tornam a manutenção de controles muito caro. Estes não devem interferir nos fluxos de bens e serviços ou desestimular a instalação de filiais.

A globalização, então, possui dois canais de diminuição da probabilidade de ocorrência de crises financeiras no médio prazo, uma relacionada à questão comercial e outra ao investimento. A primeira sugere o aumento da liberalização do comércio e serviços. Como isso objetiva-se elevar a participação internacional na economia doméstica. O raciocínio por trás é que se uma economia, no limite, exporta todo seu produto, uma depreciação do câmbio leva a um movimento indubitavelmente expansivo na produção nacional. Para caso economias com maior participação de importações, o efeito líquido pode ser duvidoso. Num trecho conclusivo: *“No country is at that limit, or likely to get anywhere close, but growing integration of goods markets will nonetheless*

help reduce the possibility of perverse effects of depreciation”⁵ (Krugman, 2000).

Um segundo canal pelo qual a globalização pode reduzir a crise é o investimento direto externo. As subsidiárias das multinacionais não estão sujeitas aos efeitos adversos das desvalorizações em seu balanço como as empresas nacionais. Obviamente, este ganho só não ocorreria se a crise fosse mundial. No limite, se o país fosse todo composto por filiais, as crises não teriam efeitos negativos na estrutura patrimonial das empresas.

Na realidade, é bastante difícil encontrar uma economia com maioria de filiais operando, as quais poderiam administrar crises financeiras. Nem mesmo Singapura que é a mais próxima deste ponto, segundo Krugman, está perto deste limite. Como na via anterior, argumenta-se que um ponto intermediário já é suficiente para termos reduções significativas dos riscos e efeitos de crises financeiras.

3 Abertura financeira e os países emergentes

A partir de 1990, observou-se um grande crescimento dos fluxos de capitais líquidos para os países emergentes. Estes tem uma importância maior no processo de globalização financeira pela maior vulnerabilidade com relação a dependência das entradas para o bom funcionamento da economia.

O destino dos capitais tem se mostrado importante para o financiamento da economia, ou seja, para o suprimento de recursos financeiros. Outrossim, podemos apontar seu papel de implementador de investimentos diretos. Ao mesmo tempo, pode-se driblar os constrangimentos quanto à rolagem dos déficits na balança de pagamento. Desta forma, o influxo de capitais nos países emergentes têm um papel benéfico importante.

(5) “Nenhum país está neste limite, ou perto de chegar lá, mas o crescimento da integração do mercado de bens comercializáveis irá ajudar a reduzir a possibilidade dos efeitos perversos de uma depreciação.”

Porém, o que preocupa os economistas é o movimento de reversão dos fluxos de capitais. Este pode ter conseqüências prejudiciais para a economia. Várias são estas influências, as quais acabam por levar a um colapso na produção nacional.

Uma primeira é que com a fuga de capitais as taxas de juros são levadas as alturas como modo de acalmar o movimento inicial. Esta medida desestimula os investimentos, os quais já estão deprimidos pela percepção de elevação dos riscos envolvidos. Ambos movimentos deprimem a economia.

Um segundo mecanismo pode ser apontado – a taxa de câmbio. Com a reversão dos fluxos de capitais, faz necessário uma desvalorização da moeda. A tentativa de o Banco Central impedir esta variação tem seus limites expressos no nível de reservas internacionais. Cabe lembrar que a manutenção de um grande volume de divisas pelo Banco Central, o qual é conseguido com a esterilização da economia, torna-se altamente custoso dado o diferencial da taxa de juros interno/externo.

Uma mudança no patamar do câmbio e dos juros nacionais tem várias implicações nos agentes econômicos. Em especial podemos discutir as conseqüências para os devedores indexados à moeda estrangeira. Ou seja, os bancos e as firmas nacionais nesta posição sofrem com a ampliação dos seus passivos, seja por meio de empréstimos em moeda estrangeira, seja por altas posições líquidas nos mercados de derivativos.

