

THIAGO CALLADO KOBAYASHI

**VOLATILIDADE DA CONTA FINANCEIRA DO BALANÇO DE
PAGAMENTOS: OS CASOS DO BRASIL, MÉXICO, ARGENTINA E
CHILE**

**Uberlândia, MG
Instituto de Economia / UFU
2008**

THIAGO CALLADO KOBAYASHI

**VOLATILIDADE DA CONTA FINANCEIRA DO BALANÇO DE
PAGAMENTOS: OS CASOS DO BRASIL, MÉXICO, ARGENTINA E
CHILE**

Dissertação apresentada ao curso de mestrado do
Instituto de Economia da Universidade Federal de
Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do Título
de Mestre em Economia.

Orientadora: Prof^a Dr^a Vanessa Petrelli Corrêa

**Uberlândia, MG
Instituto de Economia / UFU
2008**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

- K75v Kobayashi, Thiago Callado, 1981-
Volatilidade da conta financeira do balanço de pagamentos: os casos do Brasil, México, Argentina e Chile / Thiago Callado Kobayashi . - 2008.
173 f. : il.
- Orientadora: Vanessa Petrelli Corrêa.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em Economia.
Inclui bibliografia.
1. Economia - América Latina - Teses. 2. Fluxo de capitais - América Latina - Teses. 3. Finanças - América Latina - Teses. 4. Balanço de pagamentos - Teses. I. Corrêa, Vanessa Petrelli. II. Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Economia. III. Título.

CDU: 330(8=6)

Elaborada pelo Sistema de Bibliotecas da UFU / Setor de Catalogação e Classificação

THIAGO CALLADO KOBAYASHI

**VOLATILIDADE DA CONTA FINANCEIRA DO BALANÇO DE
PAGAMENTOS: OS CASOS DO BRASIL, MÉXICO, ARGENTINA E
CHILE**

Dissertação apresentada ao curso de mestrado do
Instituto de Economia da Universidade Federal de
Uberlândia, como requisito parcial à obtenção do Título
de Mestre em Economia.

Banca Examinadora:

Uberlândia, de de 2008

Prof^a Dr^a Vanessa Petrelli Corrêa - UFU
(orientador)

Prof. Dr. Henrique Dantas Neder - UFU
(examinador)

Prof. Dr. Vitor Alberto Matos - UNIARAXA
(examinador)

AGRADECIMENTOS

Foram poucos os espaços públicos que tive para agradecer às pessoas que me ajudaram na minha caminhada. Sendo assim, quero aqui agradecer a todos que estiveram presentes na minha vida, àqueles que já passaram e os que continuam. Todos contribuíram para a formação da pessoa que sou hoje (sendo todos eximidos dos eventuais erros!).

Para a confecção dessa dissertação, especificamente, gostaria de agradecer (novamente todos eximidos dos eventuais erros!):

Minha Família: Pai, Mãe, Irmã, Tias, Primos e Avó. Não dá para deixar ninguém de fora.

Minha namorada: Luísa Todeschini Pereira Oliveira, por tudo!

Meus amigos em geral e, especialmente, os que contribuíram diretamente nessa dissertação: Samantha, Ana Carla, Humberto e Henrique. Com esse último tenho uma dívida imensurável.

Ao Amigo José Manuel de Silos Cruz, desculpe as desistências nessas primeiras viagens. Outras virão!

Aos professores Vanessa Petrelli e Henrique Neder, sempre dispostos a ajudar. Aos professores membros das bancas Aderbal Damasceno e Vitor Alberto Matos. E ao Professor Vitorino pelo incentivo.

À Faculdade de Ciências Integradas do Pontal (FACIP)

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS, FIGURAS E GRÁFICOS	8
RESUMO	9
ABSTRACT	10
INTRODUÇÃO	11
OBJETIVOS 16	
<i>Objetivo Geral</i>	<i>16</i>
<i>Objetivos Específicos.....</i>	<i>16</i>
CAPÍTULO 1 – VULNERABILIDADE FINANCEIRA E ALGUMAS INTERPRETAÇÕES DE SEUS DETERMINANTES.....	17
1.1. O MODELO ORTODOXO E AS TRÊS GERAÇÕES DE CRISES CAMBIAIS 19	
<i>1.1.1. O modelo neoclássico de equilíbrio geral e o papel da moeda.....</i>	<i>19</i>
<i>1.1.2. Crises Cambiais de Primeira Geração.....</i>	<i>24</i>
<i>1.1.3. Crises Cambiais de Segunda Geração.....</i>	<i>26</i>
<i>1.1.4. Crises Cambiais de Terceira Geração</i>	<i>32</i>
1.1.4.1. Globalização financeira e assimetria de informação – Mishkin (2005).....	35
1.1.4.2. Inflação de ativos e assimetria de informação – Krugman (1998).....	39
1.2. ECONOMIA MONETÁRIA DA PRODUÇÃO E ESPECULAÇÃO 41	
<i>1.2.1. Moeda, rentismo e especulação</i>	<i>42</i>
<i>1.2.2. Evidência empírica da especulação – uma interpretação keynesiana para o caso do Brasil.....</i>	<i>50</i>
1.3. SÍNTESE E CONCLUSÕES 53	
CAPÍTULO 2 – ABERTURA FINANCEIRA DOS PAÍSES PERIFÉRICOS – ARGENTINA, BRASIL, CHILE E MÉXICO.....	55
2.1. AJUSTE DOS PAÍSES PERIFÉRICOS E FLUXOS DE CAPITAIS NO INÍCIO DOS ANOS 1990 56	
2.2. O CASO ARGENTINO 61	
2.2.1. <i>Primeira abertura (1976 a 1983)</i>	<i>61</i>
2.2.2. <i>A segunda abertura (a partir de 1989)</i>	<i>66</i>
2.3. O CASO BRASILEIRO 74	
2.4. O CASO MEXICANO 84	
2.5. O CASO CHILENO 92	
2.6. SÍNTESE E CONCLUSÕES 102	
CAPÍTULO 3 – INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM CARTEIRA E OUTROS INVESTIMENTOS DE ESTRANGEIROS DOS PAÍSES SELECIONADOS – UMA ANÁLISE DE SUA VOLATILIDADE E INTER-RELAÇÕES	106
3.1. VOLATILIDADE DA CONTA FINANCEIRA NO PERÍODO COM CÂMBIO ADMINISTRADO E COM CÂMBIO FLUTUANTE 109	
3.1.1. <i>O caso brasileiro.....</i>	<i>110</i>
3.1.2. <i>O caso Argentino.....</i>	<i>118</i>
3.1.3. <i>O caso chileno</i>	<i>125</i>
3.1.4. <i>O caso mexicano</i>	<i>129</i>
3.2. FLUXOS FINANCEIROS EXTERNOS E SUA INTER-RELAÇÃO COM VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS: UMA ANÁLISE DE IMPACTOS POR MEIO DA METODOLOGIA VAR (VETOR AUTO-REGRESSIVO) 136	
3.2.1. <i>Séries temporais e modelagem VAR (vetor auto-regressivo).....</i>	<i>139</i>
3.2.1.1. <i>Testes de Estacionariedade</i>	<i>140</i>
3.2.1.2. <i>Vetores Auto-Regressivos.....</i>	<i>144</i>
3.2.1.3. <i>Decomposição de Variância e Função de Impulso-Resposta</i>	<i>146</i>
3.2.2. <i>Variáveis e Dados.....</i>	<i>149</i>
3.2.3. <i>Resultados.....</i>	<i>150</i>
3.2.3.1. <i>O caso argentino</i>	<i>151</i>

3.2.3.2. O caso mexicano	154
3.3. SÍNTESE E CONCLUSÕES 158	
CONSIDERAÇÕES FINAIS	162
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	166
ANEXO I	172
ANEXO II	173
ANEXO III	174