Desta forma, abre-se a possibilidade da quebra de um banco detentor de posições mais arriscadas. Este movimento inicial pode levar a uma crise bancária. Podemos apontar uma situação na qual não seria necessário um agente demasiadamente alavancado, mas o choque externo seria de tal maneira elevado que instituições financeiras passariam de uma posição normal a uma de insolvência. Assim, o sistema financeiro todo iria a bancarrota.

Da mesma maneira, uma descapitalização das firmas inibiria a produção na hipótese mais otimista, ou então geraria uma quebra no sistema produtivo nacional, da onde decorre uma elevação nas taxas de desemprego insustentável socialmente.

Uma situação de insolvência dos agentes microeconômicos agregada pode levar o país a uma situação similar. Sendo, então, importante a intervenção de autoridade supranacional, como o FMI ou o Banco Mundial, evitando uma crise mais profunda.

Com a abertura financeira e com as recentes crises nos países emergentes, o estudo das causas e dos modos nos quais a reversão dos fluxos de capitais ocorrem ganharam importância. Trabalhos recentes exploram vários mecanismos de surgimento e de transmissão das crises.

Alguns apontam para problemas nos fundamentos macroeconômicos. Podemos lembrar da presença de elevados déficits fiscais ou da gestão de políticas monetárias pouco transparentes. Porém, este caminho tem sido bem gerenciado pelos países emergentes no período recente. Observemos, por exemplo, o caso da crise da Ásia. Nesta os fundamentos estavam compatíveis com o tido como razoável.

Desta forma para uma análise mais adequada devemos buscar outras teorias sobre a origem das crises dos emergentes para a segunda metade dos anos noventa. Uma primeira visão (Caballero, 2000) aponta para: a) as fracas ligações com o sistema financeiro internacional e b) o ainda subdesenvolvimento do sistema financeiro nacional, particularmente para as pequenas e médias empresas.

O primeiro fator de indução de crises funciona simplesmente como uma restrição financeira, impedindo um maior volume de empréstimos por parte do setor público e privado. Estas limitações impõem barreiras ao financiamento da economia, o que significa o mesmo que impedir o crescimento econômico.

Assim, o não fortalecimento das ligações com o sistema financeiro internacional induz a uma volatilidade no nível de produção pelo seu lado real. Desta forma, ao invés de reduzir a propagação dos choques na economia, o fraco *link* impede a boa adaptação as novas situações.

Um exemplo deste mecanismo de propagação dos choques pode ser observado nas restrições orçamentárias das pequenas empresas na Argentina e das grandes no Chile. Com a elevada dificuldade de financiamento, os preços

das ações destas empresas se mostraram bastante voláteis e sensíveis a movimentos nas fontes de recursos da economia.

O segundo, o subdesenvolvimento do sistema financeiro nacional, aponta para a importância do mercado financeiro não só para estimular o investimento e o crescimento, mas também para agregar valor durante os momentos de problemas. Na presença de uma fraca ligação com o sistema financeiro internacional, o desenvolvimento financeiro afeta a habilidade e o incentivo de a economia emergente reter seu colateral internacional para intermediar o provento de recursos para as firmas que necessitam de fundo líquidos para obrigações fora do país. Por outro lado, o aprofundamento do mercado financeiro nacional com a elevação da alavancagem intensifica a sensibilidade aos choques externos.

As duas fontes de problemas, a fraca ligação e o subdesenvolvimento do sistema financeiro internacional, têm conseqüências na elevação da volatilidade da economia e na geração de externalidades negativas, as quais necessitam de intervenções com políticas. Caballero (2000) faz um estudo para a Argentina, México e Chile. Os pontos de interação em comum encontrados foram: a) o sistema cambial e a credibilidade da política monetária, b) os desequilíbrios fiscais, c) o sistema bancário frágil, d) o mercado de trabalho rígido, e e) o mandato inadequado – no sentido das contingências - do Banco Central. Todos estes pontos são passíveis de correção via políticas governamentais.

Cabe fazer uma menção especial aos pontos **a** e **e**, pois a credibilidade do sistema cambial é apontada por alguns especialistas como o fator de destaque na propagação das crises recentes. Um grande expositor desta visão é Guillermo Calvo, o qual advoga que o sistema ideal para as economias emergentes é fixo, sendo que no limite a dolarização da economia deve ser implementada.

No artigo de Calvo & Reinhart (1999), são apontadas algumas vantagens pelas quais chegaríamos a esta conclusão. Por exemplo, podemos citar o fato de as firmas e bancos possuírem grandes volumes de débitos de curto prazo denominados em moedas estrangeiras. Estes, freqüentemente, têm

um montante superior ao nível de reservas do Banco Central. Assim, com câmbio fixo a gestão financeira dos agentes torna-se mais adequada.

Um câmbio semi fixo, por outro lado, pode levar a problemas de risco moral e de confiança quanto a sustentação do sistema. Destaca, também, a grande importância da credibilidade e da construção de reputação por parte do Banco Central contra os ataques especulativos. Daí, então, a defesa de mandatos do Banco Central mais estáveis, bem como, a constância e transparência na condução da política monetária, confirmando a visão de Caballero (2000).

Um outro motivo para se chamar a atenção da dupla sistema cambial/credibilidade é o efeito possível de mudanças nas expectativas quanto a desvalorização da moeda nos fluxos líquidos de capitais. É claro que estamos lidando com países de uma substancial mobilidade de capitais, ou seja, dos países emergente na segunda metade da década de noventa. Assim, como veremos adiante uma mudança da esperança de mudança desta variável, seja ela baseada nos fundamentos da economia, seja ela originada em comportamentos imitativos, geram reversões dos fluxos de modo retroalimentador.

Discutidas as causas geradoras das crises nos países emergentes, cabe, então, pensar no porque de algumas oscilações irem além do previsto. Isto nos leva a pensar que a fuga de capitais obedece ao seguinte processo: “uma vez desencadeada a crise, o capital pode continuar a sair em função de algum processo de realimentação que leva a que choques nas expectativas de desvalorização tenham seus efeitos amplificados. De forma mais precisa, a severidade da fuga de capitais que se segue a uma crise cambial pode ser maior que o efeito inicial que o choque de expectativas gera.” (Licha, 2000: 3). Assim, a crise gera saídas líquidas de capitais ainda maiores tendo importância fundamental no aprofundamento dos efeitos adversos na economia em geral.

Para o estudo das amplificações das expectativas de desvalorizações nos movimentos de capitais, Licha (2000) adapta um modelo desenvolvido por Dosi, Ermoliev & Kaniovsky (1994), no qual supõe a existência de cascata informacional na formação de expectativas.

A presença de agentes com comportamento imitativo induz que os fluxos de capitais tenham memória longa e que os choques nas expectativas da

média e da volatilidade da taxa de desvalorização cambial alterem a estrutura de movimento dos capitais de forma permanente, o que explica a alta volatilidade dos fluxos de portfólio nos países emergentes.

A ligação com a credibilidade recorrentemente lembrada nos textos de Guillermo Calvo está em que se dependendo do sistema cambial adotado pelo país, as mudanças nas expectativas de variações cambiais são mais ou menos freqüentes. Deste modo, a implementação de um câmbio fixo é mais proveitoso, pois reduz a volatilidade dos fluxos de capitais, tanto pela mudança da função de movimento, quanto pelo impacto multiplicador das fugas. Já Caballero (2000) ressalta que esta opção deve ser implementada apenas quando existe um problema forte de falta de credibilidade, dado seu alto custo de manutenção frente a grandes fluxos líquidos de capitais.

Uma característica marcante das crises recentes nos países emergentes foram os mecanismos de propagação da ocorrência de problemas em um país para outros de características similares. Convencionou-se chamar este comportamento de contágio.