LISTA DE TABELAS, FIGURAS E GRÁFICOS

Tabela 1 – Indicadores Macroeconômicos - Argentina (1976 - 1983)	63
Tabela 2 – Balanço de pagamentos - Argentina (1976-1983) em US\$ milhões	64
Tabela 3 – Endividamento externo argentino (1976-1983) em US\$ milhões	65
Tabela 4 – Volatilidade da Conta Financeira Brasileira – primeiro nível de abertura	111
Tabela 5 – Volatilidade da Conta Financeira Brasileira – segundo nível de abertura	113
Tabela 6 – Volatilidade da Conta Financeira Argentina – primeiro nível de abertura	120
Tabela 7 – Volatilidade da Conta Financeira Argentina – segundo nível de abertura	122
Tabela 8 – Volatilidade da Conta Financeira Chilena – primeiro nível de abertura	127
Tabela 9 – Volatilidade da Conta Financeira Chilena – segundo nível de abertura	128
Tabela 10 – Volatilidade da Conta Financeira Mexicana – primeiro nível de abertura	131
Tabela 11 – Volatilidade da Conta Financeira Mexicana – segundo nível de abertura	132
Tabela 12 – Variáveis Utilizadas	150
Tabela 13 – Testes de Raiz Unitária – ADF e PP – Argentina: Q1 1998 a Q4 2007	151
Tabela 14 – Ordem de defasagem do VAR para o Argentina: Q1 1998 a Q4 2007	152
Tabela 15 – Decomposição de Variância para o Argentina: Q1 1998 a Q4 2007	153
Tabela 16 – Testes de Raiz Unitária – ADF e PP – México: Q1 1998 a Q4 2007	155
Tabela 17 – Ordem de defasagem do VAR para o México: Q1 1998 a Q4 2007	156
Tabela 18 – Decomposição de Variância para o México: Q1 1998 a Q4 2007	156
Figura 1 – Função de Impulso (todas variáveis)–Resposta (OIP e ICP) para a Argentina	154
Figura 2 – Função de Impulso (todas variáveis) – Resposta (OIP e ICP) para o México	158
Gráfico 1 – Fuga de Capitais e Dívida Externa Argentina (1970 a 1998)	66
Gráfico 2 – Conta Financeira Brasileira – Q1 1995 a Q4 2007	110
Gráfico 3 – Investimento em Carteira Passivo – Brasil Q1 1995 a Q4 2007	115
Gráfico 4 – Outros Investimentos Passivo – Brasil Q1 1995 a Q4 2007	116
Gráfico 5 – Outros Investimentos Ativo – Brasil Q1 1995 a Q4 2007	117
Gráfico 6 – Conta Financeira Argentina – Q1 1991 a Q4 2007	118
Gráfico 7 – Investimento em Carteira Passivo – Argentina Q1 1994 a Q4 2007	123
Gráfico 8 – Outros Investimentos Passivo – Argentina Q1 1994 a Q4 2007	124
Gráfico 9 – Outros Investimentos Ativo – Argentina Q1 1994 a Q4 2007	125
Gráfico 10 – Conta Financeira Chilena – Q1 1993 a Q4 2007	126
Gráfico 11 – Conta Financeira Mexicana – Q1 1989 a Q4 2007	130
Gráfico 12 – Outros Investimentos Passivo – México Q1 1989 a Q4 2007	134
Gráfico 13 – Investimento em Carteira Passivo – México Q1 1989 a Q4 2007	134
Gráfico 14 – Outros Investimentos Ativo – México Q1 1989 a Q4 2007	135

RESUMO

O propósito central deste estudo é analisar o comportamento da Conta Financeira do balanço de pagamentos do Brasil, México, Argentina e Chile. O objetivo específico é levantar quais são os fluxos de capitais mais voláteis dessas Contas Financeiras no período de câmbio administrado e no período de câmbio flexível. Além disso, busca-se a inter-relação desses fluxos com variáveis macroeconômicas internas e semelhanças e disparidades entre as experiências de cada país. Para tanto, partiu-se da concepção econômica pós-keynesiana, onde parte dos fluxos de capitais respondem às dinâmicas especulativas e expectacionais, pois trabalham em um mundo não ergódico, onde há incerteza quanto ao futuro e a moeda não é neutra, exercendo influência sobre variáveis reais. Dessa forma, é pesquisada a abertura financeira de cada país estudado, pois evidentemente quanto mais aberta financeiramente uma economia, mais propensa à recepção de fluxos especulativos ela será. Por fim, foi realizado um estudo de volatilidade para identificar quais sub-contas da Conta Financeira de cada país são as mais voláteis e como elas se comportaram em diferentes experiências cambiais. O resultado empírico indicou que há grande similaridade entre as experiências brasileira, mexicana e argentina, pois constatou que as sub-contas de Títulos de Renda Fixa adquiridos por estrangeiros, Empréstimo e Financiamentos de estrangeiros e Moeda e Depósito de nacionais foram os principais elementos de volatilidade da Conta Financeira. Ademais, demonstrou-se que esses fluxos financeiros têm uma dinâmica especulativa e expectacional prejudicial em momentos de instabilidade. A exceção ficou marcada pela experiência chilena, tanto na sua abertura financeira quanto no resultado empírico, sendo fonte de futuros estudos.

PALAVRAS-CHAVE

Pós-Keynesianos, especulação, volatilidade, Fluxos de Capitais, Conta Financeira.

ABSTRACT

The main purpose of this essay is to analyze the Financial Account movement of Brazilian, Mexican, Argentinean and Chilean Balance of Payments. The specific objective is to find which financial flows are most volatile during the administrative and flexible exchange rate periods. Moreover, the thesis intends to look for the inter relation between these flows and domestic macroeconomic variables, focusing on the similarities and disparities between each country experience. To accomplish this, it was based on Post Keynesian theory. Within this perspective, some capital flows are resulting from speculative and expectational dynamics because of the non-ergodic world, where there is uncertainty about the future and money is non neutral, impacting on real variables. In this way, it is researched the financial openness process of each country analyzed, since it is obviously that the financial integration contributes to speculative flows reception propensity. Finally, it was realized a volatility study to identify which Financial sub accounts are the most volatile in each country and how are the flows movements in different exchanges rate experiences. The empirical results indicated a huge similarity between the Brazilian, Mexican and Argentinean experiences. In these countries the main volatility elements are Foreign Debt Securities, Foreign Loans and Financing and Domestic Money and Deposits. In addition, it was showed that these financial flows have speculative dynamics that are susceptible to damage during instability periods. The exception was the Chilean experience, both in financial openness process and empirical results. This last finding can be considered a resource to future researches.

KEY WORDS

Post Keynesian theory, speculation, volatility, capital flows, financial account.

INTRODUÇÃO

O fim do acordo de Bretton Woods marcou o fim do período de ouro do capitalismo. A queda das paridades cambiais fixas, os seqüentes aumentos do preço do petróleo, o aumento da taxa de juros norte americana e a conseqüente explosão da crise da dívida latino americana foram fatos importantes da década de 1970 que indicaram o fim da antiga forma de regulação do capitalismo mundial.

O cenário que nasce aí é nomeado de diferentes formas: ditadura do capital financeiro, financeirização, mundialização do capital, entre outras. O ponto comum entre todas elas está na exacerbação da acumulação financeira, obtida através do mercado de capitais. Isso é explicado, porém, de diferentes maneiras. Enquanto alguns autores, como Wallerstein (2003), afirmam que o direcionamento dos capitais da esfera produtiva para a esfera financeira acontece por conta de impossibilidade de ocorrerem maiores investimentos na esfera produtiva, já que esta se encontra saturada, outros, como visto em Garlipp (2004), demonstram que essa busca é imanente ao capital, na medida em que este busca uma valorização incessante.

O fato incontestado por todos, no entanto, é que os fluxos financeiros aumentaram enormemente, estão apoiados em uma crescente tecnologia da informação e em diversas inovações financeiras e tornaram-se incrivelmente voláteis. A marca desse processo de mudança foi a proeminência dos títulos de dívida, utilizados tanto para o financiamento das atividades produtivas como para “position-making” dos bancos privados.

Na esteira desse processo, os países latino americanos adotaram políticas de abertura da Conta Financeira do balanço de pagamentos¹. O caso brasileiro não foi diferente, porém realizado tardiamente, uma vez que experiências precedentes foram observadas na Argentina e Chile no final da década de 1970.

A abertura da Conta Financeira no Brasil se realiza preponderantemente na década de 1990. Através da introdução de novas diretrizes para a criação do mercado de taxas de câmbio flutuantes e a desfiguração da conta CC5 (SICSÚ, 2007), há um incentivo pela busca de capitais estrangeiros para a economia brasileira. É através dessa política

¹ Sob a orientação metodológica da quinta edição do Manual de Balanço de Pagamentos do FMI, em 2001 introduzem-se diferenças entre a conta de capitais e a conta financeira no Brasil

juntamente com as tentativas frustradas de estabilização da década de 1980 que é conformado o Plano Real para a estabilização da inflação brasileira.

Desta forma, tendo como ponto central da política econômica o fluxo financeiro internacional, o Brasil articula sua relação com a financeirização da economia mundial. Tenta tirar proveito do aumento dos fluxos financeiros através da estabilidade macroeconômica, da busca da redução do Risco País e do aumento da taxa de juros internas. Enfim, tenta tornar-se um país crível ao mercado.