Podemos definir este conceito de várias maneiras. Numa concepção mais específica, sob a óptica da seleção ótima de um portfólio diversificado, temos seu efeito amplificado com o crescimento do mercado financeiro. A definição oferecida por Calvo & Mendoza (1999: 2) temos: *“a situation in which utility-maximizing investors choose not to pay for information that would be relevant for their portfolio decision – thereby making them susceptible to react to country-specific rumors – or in which investors optimally choose to mimic arbitrary market portfolios.”*⁶

Utilizando um arcabouço tradicional de seleção de portfólio de média/variância, podemos destacar o efeito da assimetria de informações, a qual produz equilíbrios múltiplos. Estes, por sua vez, geram incentivos para a intensificação dos contágios.

(6) “uma situação na qual investidores maximizadores de utilidade escolhem não pagar por uma informação que seria relevante para a tomada de decisão de portfólio – tornado-o suscetível a reagir aos rumores específicos ao país – ou na qual investidores fazem a escolha ótima imitando o portfólio de mercado.”

Podemos chegar então a duas conclusões básicas em relação ao efeito contágio e a globalização do mercado de capitais, segundo Calvo & Mendonça (1999):

–Primeiro, se existe um custo fixo de obtenção e processamento de informações de um país específico e regulações e/ou instituições restritivas, o ganho de utilidade por pagar pela informação diminui com o crescimento do número de países que estão disponíveis para a alocação do portfólio. Ao mesmo tempo, a sensibilidade das mudanças dos retornos relativos na alocação ótima aumenta com tamanho do mercado de capitais. Assim, o efeito contágio é mais intenso em mercados altamente globalizados.

–Quando os custos ou ganhos são variáveis dependendo do retorno médio do portfólio do agente em relação ao de mercado e o custo marginal é maior que o ganho marginal, surge uma situação de equilíbrios múltiplos na qual o investidor racional opta por imitar o comportamento do mercado. Assim, quando existe um rumor no mercado, não necessariamente fundamentado, todos os agentes seguem a manada (*follow the herd*). Deste modo, com o aprofundamento da globalização, o conjunto de equilíbrios se amplia com o crescimento do mercado.

A análise de Calvo & Mendonça (1999) chama a atenção para o fato de que as fricções informacionais por si só não produzem contágio. Este requer que estas imperfeições estejam em conjunto com restrições institucionais ou regulatórias nos mercados de capitais. Em ambas as situações acima, o aumento das restrições elevando os custos ou gerando desincentivos à coleta e processamento de informações, aumentam a volatilidade nos fluxos de capitais nos países emergentes.

Uma definição mais geral de contágio é oferecida por Edwards (2000: 5): “*those situation where the extent and magnitude to which a shock is transmitted internationally exceeds what was expected ex ante*”⁷. Cabe distinguir três mecanismos de transmissão de crises. O primeiro são as *monsoons*, as quais são propagações de repercussão global. O segundo tipo são

(7) “aquelas situações onde a extensão e a magnitude nos quais um choque é transmitido internacionalmente excede o que é esperado *ex ante*.”

os *spillovers*, os quais se referem aos efeitos gerados por e em países de fundamentos econômicos similares, por exemplo, os países emergentes. O terceiro mecanismo de transmissão é o contágio, o qual segue a definição citada acima. Desta maneira, ele não envolve nenhum dos dois anteriores e sim o elemento residual da soma dos demais, i.e., o elemento não esperado.

Edwards (2000) sugere um modelo simples de contágio:

$$x_{jt} = \alpha + \lambda y_{jt} + \beta g_{jt} + \gamma z_{kt} + \varepsilon_t \quad (1)$$

onde x é a variável em questão; y , g e z são vetores de variáveis domésticas (específicas de cada país), globais (comuns a todos) e os países relacionados (características similares), respectivamente. O α é a constante do modelo com γ , β e λ sendo os parâmetros e ε o erro aleatório. Deste modo, o contágio ocorrerá caso y , g e z não expliquem grande parte do comportamento de x .

Podemos apontar três formas para a presença de grandes desvios em (1). Uma primeira maneira é quando o mecanismo de transmissão sofre quebras estruturais, i.e., a equação de x sofre mudanças de especificações. Um segundo motivo é a existência de não linearidades na especificação real de x . Assim, quando ocorrem choques na economia as disparidades com a forma linear são amplificadas. Finalmente, a especificação da equação (1) está mal formulada na escolha das variáveis relevantes para uma adequada avaliação dos efeitos econômicos.

No primeiro grupo dos mecanismos de transmissão estão os modelos que fornecem equilíbrios múltiplos. Então, a mudança nas expectativas dos agentes quanto a uma variável resulta na passagem de um equilíbrio bom para um ruim. Com exemplo podemos citar o modelo adaptado por Licha (2000).

No caso da existência de não linearidades, os modelos dão ênfase à presença de custos de informação. Nestes ocorre o *comportamento em manada*, o qual é fruto de rumores na economia, como por exemplo em Calvo & Mendonça (1999).

No terceiro caso, o destaque objetiva a falta de liquidez (*liquidity squeezes*). O modelo trabalha com a transmissão de um efeito inicial de venda de títulos num determinado país, o qual é consequência de dificuldades em um outro similar. Assim, um país com fundamentos sadios sofreria as repercussões de um outro (Edwards, 2000).

Uma conclusão similar a este último grupo de modelos é argumentada por Calvo (1999). Neste, o autor construiu um modelo com dois tipos de agentes, os informados e os não informados. Os últimos extraem suas informações a partir de sinais dados pelos primeiros, o que não quer dizer que os sinais estejam corretamente escolhidos e/ou avaliados. Outrossim, os sinais de preços são observados mas menos importantes para os países emergentes, pois eles têm uma vida curta e apresentam grande volatilidade, os quais não possuem relação com os fundamentos econômicos. Desta maneira, com o aprofundamento da globalização financeira, o acesso maior aos mercados somado com a dificuldade ampliada de plena informação por todos os agentes eleva a possibilidade de *comportamentos em manada*.

O efeito contágio vem a ser a subestimação dos efeitos de um choque na economia. Os vários grupos de modelo destacam uma imperfeição peculiar do sistema econômico – informação assimétrica e risco, por exemplo – do processo de criação e transmissão das ocorrências adversas. Estas devem, deste modo, ser combatidas com políticas econômicas adequadas.

Uma menção deve ser feita a argumentação de alguns economistas em favor de controles de capitais para o combate da vulnerabilidade dos países emergentes aos choques.⁸ Um primeiro ponto a ser questionado é a efetividade desta política. Edwards (2000) avalia o caso do Chile nos vários casos de contágios recentes. A conclusão é que apesar da imposição de controles as variáveis macroeconômicas sofreram o impacto externo de maneira desfavorável. Desta forma, a imposição de restrições aos capitais criaria uma falsa impressão de segurança, o que pode levar, por exemplo, a comportamentos de alavancagem excessiva baseado numa expectativa econômica distorcida.

(8) Veja Stiglitz (1999), Portes (1998) e Eichengreen (1999).

Um segundo ponto sobre a implementação ou não dos controles de capitais é que estas restrições alteram a composição dos fluxos de capitais. Elas reduzem a participação das obrigações de curto prazo e dos investimentos de portfólio, ampliando a parcela de investimento direto externo. Porém, a imposição de restrições coloca em situação complicada as empresas e intermediários financeiros para a captação de recursos o funcionamento da economia. Coloca-se, então, um caráter planificador indesejável para o Estado (Calvo & Reinhart, 1999).

Para Calvo & Mendonça (1999) os controles de capitais não são bem vindos. Isto ocorre pois estes geram reduções dos ganhos de utilidade em se obter informações sobre os mercados, incentivando o *comportamento imitador*.