No entanto, a utilização de fluxos financeiros voláteis e especulativos para financiar o déficit do balanço de pagamentos gerou perigosos passivos para a economia brasileira, magnificados no incrível aumento da dívida pública e na perda de autonomia da taxa de juros interna, principalmente em momentos de crise onde há maior fuga de capitais. Assim, a lição observada no caso brasileiro durante o período do presidente Fernando Henrique Cardoso foi que a adoção de certos fluxos financeiros externos para financiar uma economia com moeda fraca pode gerar riscos para país como um todo.

Sob essa perspectiva, faz-se necessário trazer à baila considerações preliminares sobre a dinâmica dos fluxos de capitais, uma vez que estes aumentaram enormemente sua importância na economia mundial e foram privilegiados pelo processo de abertura da conta de capitais em diversos países da América Latina.

Não é de agora a ocorrência de movimentos cíclicos desses fluxos, ainda que essa tendência tenha se acentuado nos últimos anos. Na década de 1980, a crise da dívida latino americana teve como ponto central o movimento de empréstimos dos bancos situados nos países centrais, que em um primeiro momento pode-se dizer que “forçaram” os empréstimos, porém, quando houve o aumento abrupto das taxas de juros norte americanas, eles foram fortemente retraídos.

Diferentemente, os fluxos financeiros encaminhados para a América Latina a partir de fins da década de 1980 estão apoiados principalmente nos IEDs, nos ativos de empresas nacionais (privatizações) e nos títulos de dívida pública, nascidos do processo de securitização pós crise da dívida. Além disso, as inovações financeiras proporcionadas pela evolução das tecnologias de informação, abriram novos canais de atuação para a especulação (dentro dos mercados futuros, swaps e opções).

“A proeminência do mercado internacional de capitais, vis-à-vis o de crédito bancário, está associada ao processo de securitização das dívidas, em curso desde os anos 80. Contudo, no caso dos países emergentes do Leste Asiático, na primeira metade dos anos 90 os empréstimos bancários constituíram a principal fonte de financiamento, tendo desempenhado um papel central no ciclo de endividamento externo subjacente à crise de 1997/98. Já no caso dos países latino-americanos, o endividamento mediante emissões de títulos de dívida predomina desde a sua reinserção no mercado financeiro internacional no início dos anos 90” (PRATES e FARHI, 2004: 8).

Junto a essa mudança, observa-se também a participação de outros atores que não exerciam influência nos períodos regressos. Os fundos de pensão, fundos de investimento e companhias seguradoras passam a administrar enormes quantidades de recursos, sendo, portanto, potenciais credores dos ativos emitidos pelos países latino americanos. A consequência disso é a existência de diversos tipos de credores, que vão muito além dos bancos que exerceram influência nos anos 70.

Assim, a dinâmica cíclica inerente ao fluxo financeiro, especialmente para os países da América Latina, é realçada pelas novas características surgidas do processo de financeirização da economia mundial. Isso acontece tendo sempre como referencia a política monetária dos países centrais, em especial dos EUA. De forma geral: os fluxos financeiros (principalmente os mais voláteis, isto é, excluindo os IEDs), quando das baixas taxas de juros nos países centrais, passam a buscar mercados mais arriscados. Estes são atingidos por uma euforia de liquidez que atua sobre diversos preços da economia, em especial os ativos financeiros e o câmbio. As políticas econômicas nacionais que buscam a estabilidade monetária, conjugada com as “reformas estruturais”, somam-se aos fatores que motivam a liquidez dos países com moeda fraca. O Risco País cai enquanto os preços dos ativos inflam. O momento de reversão é incerto, porém as condições para tanto já estão criadas, uma vez que operações de maior risco como “carry trades” ou operações em mercados de derivativos estão em práticas. Aumenta a percepção ao risco e a preocupação dos agentes envolvidos. Uma fagulha, como o anúncio do aumento da inflação nos EUA ou o aumento da sua taxa de juros, faz com que os agentes antes dispersos em diversos mercados “emergentes” voem direto para países sem risco (Fly to quality), acarretando sérias crises no balanço de pagamentos de diversos países (efeito contágio). Ao mesmo tempo, há uma deflação do preço dos ativos, já que todos agora querem vendê-los para adquirir títulos de dívida seguros, como dos EUA.

Desta forma, enquanto as percepções dos agentes estiverem dispersas os riscos do “efeito manada” são reduzidos, porém quando as percepções são coordenadas em uma direção isso se torna inevitável.

“À medida que o ciclo de liquidez se estendia no tempo e se aprofundava, a cautela tanto dos investidores internacionais de capitais quanto dos tomadores de empréstimos das economias emergentes ia se reduzindo, dando origem a operações cada vez mais alavancadas e a descasamentos de divisas mais acentuados. Tudo se passou como se os agentes estivessem convencidos que as novas condições financeiras internacionais iriam resultar em ininterruptos fluxos financeiros para as economias emergentes. Ou dito de outra maneira, da mesma forma que a crença na existência de uma “nova economia” insuflou a bolha especulativa nas ações de alta tecnologia, a crença nos efeitos benéficos da globalização financeira também insuflou uma bolha especulativa nos ativos das economias emergentes” (PRATES e FARHI, 2004: 4).

Do exposto, fica patente a característica volátil dos fluxos financeiros encaminhados para a América Latina. À parte os IEDs², o restante dos fluxos é fortemente influenciado pelos movimentos cíclicos estilizados acima. Tanto a liquidez como a retração dependem, fundamentalmente, das variáveis dos países com moeda forte e das expectativas dos investidores. Os chamados “fundamentos” das economias latino americanas, tão caras a ortodoxia, têm importância secundária dentro desse processo.

As crises financeiras observadas ao longo da década de 90 trouxeram novos componentes ao mecanismo estilizado acima. Além do movimento cíclico já tratado, soma-se agora uma dinâmica de “feast or famine” (abundância ou escassez), onde “ciclos de liquidez de curta duração alternaram-se com períodos de virtual fechamento do acesso dos emissores dos países emergentes ao mercado financeiro internacional” (PRATES e FARHI, 2004: 8). Isso afirma a existência de ciclos de liquidez curtos em meio a ciclos longos, isto é, há movimentos de liquidez de curta duração, mas que não chegam a manifestar uma crise financeira, associada à elevada fuga de capitais e crises na balança de pagamentos.

Outro componente é a discriminação, por parte dos investidores, dos mercados de títulos de dívidas dos países emergentes, tanto em comparação com outros mercados, como entre os próprios emergentes. Daí a formação dos Fundos Dedicados a Países Periféricos e a adoção de mecanismos de alerta especiais para estes mercados, como sistemas Value at

² Não é objeto aqui a atual discussão sobre as reais características do Investimento Externo Direto, mas é interessante o questionamento sobre sua estabilidade, uma vez que suas conexões podem não ser tão estáveis, como, por exemplo, as remessas de lucros (GRIFFITH-JONES, 2003: 2).

Risk, “que induz os investidores a cancelar suas posições nesses mercados para reduzir a volatilidade geral do seu portfólio, acentuando a instabilidade do acesso ao mercado” (PRATES e FARHI, 2004: 9).

No entanto, tais restrições não atingem uniformemente os países periféricos, pois há uma diferenciação através da posição em que se encontra o país “no espectro de ratings de crédito”. Isso se dá a partir das classificações de agências estrangeiras sobre os países periféricos mais confiáveis para serem investidos, os “investment grade”, e os menos, “speculative grade” e “default grade”. Disso, desprende-se que os países com maior risco são obrigados a oferecer spreads mais elevados como contrapartida de sua situação.

Em síntese, à dinâmica cíclica dos fluxos de capitais são acrescentados fatores, oriundos das seguidas crises financeiras da década de 90, que tornam os fluxos direcionados aos países periféricos ainda mais voláteis, principalmente quando nos referimos aos países sem grau de investimento.

Outra questão subjacente às crises financeiras da década de 90, principalmente depois da crise asiática em 1997, é a diminuição do fluxo de capitais para os países periféricos. Entre as explicações para tanto se ressalta: ainda que não tanto direcionados para a América Latina, houve grande diminuição dos empréstimos bancários para países periféricos; diminuição relativa das empresas a serem privatizadas, uma vez que boa parte já foi; atuação pró cíclica dos fluxos financeiros, excluindo os IEDs; e aumento da volatilidade dos próprios IEDs.