A política de restringir os fluxos de capitais gera uma contradição entre o curto e médio prazo com o longo. Se nos primeiros, uma restrição muda a composição dos fluxos em pró da maior maturidade e reduz os custos de esterilização da economia, os benefícios do último é deixado de lado. A opção estática implica em desincentivar o processo endógeno entre os *market makers* internacionais e a governança corporativa. Assim, esta sinergia é intensificada com a integração financeira: “*not only is good corporate governance needed to succeed on integration, but also integration may be an essential ingredient to achieve good corporate governance as well.*”⁹ (Caballero, 2000).

4 Os limites da globalização

Vimos que a globalização no corrente século tem por premissa a redução tarifária, instrumental das políticas comerciais. Entretanto, apesar dessa suposta liberalização, outras medidas têm sido adotadas com intuítos protecionistas, a saber, as “barreiras não tarifárias”, cujo exemplo típico são as ações anti-dumping. As diferenças entre as moedas e as flutuações cambiais desde o colapso de Bretton Woods também constituem-se motivos suficientes para obstarem comércio e investimentos. Estima-se que a adoção de uma moeda

(9) “não apenas é a boa governança corporativa necessária para acompanhar a integração, mas também a integração pode ser um ingrediente essencial para obter uma boa governança corporativa como tal.”

comum eleva em 3,5 vezes o comércio entre os países membros da Área Monetária (Frankel, 2000). Ademais, outros fatores ligados à questão geográfica podem ser apontados como limites à globalização:

- A distância¹⁰ constitui-se barreira ao comércio não somente por conta dos custos de transporte, mas porque se ampliam as barreiras informacionais. Frankel (2000) explica a aglomeração industrial numa região tomando por base esse argumento, enfatizando a importância de empresas estarem localmente unidas para troca de informações e negociações. Além disso, do ponto de vista dos preços a distância estimula a arbitragem no comércio de bens;

- Fatores lingüísticos e coloniais também obstam o comércio entre dois países. Duas nações que falam a mesma língua relacionam-se comercialmente 50% mais que duas outras estranhas (Frankel, 2000). No tocante a fatores coloniais, destaquemos a manutenção (ainda que inferior aos tempos coloniais pré-1960) de relações comerciais entre ex-colônias e ex-metrópoles.

- Os efeitos de acordos militares nas relações bilaterais também merecem consideração. Em geral, o comércio é maior entre países politicamente próximos.

- Blocos econômicos são os responsáveis pela regionalização do comércio, reforçando os laços entre seus membros. Entretanto, Nitsch (1997) afirma existirem resistências dentro da própria União Européia que prejudicam o comércio entre países culturalmente próximos.

5 As novas teorias do Comércio Internacional e seus efeitos sobre renda e produto nacionais

As clássicas teorias do comércio reportam-nos a Smith e Ricardo. Adam Smith preocupava-se com a divisão do trabalho enquanto mola propulsora da produtividade e Ricardo estendeu o conceito de comércio a países. Esse último cria fielmente na necessidade de especialização por parte de

(10) Frankel (2000) mostra que quando a distância entre dois países “aumenta” 1%, o comércio entre eles cai cerca de 0,7-1,0%. Dois países vizinhos comercializam 80% mais do que outros países similares.

cada país (teoria das vantagens comparativas) de modo a ter o valor de seu produto maximizado e combatia o protecionismo, pois esse engendrava importações mais caras e perdas para o consumidor. Vale dizermos que essas formulações teóricas deram a base para a Nova Teoria do Comércio Internacional, dotada de hipóteses mais realistas (concorrência imperfeita, retornos crescentes de escala e mudanças tecnológicas).

A Nova Teoria do Comércio Internacional abomina excessivo protecionismo, mas aceita subsídios para setores específicos da economia. Em geral, diz-nos o *mainstream* que apenas alguns grupos ganham com o protecionismo, enquanto que a globalização eleva o número de competidores operando na economia, reduzindo o poder monopólico e as distorções do poder corporativo (*lobby*) na arena política. Ademais, a Nova Teoria do Comércio advoga que uma elevada taxa de interação econômica acelera a absorção de fronteiras tecnológicas bem como difunde a inovação de produtos e processos. Na verdade, esses ganhos dinâmicos incrementam a competição no nível microeconômico, ampliam o tamanho do mercado e trazem novas formas de gestão empresarial.