“In the early 21st century, the situation has changed very drastically. Firstly, and very importantly, capital flows going to all categories of developing countries have fallen very sharply since the Asian crisis, with net flows to emerging markets becoming zero or very low (though 2003 does see some limited growth). There are important indications that at least in part (and possibly a significant part), this sharp decline is due to structural changes, which will not change easily, such as the fact that banks have crossed the border and will substitute foreign for domestic lending, and that there are not many “sufficiently large” companies left for equity investors to buy in developing countries. To the extent that these flows are determined by cyclical factors, an important question is – how long is the relevant cycle?” (GRIFFITH-JONES, 2003: 1)

Assim, frente à constatação de que os fluxos de capitais diminuíram de forma geral para os países periféricos, e de forma específica tornaram-se mais voláteis para os latino americanos, duas questões se impõem: a dinâmica da volatilidade dos fluxos de capitais é

similar entre os países latino americanos? E a inter-relação desses fluxos financeiros com as variáveis macroeconômicas nacionais se dá de forma semelhante entre estes países?

O intuito da presente pesquisa, portanto, é comparar a volatilidade dos fluxos de capitais para México, Chile, Brasil e Argentina. Tendo como ponto de partida a diferença evidente entre os países e a dinâmica cíclica e volátil dos fluxos de capitais, já pincelada nas páginas acima, pretende-se verificar como se comportaram os fluxos de capitais para economias similares à brasileira, seguindo a linha de pesquisa indicada por Biage e Corrêa (2007) e Biage, Corrêa e Neder (2006). Desta forma, no próximo capítulo será tratada a posição do especulador na teoria econômica, uma vez que partimos do pressuposto que parte da volatilidade está associada a especulação. No segundo capítulo buscar-se-á uma revisão da abertura econômico-financeira dos países trabalhados, buscando a comparação entre o nível de abertura das respectivas Contas Financeiras do balanço de pagamentos. E no terceiro capítulo será realizado o trabalho empírico para buscar as contas mais voláteis das Contas Financeiras, e sua inter-relação com variáveis macroeconômicas internas.

OBJETIVOS

Objetivo Geral

Analisar a volatilidade das principais contas componentes da Conta Financeira dos balanços de pagamentos do Brasil, da Argentina, do México e do Chile.

Objetivos Específicos

- Levantar os fluxos mais voláteis das contas financeiras dos respectivos países em períodos distintos.
- Verificar se houve diferença na dinâmica dos dois períodos.
- Efetuar comparações entre a dinâmica de volatilidade dos fluxos nos diferentes países analisados e a inter-relação dos fluxos financeiros externos com variáveis macroeconômicas nacionais.

CAPÍTULO 1 – VULNERABILIDADE FINANCEIRA E ALGUMAS INTERPRETAÇÕES DE SEUS DETERMINANTES

O estudo da vulnerabilidade externa dos países é uma forma de mostrar a situação do país em relação aos seus ativos e passivos com o exterior. A situação de vulnerabilidade indicaria que o país não teria a cobertura considerada “suficiente” para cobrir eventuais dificuldades de pagamentos em moeda estrangeira. Quanto maior a vulnerabilidade maior seria o risco a ser enfrentado por potenciais credores em se dirigir a comprar ativos deste país. Ou seja, o cálculo de vulnerabilidade pode servir como um indicador para a captação de recursos do exterior. Isto gera um duplo aspecto: i) quanto mais vulnerável for considerado o país, maiores deveriam ser as taxas de juros oferecidas para os capitais comprarem ativos desse país e ii) quanto mais vulnerável, mais rapidamente se engendra uma fuga de recursos nos momentos de reversão de expectativas. Ou seja, quanto mais vulnerável, mais propenso a crises financeiras estaria o país. Neste sentido, a questão de como se medir a vulnerabilidade é importante – tanto para credores quanto para devedores. No entanto, aspecto a salientar é a de que seria fundamental analisar quais seriam as principais causas que geraram a dita vulnerabilidade, para poder-se eventualmente, traçar políticas de correção dessa trajetória.

No que se refere a esta análise nos períodos mais recente, sabe-se que entre os anos 1990 e 2000 observou-se um aumento da vulnerabilidade de países da América Latina, que efetuaram seus processos de abertura financeira. No que se refere à análise das causas de tal fenômeno existe ampla divergência teórica. Dentro da ortodoxia o caminho trilhado pelo pensamento foi a evolução dos modelos de crises cambiais, havendo, atualmente, três gerações dos mesmos. Tais modelos, ainda que apresentem divergências profundas quanto ao entendimento da origem das crises cambiais, trazem consigo a unidade em torno do modelo de análise quanto ao papel da moeda no âmbito do funcionamento da economia. O mesmo modelo da dicotomia clássica entre o “lado real” e o “monetário” criticada por Keynes na Teoria Geral.

Por outro lado, Keynes e os pós-keynesianos têm como ponto de partida um funcionamento distinto da economia, onde a moeda não é neutra e é capaz de influir diretamente nas variáveis reais. Desta forma, no que se segue pretende-se primeiramente

apresentar o modelo neoclássico e as três gerações de modelos de crises cambiais e na seqüência a crítica keynesiana centrada na não neutralidade da moeda e na posição do especulador no sistema econômico.

Conforme Mollo (2004) uma das formas de demarcar a divergência entre a ortodoxia e heterodoxia na economia está exatamente na questão da neutralidade da moeda. Aceita-la implica aceitar também a Lei de Say, a teoria quantitativa da moeda e o entesouramento como uma atitude irracional ou exógena ao funcionamento ideal da economia. Esse último aspecto é o que pretendemos destacar na apresentação dos modelos de crises cambiais, principalmente através da observação da exogenia da atividade especulativa nas crises, que está intimamente ligada à atitude de entesourar.

“Em todas as versões ortodoxas da teoria monetária, o que garante o equilíbrio final com a moeda neutra é um sistema de mercado eficiente e, quanto maior sua eficiência (preços flexíveis, informação perfeita, concorrência perfeita), mais facilmente esta neutralidade é obtida” (MOLLO, 2003: 329).

Por sua vez, a heterodoxia será vista através apenas da teoria keynesiana, onde a moeda é central para explicar o funcionamento da economia e tem influência direta sobre variáveis reais, como investimento, emprego e renda. Desta forma a atividade especulativa, diante de um futuro incerto e de complexas decisões de investimento, tem um papel importante na teoria.

“Dado o caráter incerto do mundo, “a mecânica celestial da teoria de equilíbrio neoclássica, onde todas as ações individuais são pré-conciliadas dentro de uma coerência racional, torna-se irrelevante”(Rousseas, 1986, p. 18), e a moeda passa a ser fundamental como forma de conviver com tal incerteza, via contratos monetários. Os contratos monetários articulam decisões ex-ante com resultados ex-post no nível privado, que transforma incerteza em relativa certeza. Como a incerteza não é toda eliminada, porque decorre da descentralização das decisões e do futuro desconhecido, os agentes econômicos agem baseados em expectativas sempre subjetivas, sujeitos a erros, e são essas expectativas subjetivas que conduzem à volatilidade do investimento e à instabilidade do capitalismo como norma. Em momentos de incerteza e de baixo grau de confiança nas expectativas, a decisão de investir é comprometida porque as pessoas preferem a liquidez da moeda, retendo-a, o que inibe o investimento e, via efeito multiplicador, restringe ainda mais o crescimento da renda e do emprego. Essa é a fonte da não neutralidade da moeda para Keynes e os pós-keynesianos” (MOLLO, 2003: 337).

No contexto desta segunda abordagem, a relação financeira de um determinado país com o exterior não se dá meramente quando existe “falta de poupança” doméstica ou por

que existiu um excesso de gastos por um grupo de agentes domésticos. O ingresso de recursos responde às questões ligadas aos determinantes da oferta e demanda de liquidez, que envolve o caráter especulativo destes fluxos, contrariamente aos modelos ortodoxos em que os fluxos financeiros respondem apenas por demanda transacional.

A partir daí, a compreensão da dinâmica destes fluxos, dos determinantes da fragilidade financeira de economias periféricas e as explicações para crises de fuga de recursos também dependem da abordagem teórica que se tem como ponto de partida. No caso de nosso trabalho, iremos iniciar a discussão apresentando diferentes abordagens explicativas para a dinâmica dos fluxos financeiros pós década de 1970. Seguindo a delimitação proposta, apresentaremos inicialmente um grupo de análises que se alinham às concepções consideradas “ortodoxas” e a seguir apresentamos uma análise a partir de Minsky (1986) que retratará a concepção “heterodoxa” que utilizaremos ao longo do trabalho.