Frankel (2000) comprova estatisticamente que a abertura conduz ao crescimento. O resultado estimado da liberalização na renda per capita varia positivamente de 0,3% a 3,0%. Para efeito de demonstração, consideremos 1.0%. Se a liberalização nos EUA cresceu 0,12% desde 1950, inferimos que a integração afetou (positivamente) a renda em 12%.

Comércio e investimentos promovem convergência e incrementam a distribuição de renda de países pobres, bastando nos mirarmos no crescimento extraordinário do Leste Asiático entre 1960 e 1990. O modelo de Heckscher-Ohlin-Samuelson da nova Teoria do Comércio diz-nos que ganham com o comércio os fatores abundantes e perdem os fatores escassos.

Isso significa afirmar que nos países pobres o comércio traz vantagens para os trabalhadores não qualificados, verificando-se a situação oposta para os países centrais. Na verdade, contesta-se essa tese de *dumping social* através da tecnologia (Lawrence, 1996). Ora, o gap salarial entre trabalhadores qualificados e não qualificados nos países centrais é meramente decorrência da

tecnologia, que demanda trabalhadores qualificados numa velocidade superior à oferta, e não do comércio com as nações pobres!

Além disso, destaquemos a elevação geral do padrão de vida dos países entre 1870 e 1995, refletida no aumento do Índice de Desenvolvimento Humano – composto por três indicadores básicos, a expectativa de vida, nível de instrução e renda -, o que vem corroborar os benefícios da integração econômica. Crafts (2000) demonstra a tendência de convergência (*catch up*) no longo prazo entre os índices das regiões. No decorrer do século XX também notam-se reduções na jornada de trabalho e a duplicação da expectativa de vida para os países da OCDE em relação a 1870 como pode ser observado na Tabela 2.

Tabela 2
Média ponderada do IDH por regiões

	1870	1913	1950	1995
América do Norte	0,462	0,729	0,864	0,945
Oeste Europeu	0,374	0,606	0,789	0,932
Leste Europeu		0,278	0,634	0,786
América Latina		0,236	0,442	0,802
Leste Asiático			0,306	0,746
China			0,159	0,65
Sul Asiático		0,055	0,166	0,449
África				0,435

Fonte: Crafts (2000).

Considerações finais

Certamente o processo de globalização tem avançado a passos largos nos últimos cinquenta anos. No século XIX esse fenômeno fez-se notório em decorrência da revolução dos transportes e comunicações, responsáveis em grande medida pela integração dos mercados. Durante o período entre guerras (1914-1944), todavia, os países fecharam-se acometidos por uma febre de protecionismo - cuja expressão máxima encontrou-se na promulgação da tarifa Smoot Hawley pelo Congresso americano nos anos trinta – engendrada pela

Grande Depressão. Diante disso, cumpre-nos indagar de que forma mundo saiu desse retrocesso no processo de integração e atingiu níveis de interdependência significativos.

Ora, através de uma nova institucionalidade criada no pós-Guerra – cujos principais atores foram o FMI e o GATT - no bojo de Bretton Woods, foi possível a retomada do ritmo de integração econômica (comercial e financeira) perdido em 1914. Durante a primeira Guerra, as tarifas giravam em torno de 20% e em 1950 esse valor persistia, acompanhado por controles quantitativos, cambiais e restrições de moeda. Todavia, o GATT ajudou na redução de tarifas para menos de 5 pontos e além disso os controles anteriormente citados foram progressivamente eliminados.

Quais os efeitos benéficos de tal aprofundamento da integração econômica dos países? Além do crescimento e convergência da renda nacional (tomemos como principal exemplo o caso dos países do Leste da Ásia), os indicadores sociais, cuja expressão síntese é o IDH, elevaram-se em todos os países, expressando melhoria da qualidade de vida trazida pelo advento da liberalização comercial. Contribuiu para este aumento do bem estar, também, a nova perspectiva de política econômica do FMI.

Um outro ganho da globalização pode ser verificado com relação aos efeitos do investimento direto externo. São eles: redução dos riscos por parte dos detentores de capital, transferência de tecnologia, treinamento e qualificação advindos da instalação das filiais, bem como a disseminação da *corporate governance*, e possibilidade de se elevar receita tributária do governo hospedeiro.

Quanto ao aumento da vulnerabilidade gerada pelo início da liberalização financeira, podemos reduzir seu impacto a partir de políticas macroeconômicas críveis e transparentes, atração de investimento direto e da abertura comercial. Assim, é possível imaginar uma curva de vulnerabilidade na forma inversa de U, ou seja, os ganhos se elevam à medida que a globalização se aprofunda e os alicerces são consolidados, com o transcorrer do tempo.

Bibliografia

- ANINAT, Eduardo. *Making globalization work for all*. German Foundation for International Development, 2000.
- BASLE & IOSCO. *Recommendations for public disclosure of trading and derivatives activities of bank and securities firms*. Basileia, 1999.
- CABALLERO, R. *Macroeconomic volatility in Latinamerica: a view and three case studies*. LACEA, 2000.
- CALVO, G. *Contagion in emerging markets: when wall street is a carrier*. 1999. Available from Internet: <www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm>.
- _____, MENDONZA, E. *Rational contagion and the globalization of securities markets*. 1999. (NBER Working Paper).
- _____, REINHART, C. Capital flow reversals, the exchange rate debate, and dollarization. *Finance & Development*, 1999.
- CANUTO, O., LIMA, G. Desdobramentos da globalização financeira: regulação substantiva e procedimental. *Revista Brasileira de Economia*, 1999. (no prelo).
- CAVALLARI, M. *A regulação do mercado de derivativos no Brasil*. São Paulo: Fundação de Amparo a Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP), 2000. (Mimeogr.).
- CECCHETTI, S. *The future of financial intermediation and regulation: an overview*. New York: Federal Reserve Bank, 1999. (Current Issues in Economics and Finance).
- CRAFTS, N. *Globalization and growth in the twentieth century*. 2000. (IMF Working Paper).
- DALE, R. *Risk and regulation in global securities markets*. New York: John Wiley & Sons, 1996.
- DOSI, G., ERMOLIEV, Y., KANIOVSKI, Y. Generalized urn schemes and technological dynamics. *Journal of Mathematical Economics*, v. 23, 1994.
- EDWARDS, S. *Contagion*. 2000. (NBER Working Paper).
- EICHENGREEN, B et al. *Is globalization today really different than globalization a hundred years ago?* 1999. (NBER Working Paper).
- _____. *Toward a new international financial architecture*. Institute for International Economics, 1999.

- FELDSTEIN, M. *Aspects of global economic integration: outlook for the future*. 2000. (NBER Working Paper).
- FRANKEL, J. *Globalization of the economy*. 2000. (NBER Working Paper).
- GREENSPAN, Alan. *Annual Monetary Policy Forum*. Suécia, 1995.
- KRUGMAN, P. *Crises: the price of globalization?* 2000. (NBER Working Paper).
- LAWRENCE, R. *Single world divided nations?* International trade and OECD labor markets. Paris: OECD, 1996.
- LICHA, A. Volatilidade de capitais de curto prazo em países emergentes. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 2000. *Anais...* ANPEC, 2000.
- MANKIW, J. *Macroeconomics*. 4th ed. Worth Publishing, 1999.
- MISHKIN, F. *Prudential supervision: why is it important and what are the issues?* 2000. (NBER Working Paper).
- MUSSA, M. *Factors driving global economic integration*. Federal Reserve of Kansas, 2000.
- OECD. *Globalization and linkages: macrostructural challenges and opportunities*. Paris, 1997.
- STIGLITZ, J. *Bleak growth prospects for the developing world*. International Herald Tribune, 1999.