1.1. O modelo ortodoxo e as três gerações de crises cambiais

1.1.1. O modelo neoclássico de equilíbrio geral e o papel da moeda

De forma sintética, a Lei de Say afirma que o mesmo processo de produção que cria os produtos (oferta) gera também a demanda para os mesmos, na medida em que paga salários, lucros, juros, rendas fundiárias e alugueis. Assim, seu resultado é um equilíbrio harmônico dos mercados em geral, seja de produtos ou de fatores de produção (MOLLO, 2004: 324).

O fundamento desta Lei está na inexistência de incerteza e na homogeneidade entre os agentes, o que gera: i) completa liberdade de alocação de recursos; ii) possibilita a concepção de racionalidade maximizadora dos agentes e iii) o funcionamento ergódico do mundo. Através destes três axiomas é possível construir teoricamente um sistema econômico onde a oferta cria sua própria demanda.

Para apresentar o funcionamento desta economia “ideal” parte-se do equilíbrio no mercado de trabalho, onde o nível de emprego é definido para, então, atingir o nível de produção e renda que será toda consumida via equilíbrio no mercado de fundos emprestáveis. A base da determinação do emprego é a interseção entre as necessidades dos demandantes de mão de obra e a necessidade dos ofertantes de mão de obra. Em outras

palavras, as firmas empregam e remuneram os trabalhadores tendo em vista a produtividade marginal do trabalho³ enquanto os trabalhadores ofertam mão de obra por meio da concepção de desutilidade marginal do trabalho. O resultado é um equilíbrio com pleno emprego, onde as firmas atingem sua produção maximizadora de lucros enquanto os trabalhadores maximizam seu prazer optando pela melhor combinação salário/lazer. O desemprego aqui é apenas temporário ou voluntário, quando os trabalhadores não acham racional trocar suas horas de lazer pelo salário ofertado.

Considerando que as firmas empregam tanto mão de obra como bens de capital para sua produção, $Y = Y(N,K)$, e que estes últimos são ‘dados’ enquanto o emprego de mão de obra é definida no mercado de trabalho, pode-se determinar a produção da firma. O conjunto da produção das firmas da economia irá determinar a oferta agregada da economia, logo a renda da economia.

Em condições de: inexistência de incerteza; de igualdade entre os agentes; de plena informação, não há sentido em reter moeda, por ela própria. Nestas condições é possível definir o comportamento dos agentes. Já se sabe a priori que a renda que é gerada na economia pode ser gasta com bens de consumo e que a parte não consumida (poupada) se dirigirá para ser emprestada para alguém, gerando uma taxa de juros. A parte poupada da renda significa uma renúncia ao gasto presente por um gasto futuro. Essa renúncia acontece por conta da taxa de juros, que é caracterizada no modelo ortodoxo como um prêmio por postergar o consumo.

Neste contexto, os agentes “pouparão” mais se a taxa de juros for maior, sendo a poupança uma função crescente da referida taxa. Note-se que a decisão de quanto poupar será ex-ante, pois, definido o nível do emprego automaticamente está definido o nível de

³ O trabalho é tido como o fator variável da função de produção enquanto os bens de capital empregados são considerados dados. Desta forma, prevalece a lei da produtividade marginal decrescente no fator trabalho, pois na medida em que se acrescentam mais unidades deste fator sua produtividade marginal cresce a taxas crescentes, depois a taxas decrescentes e, por fim, decresce. Isso demonstra que há um intervalo eficiente para a firma empregar.

A remuneração que a firma está disposta a pagar para o fator trabalho está diretamente ligada ao quanto este fator incorpora na produção, de forma real e não nominal. Formalizando isso através da idéia de busca de lucro máximo por parte das empresas, temos: Lucro = Receita Total – Custo Total, onde a $RT = \text{Preço} \times \text{Quantidade}$ e $CT = \text{Custo Fixo} + \text{Custo Variável}$ ou $wN + rK$ (a remuneração dos fatores). Trocando a quantidade pela função de produção e considerando o capital (K) dado, seguimos: $L = P \times Y(N,K) - wN - rK$; derivando com relação ao trabalho, que é o fator variável, segue: $dL/dN = P \times dY(N,K)/dN - w = 0$; resultando em $P \times PMag N - w = 0$ e rearranjando obtemos $w/P = PMag N$, que significa que os salários reais são iguais a produtividade marginal do trabalho, quando a firma está maximizando seu lucro.

produção e a renda agregada da economia. Aí não se sabe apenas a distribuição da produção entre consumo e investimento. Sabendo-se qual será a renda ex ante (pois já se sabe que a demanda se ajusta à oferta), os agentes formam sua função poupança (ex-ante) que se confronta com a função investimento – negativamente relacionada com a taxa de juros. Desse confronto no mercado de bens, define-se o nível da taxa de juros, o nível da poupança e o nível do investimento. A partir daí, o Consumo sai por diferença ($Y-S=C$) e $C+I=Y$.

Ou seja, a parte gasta na forma consumo fará parte da demanda agregada da economia, enquanto a outra parte não gasta, será poupada, gerando a oferta de saldos reais.

Por outro lado, há agentes dispostas a investir, que demandam saldos reais. O confronto entre esses dois elementos irá conformar a taxa de juros da economia, fazendo com que tudo que seja poupado seja investido, tendo a taxa de juros como moderador dessa relação. Se há muita oferta de poupança, a taxa de juros cai e incentiva o investimento, por outro lado, se há pouca, a taxa de juros sobe e inibe o investimento. Assim:

“The conclusion of this analysis is therefore that once the level of output has been determined in the labour market at a level consistent with full employment, this level will be maintained, apart from temporary departures, because the level of expenditure on goods and services, i.e. aggregate demand will be brought into equality with the amount supplied through the equilibrating force of the interest rate” (MORGAN, 1980: 16).

Com o exposto acima se verifica que toda a renda gerada na economia é gasta, isto é, toda oferta da economia será demandada, ou na forma de consumo ou investimento, não havendo “fugas” do fluxo circular de recursos. Uma característica teórica fundamental para a efetividade desta relação é a não possibilidade/necessidade de manter a riqueza sob a forma monetária, a não ser que seja para a realização de transações rotineiras.

Isso significa que dentro desta construção teórica os agentes ou gastam toda renda ou poupam parte desta renda, não existindo motivo algum para manter a posse de moeda ou entesourar. Nesse sentido, a característica da moeda que nasce da Lei de Say é meramente um facilitador das trocas na economia, na medida em que sua posse se justifica apenas para as transações econômicas a fim de não propiciar um vazamento do fluxo de rendas, conforme afirma Mollo (2004):

“É preciso que a moeda seja vista como algo não desejável por si mesma para que não haja vazamentos no fluxo circular de renda que garante a Lei de Say, ou seja, no fluxo de rendas pagas pelas empresas às famílias pelos fatores de produção, rendas com as quais as famílias compram os produtos das empresas. Em caso contrário, os vazamentos correspondentes à moeda retida deixam de comprar produtos, os quais passam a sobrar, conduzindo à queda da utilização dos fatores de produção. O resultado é a crise, ou a negação da Lei de Say, com superprodução ou produção invendável, de um lado, e desemprego, do outro” (MOLLO, 2004: 324).

Essa participação neutra da moeda é resumida pela Teoria Quantitativa da Moeda, que pode ser expressa de três formas distintas:

I- $MV = PT$

II- $MV = PY$

III- $M = kPY$

Onde: M é a quantidade de moeda na economia; V é a velocidade média de circulação da moeda; P são os preços médios de cada transação; T o volume de transações (inclui todas as transações monetárias); Y é o volume de transações de pleno emprego definido pelo mercado de trabalho e pela função de produção; e k é a constante marshalliana, que mede a quantidade de encaixes durante um período de tempo.

Para ressaltar o papel neutro da moeda na economia utiliza-se mais comumente a terceira equação, chamada de versão de Cambridge. Nela, o lado direito é tido como o lado da demanda por moeda enquanto o lado esquerdo é a oferta. Considerando o Y fixo no pleno emprego, como já mostrado inicialmente no equilíbrio do mercado de trabalho, e a constante marshalliana k fixa no curto prazo, uma vez que as velocidades de transações não tendem a mudar de forma rápida, tem-se que os elementos que podem variar são a oferta de moeda e os preços médios da economia. Assim, quando se altera a quantidade de moeda na economia o resultado será uma alteração nos preços, deixando intactas as variáveis reais, como emprego e renda. Aqui está o fundamento da neutralidade da moeda e a decorrente “dicotomia clássica” entre variáveis reais e monetárias.

Em síntese, a Lei de Say ao afirmar que a oferta, determinada no mercado de trabalho sob pleno emprego, cria sua própria demanda conduz à participação neutra da moeda no sistema econômico, traduzida na Teoria Quantitativa da Moeda. Esse

entendimento é uma das formas encontradas por Mollo (2004) para distinguir a ortodoxia e a heterodoxia nas concepções econômicas, ainda que nos dois campos existam profundas divergências:

“Uma vez que a Lei de Say, tanto quanto a Teoria Quantitativa da Moeda, foi aceita de forma dominante pelos economistas desde o início da Ciência Econômica, e tendo em vista a afinidade dos supostos necessários para aceitá-las, elas são um marco teórico importante na definição de ortodoxia econômica e na separação entre ortodoxos e heterodoxos em economia. (...). Pode-se, neste sentido, dizer sucintamente que os neoclássicos, novos-clássicos e novos-keynesianos aceitam a Lei de Say e a Teoria Quantitativa da Moeda, pertencendo, por isso, à chamada ortodoxia econômica. Os neoclássicos monetaristas, como Friedman, e os novos keynesianos, aceitam-na apenas a longo prazo, enquanto os novos-clássicos, em particular a versão dos ciclos reais, aceitam-na a curto prazo. Ao contrário, os pós-keynesianos e marxistas, ao rejeitarem terminantemente tanto a Lei de Say quanto a Teoria Quantitativa da Moeda em qualquer tempo, formam a heterodoxia” (MOLLO, 2004: 327).

Portanto, uma demarcação simples entre ortodoxia e heterodoxia em economia é aceitação ou não da neutralidade da moeda. A aceitação implica em partir de um modelo em que a plena informação é possível e a partir daí a moeda passa a ser apenas uma facilitadora de trocas, sem existir motivos permanentes para seu entesouramento.

Desta forma, no caso dos modelos ortodoxos todo o agente ou atividade que tem como foco a manutenção e aquisição de moeda sem a justificativa transacional será considerado exógeno ao modelo ou será considerado que esta é apenas uma situação passageira, uma vez que não haveria elementos teóricos para justificar tal situação. O ato de guardar moeda surge assim apenas quando existem falhas de mercado ou desequilíbrios alheios aos processos econômicos, como guerras, pois em um mundo ergódico com plena mobilidade de recursos, com pleno acesso a informação os agentes maximizadores não encontram motivo para manter a riqueza na forma monetária.

Como decorrência deste entendimento, a atividade especulativa, que objetiva obter ganhos com a posse de moeda, só se justifica na concepção ortodoxa em economia de forma transitória, ou por conta de falhas de mercado. A transitoriedade é explicada pelo fato de que a possibilidade de especulação (ou de movimentos de arbitragem) teria ocorrido por um desajuste momentâneo. Uma vez que os demais agentes de mercado percebem a possibilidade de ganhos alternativos, há um movimento dos mesmos para esta aplicação, reduzindo-se a possibilidade de especulação e gerando a volta do mercado ao equilíbrio.

Assim, conforme abordado nesta metodologia para distinguir os modelos ortodoxos dos heterodoxos, o ponto de partida dos primeiros é a consideração da existência de dicotomia dos mercados, sendo que os modelos partem essencialmente da Teoria Quantitativa da Moeda. Neste contexto, os mercados são equilibrados a não ser que:

- i) haja algum elemento externo que perturbe e/ou impeça que os mecanismos equilibradores funcionem;
- ii) haja algum problema institucional que atrapalhe no pleno conhecimento das informações.

Partindo-se então, metodologicamente desta perspectiva é que indicamos os modelos de crises cambiais conhecidos como de “primeira”, “segunda” e “terceira geração”, como estando ligados à perspectiva que classificamos como ortodoxa.

1.1.2. Crises Cambiais de Primeira Geração

Estes modelos surgiram para explicar os desequilíbrios enfrentados pelos mercados financeiros ao longo dos anos 1970. No artigo precursor de Krugman (1979) a crise no balanço de pagamentos que se reflete na crise cambial e na fuga de capitais de uma moeda doméstica para o dólar (moeda de referência internacional) dá-se por conta de desajustes nos fundamentos da economia nacional frente à uma taxa de câmbio fixa. Seu intuito foi o de identificar padrões neste tipo de ocorrência e justificar teoricamente o porquê de um ataque especulativo, uma vez que se estaria lidando com uma economia de mercados eficientes onde não haveria justificativa para esta atitude.

Para tanto Krugman (1979) parte de um conjunto de pressupostos. Nas suas palavras: “*The model involves many especial assumptions, and no claims are made for its realism*” (KRUGMAN, 1979):

- a) A economia é pequena e produz apenas uma mercadoria *tradeable*;
 - b) O preço desta mercadoria é cotado no mercado mundial conforme a Paridade do Poder de Compra (PPC), sendo a taxa de câmbio a normalização dos preços;
 - c) A economia trabalha com plena flexibilidade de preços e salários, levando que o produto esteja sempre em seu nível de pleno emprego;
 - d) Os agentes econômicos têm disponível dois ativos: moeda doméstica e estrangeira.
- Nos dois casos a taxa de juros nominal é zero, sendo assim para justificar a

identidade entre as transações correntes da balança de pagamentos com a balança comercial;

- e) A quantidade de moeda doméstica desejada pelos agentes econômicos é proporcional à riqueza da economia (quantidade de moeda doméstica mais quantidade de moeda estrangeira);
- f) A demanda por ativos domésticos reais é uma função inversa da taxa de inflação;
- g) A criação de moeda é ditada pela necessidade do governo se financiar, ou seja, a oferta de moeda irá aumentar somente através de um déficit do governo;
- h) Assume-se que haja previsibilidade perfeita (na linha de expectativas racionais) por parte dos agentes econômicos na formação das expectativas sobre a taxa de inflação e
- i) O governo se financia tanto por emissão monetária quanto por utilização das reservas. No modelo, a existência de um déficit público implica, necessariamente, em uma elevação da oferta monetária.

Ou seja, por estes pressupostos já é possível visualizar que o modelo considera que a moeda serve como intermediária de trocas e como estalão dos preços, mas não funciona como riqueza, carregando consigo a perspectiva de ser Reserva de Valor. Neste modelo, não há criação fictícia de moeda, sendo que a quantidade é proporcional à riqueza. A discussão do financiamento econômico parte da idéia de que é a poupança que financia o investimento, sendo que a criação de moeda extra é ditada pelo financiamento do Governo. Ou seja; o agente “desequilibrador” é exógeno ao modelo, sendo este o Governo que gasta em excesso, se financia (emitindo moeda e dívida) em excesso, gerando desequilíbrios e inflação.

À parte o desenvolvimento algébrico do modelo, o autor demonstra que sob condições de taxa de câmbio fixa e déficit público os agentes são levados a efetuar um ataque especulativo contra a moeda nacional, fugindo em busca da moeda estrangeira. Isso acontece porque o governo ao gastar mais do que arrecada tem duas formas de financiar-se: emissão monetária e utilização das reservas. Como os agentes têm a característica de previsibilidade perfeita a emissão monetária é restringida diante da opção de sustentar a taxa de câmbio fixa. Assim o governo é obrigado a utilizar as reservas para sustentar seu

déficit e a taxa de câmbio. No entanto, evidentemente as reservas são limitadas e com isso os agentes ao verificarem a evaporação destas efetuam racionalmente e justificadamente um ataque especulativo contra a moeda nacional, forçando a subsequente desvalorização cambial.

A especulação aqui se justifica uma vez que os agentes são racionais e são impingidos a restringir suas perdas. O autor demonstra que, caso não houvesse o ataque especulativo os agentes em posse da moeda nacional teriam grandes perdas, uma vez que o governo seria obrigado a se financiar por emissão monetária, forçando assim a desvalorização e um processo inflacionário que se traduziria em ganhos para a moeda estrangeira. Portanto, a melhor opção diante desta situação é antecipar o final das reservas.

“The upshot of all this is that if investors correctly anticipate events, the reserves of the government must be eliminated by a speculative attack that enables all investors to avoid windfall capital losses” (KRUGMAN, 1979: 320).

Vale ressaltar dentro deste modelo o papel do especulador e do desequilíbrio fiscal do governo. A especulação, inexistente em um mundo com perfeita mobilidade de capitais e sem restrições a concorrência perfeita com mercado eficiente, é justificada aqui por conta de um permanente desequilíbrio dos gastos do governo, pois “if the budget were balanced (...) it would be possible for the economy reach an equilibrium at the given exchange rate if initial reserves were large enough” (KRUGMAN, 1979: 318). Desta forma, pode-se derivar que os fluxos de capitais responsáveis pelo ataque contra as reservas da economia nacional e que levam a ocorrência de crises cambiais e na balança de pagamentos estão condicionados pelo desequilíbrio fiscal do governo e pela quantidade de reservas disponíveis para financiar o déficit.

1.1.3. Crises Cambiais de Segunda Geração

Os modelos de segunda geração podem ser caracterizados pelos trabalhos de Obstfeld (1994; 1996), que foi buscar explicações para o ataque especulativo que sofreram os países do sistema monetário europeu entre 1992 e 1993. No seu entendimento o modelo tradicional de primeira geração era incapaz de traduzir a nova realidade econômica da década de 90, onde “*reserve adequacy per se is far less of a concern than it was in the early*

1970s; this factor no longer deserves the primacy assigned it in Krugman's analysis" (OBSTFELD, 1994: 189).

Neste modelo o ataque especulativo deixa de ser a única alternativa para tornar-se um dos equilíbrios possíveis, dependendo da interação dos agentes econômicos entre si; e entre eles e o Governo, envolvendo objetivos políticos. O ponto principal é referente a crise auto-realizável, onde, diante da situação do Governo, os investidores conduzem a auto-realização de suas expectativas, quais sejam: a desvalorização cambial.

Em Obstfeld (1994) são apresentados dois modelos para exemplificar essa interação entre os agentes: o primeiro baseia-se na tradução da expectativa de desvalorização nas taxas de juros enquanto no segundo a desvalorização reflete o desejo de melhorar os salários e a competitividade.

Seguindo a apresentação do autor, no primeiro modelo existem dois fatores que influenciam diretamente a ocorrência de crises: i) a estrutura de maturação das obrigações domésticas do governo e ii) a composição cambial da dívida pública. A partir disso, e através da modelagem da restrição orçamentária do governo, ao final se demonstra como os juros traduzem a expectativa dos investidores e acabam induzindo a desvalorização.

A restrição do fluxo de caixa do setor público, onde há 2 períodos, a moeda doméstica é a lira e o governo acumula reservas em moeda estrangeira (marco), é dada por:

$${}_1D_2 = (1+i) \left[{}_0D_1 + E_1g_1 - E_1({}_0f_1) + \frac{E_1({}_1f_2)}{1+i^*} \right] \quad (1)$$

Onde ${}_0D_1$ são as obrigações (não negativas) em lira a serem pagas no período 1 e ${}_0D_2$ no período 2; ${}_0f_1$ são os pagamentos a receber em marco no período 1, ${}_0f_2$ no período 2 e ${}_1f_2$ são as obrigações em marco devidas em 2, porém adquiridas em 1; g_1 consumo do governo no período 1 e g_2 no período 2, sendo são dados exógenos. Além disso, ${}_0D_1$ e ${}_0D_2$ definem a maturidade da estrutura de dívida em lira do governo, pois quando ${}_0D_1 = 0$ toda dívida é de longo prazo, entretanto quando ${}_0D_2 = 0$ a dívida é de curto prazo e necessita ser rolada no período 1. Ainda nesse modelo i e i^* são as taxa de

juros interna e externa, respectivamente, e E_1 é a taxa de câmbio no período. O governo possui ainda a possibilidade de arrecadar impostos sobre o produto apenas no período 2.

Desta forma na equação (1) ${}_1D_2$ denota novas obrigações em lira do período 2 adquiridas no período 1. Isso implica que no período 2 o governo subtrairá do seu fluxo original em moeda doméstica o principal e a taxa de juros dos empréstimos do período 1, denominados em lira. Nesse sentido, os empréstimos do período 1 igualam-se ao serviço da dívida em lira, gasto de consumo do governo e aquisição de novos ativos em marcos, menos as receitas em marcos acumuladas no período 1. Aqui o governo só pode escolher a composição cambial dos empréstimos.

No período 2 a posição do governo engloba as obrigações passadas mais o consumo real do governo. A forma de financiar essas obrigações é através da venda de ativos, tributos sobre o produto e maior oferta monetária. Acrescenta-se aí as hipóteses de mobilidade de capital, paridade descoberta da taxa de juros e previsão perfeita e então obtêm-se a seguinte restrição orçamentária intertemporal, em lira, do governo:

$$E_1({}_0f_1) - {}_0D_1 + \frac{E_2({}_0f_2) - {}_0D_2}{1+i} = E_1g_1 + \frac{E_2g_2 - \tau Y - (M_2 - M_1)}{1+i} \quad (2)$$

Onde τY representa a porcentagem de impostos sobre o produto e M a emissão monetária no período. Aqui as variáveis câmbio, emissão monetária e os impostos sobre o produto são definidas pelo governo, enquanto seu gasto, como já mencionado, é dado exogenamente.

Diante da clara posição do governo (suposto do modelo) de preocupar-se com a taxa de inflação e com a taxa de arrecadação tributária, a função objetivo a ser minimizada é:

$$\varphi = \frac{1}{2} \tau^2 + \frac{\theta}{2} \varepsilon^2 \quad (3)$$

Aqui θ é o peso da depreciação cambial diante das outras taxas e o governo tem que minimizar τ , que é a taxa de arrecadação de impostos, e ε , que é a depreciação da lira em

relação ao marco (taxa de inflação da lira). Tal ação está sujeita a restrição orçamentária intertemporal apresentada em (2) e requer ainda a seguinte condição:

$$\frac{\theta\varepsilon}{(d_1d_2 + d_0d_2 + kY)} = \frac{\tau}{Y} \quad (4)$$

Isso significa do lado direito o custo marginal em lira de maiores taxas de arrecadação e do lado esquerdo o custo marginal de depreciação da moeda doméstica. Com isso obtêm-se a equação final onde na determinação do câmbio é levado em conta os juros do débito em moeda nacional do período anterior:

$$\varepsilon = \frac{(d_1d_2 + d_0d_2 + kY)(d_1d_2 + d_0d_2 + g_2 - f_2 - \omega f_2)}{(d_1d_2 + d_0d_2 + kY)^2 + \theta Y^2} \quad (5)$$

Aqui d significa o real valor das obrigações em preços do período 1. Tal equação “show how the government’s preferred depreciation rate is affected by the market interest rate prevailing in period 1 and by the currency composition the government chooses for its debt then” (OBSTFELD, 1994: 202). Dessa forma, e diante da paridade descoberta da taxa de juros, esclarece-se que quando os agentes esperam uma desvalorização cambial, como forma do governo se sustentar ou por conta de qualquer outro motivo não detalhado aqui, os juros internos sofrem um aumento, que diretamente implicará na opção do governo em depreciar sua moeda.

As obrigações do governo têm importância central na explicação acima: ainda que o fator desencadeante da desvalorização seja a interação entre as expectativas dos agentes, os juros que traduzem essa expectativa de desvalorização incidem sobre uma base consolidada, a qual fará com que o governo efetue realmente a desvalorização. Há inclusive o caso das obrigações serem de fato fácil de cobrir, porém, por conta do aumento dos juros proveniente da expectativa dos agentes, elas se tornam insustentáveis. Nas palavras do autor:

“Then the government will have no reason to fear self-fulfilling devaluation expectations if ${}_0d_1 + g_1 = 0$, that is, if no domestic-currency debt needs to be issued or rolled over in period 1” (OBSTFELD, 1994: 205).

Como o autor usa o modelo para demonstrar o ataque especulativo contra o câmbio fixo, o desenvolvimento posterior engloba ainda um custo da desvalorização para o governo, que pode significar perda da credibilidade, constrangimento político, entre outros. Isso implica que o governo tem dois pesos para serem equiparados: o custo político de perder o câmbio fixo e o custo fiscal de manter o câmbio fixo quando de expectativas de desvalorização dos agentes.

Obstfeld (1996) trata de forma mais direta e simples uma questão que foi pouco explicada até aqui: quando os agentes mudam suas expectativas e assim pressionam o governo para desvalorizar o câmbio?

Para explicá-la esse autor parte da teoria dos jogos entre três agentes: o governo, que vende moeda estrangeira para fixar sua taxa de câmbio, e dois agentes privados, que retêm moeda doméstica e podem tanto guarda-la como vende-la para o governo em troca de moeda estrangeira.

Aqui o governo tem reservas para defender o câmbio e essas dependem do compromisso do Governo com a manutenção da taxa de câmbio e não com alguma restrição à aquisição de moeda estrangeira como em Krugman (1979). Obstfeld (1996) opta por usar a reserva como forma de demonstrar a posição do governo frente aos outros agentes, porém não descarta as diversas outras possibilidades pelas quais isso pode ser demonstrado: “*The tenacity with which the exchange rate is defended can depend on a variety of developments in the domestic economy*” (OBSTFELD, 1996: 1040).

A partir disso são construídos 3 jogos onde os agentes privados têm diferentes quantidades de moeda doméstica que podem ser vendidas para o governo em troca de moeda estrangeira e o governo tem diferentes quantidades de reserva para defender seu câmbio. Assim, há o caso onde o governo tem grande quantidade de reservas e o conjunto dos agentes privados não é capaz de atacar a taxa de câmbio, e com isso chega-se ao equilíbrio onde nenhum agente privado atenta contra a taxa de câmbio; o caso onde as reservas são baixas e um agente individual consegue consumir as reservas, o que induz a apenas um equilíbrio onde os dois agentes privados venderão suas moedas domésticas; e o

caso mais elucidativo, onde as reservas são “intermediárias” e um agente individual não consegue consumi-las, porém em conjunto esses podem provocar a liquidação das reservas. Nesse último caso chega-se a possibilidade de dois equilíbrios, pois uma tentativa frustrada de ataque isolado gera prejuízos para quem tentou, por conta dos custos de transação, e nenhum prejuízo para quem se resguardou. No entanto, um ataque bem sucedido, em conjunto dos agentes privados, pode levar à desvalorização da taxa de câmbio e assim um lucro para os agentes possuidores de moeda estrangeira.

O fato a ser destacado diante da apresentação acima é que um ataque bem sucedido dos agentes privados contra um governo com reservas “intermediárias” depende das expectativas destes agentes. Quando as expectativas que se encontravam difusas tornam-se unidirecional, uma situação fiscal ou cambial do governo que poderia ser sustentável torna-se insustentável. Portanto, diferente de Krugman (1979), a piora dos fundamentos não é a tendência inexorável pela qual se produz um ataque especulativo, mas agora pode haver um ataque especulativo mesmo quando a situação dos fundamentos é sustentável.

A ressalva a ser feita é que a situação dos fundamentos não é isolada nos modelos de segunda geração de crises cambiais. Ainda que não tenha mais a posição central adotada nos modelos de primeira geração, sua observação faz parte da interação entre os agentes e condição importante para justificar um ataque especulativo.

O modelo onde as expectativas dos agentes passam a se guiar pelo custo social da manutenção do câmbio fixo, em diferença com o apresentado acima onde as expectativas guiam-se pela situação fiscal do governo, é apresentado em Obstfeld (1994; 1996). De forma sucinta, neste modelo o autor trabalha com os mesmos pressupostos já apresentados, incluindo, então, a curva de Phillips e a consequente determinação do produto natural e sua taxa de desemprego respectiva. Nesse sentido, há uma contraposição por parte do Governo entre os custos sociais da manutenção do câmbio fixo, na medida em que este provoca uma taxa de desemprego superior à taxa de desemprego condizente com o produto natural da economia, e os custos políticos da desvalorização. Os agentes privados racionais diante dessa situação e conhecedores das possibilidades apresentadas ao governo têm a possibilidade de criar expectativas de desvalorização e com isso tencionar a desvalorização, armando mais uma vez uma crise auto-realizável.

Em síntese, o modelo de Obstfeld (1994; 1996) apresenta uma evolução com relação aos modelos de primeira geração nos seguintes argumentos: i) o governo tem a possibilidade de escolher sobre a manutenção do câmbio fixo, retirando a determinação mecanicista de Krugman (1979); ii) os agentes privados através da interação de suas expectativas podem provocar profecias auto-realizáveis, isto é, mesmo que as condições objetivas da situação do governo não levassem a desvalorização, as expectativas de desvalorizar dos agentes privados conduzem a tanto e iii) tais expectativas têm por base uma situação delicada do governo, porém podem ser explicadas em última instância por uma gama imensa de fatores circunstanciais (sunspot).

Contudo, assim como nos modelos de primeira geração, mais uma vez a atividade do especulador tem por base uma inconsistência nos fundamentos do Governo: mesmo que, em última instância, o ataque especulativo seja determinado por sunspots, quando as expectativas dos agentes privados racionais convergem, sua base será algum sinal emitido pelos fundamentos do governo ou terá que incidir sobre um desalinhamento já existente. Desta forma, a atividade especulativa novamente é passageira e dependente do mau funcionamento das forças de mercado, relacionada a um agente externo - culpando-se, como outrora, a posição governamental.

1.1.4. Crises Cambiais de Terceira Geração

Com a crise da Ásia em 1997 os modelos de crises cambiais foram postos à prova e passam a surgir novos modelos que trabalham com outros elementos para explicar as crises cambiais. O ponto de partida da explicação deixa de ser os “maus fundamentos macroeconômicos” do país sob ataque, incluindo-se questões que ainda não haviam sido tratadas. Conforme Krugman (1998) o milagre econômico dos países asiáticos fôra pouco contestado e no horizonte dos economistas a possibilidade que havia de reversão desse estado era uma pequena desaceleração e não o desastre econômico que representou uma queda de mais de 10% na média dos países diretamente afetados (Coréia do Sul, Tailândia, Malásia, Indonésia e Filipinas) como de fato aconteceu. O autor ressalta 4 fatores para serem equacionados:

- 1) Nenhum dos fundamentos que guiam os modelos de primeira geração esteve presente na crise asiática. À época do colapso todos os governos apresentavam equilíbrio fiscal, não incorreram em criação exacerbada de moeda e suas taxas de inflação eram baixas;
- 2) Apesar da desaceleração no crescimento apresentado em 1996, os países envolvidos não apresentavam substanciais taxas de desemprego quando eclodiu a crise em 1997, como seria um dos modelos de crises cambiais de segunda geração⁴;
- 3) Em todos os países envolvidos ocorreu um ciclo “*boom-bust*” nos mercados de ativos (ações e terras) que precedeu a crise cambial e;
- 4) Em todos os países envolvidos os intermediários financeiros demonstraram serem os agentes principais das crises (KRUGMAN, 1998: 2).

A explicação que se segue para as evidências dos fatos não é unívoca, porém em todas estão presentes novas características não observadas anteriormente. Conforme Alves Jr. *et al* (2000), Curado e Canuto (2001) e Krugman (1998) boa parte dessa nova literatura sobre crises cambiais tem como argumento teórico central o problema de “assimetria de informações” dentro do sistema financeiro.

A assimetria de informação nas relações econômicas acontece quando uma das partes possui menos informações (pode ser tanto qualitativa quanto quantitativa) que as demais. Então, produzem-se **falhas de mercado**, onde os recursos não serão alocados da melhor forma possível. Em manuais de microeconomia são diversos os exemplos de desequilíbrios produzidos pela assimetria de informação, como nos mercados de seguro e de carros usados. No caso do sistema financeiro não é diferente, sendo identificados três principais problemas decorrentes da assimetria de informação: i) a seleção adversa, ii) o risco moral e iii) o comportamento de manada (CURADO e CANUTO, 2001).

A falha de seleção adversa parte da hipótese de que os tomadores de crédito possuem mais informações sobre sua capacidade de pagamento do que os emprestadores. Desta forma, e diante da incapacidade de avaliação plena das condições dos tomadores de

⁴ “Como no caso da ‘primeira geração’, esse tipo de ‘profecias auto-realizáveis’ concretizadas pelos mercados, diante das opções de política governamental quanto ao custo-benefício da sustentação de taxas de câmbio, não pode ser invocado para o caso asiático, diante do bom desempenho macroeconômico anterior à crise” (CANUTO, 2000: 31)

crédito, os emprestadores são levados a exigir uma taxa de juros que reflita em média a qualidade dos tomadores. Essa taxa de juros acaba sendo superior a aquela que deveria ser paga pelos tomadores de melhor qualidade e inferior a aquela correta para os tomadores de pior qualidade, configurando uma forma de seleção que traz prejuízos para o sistema econômico, uma vez que os tomadores de pior qualidade são induzidos a efetivar mais empréstimos em detrimento dos de melhor qualidade.

O risco moral acontece quando uma das partes da relação econômica é capaz de deslocar custos (riscos) para outras partes envolvidas, após o estabelecimento formal (contratual) do ato entre os agentes. No mercado financeiro isso acontece quando o tomador de empréstimo pode mudar sua conduta quando da garantia que seu empréstimo será coberto por terceiros ou recairá diretamente sobre o credor. Ou seja, com a segurança de estar livre de riscos, o tomador de empréstimo é levado a realizar transações cada vez mais arriscadas e ineficientes do ponto de vista econômico geral (CURADO e CANUTO, 2001: 45).

Por fim, o comportamento de manada acontece quando os agentes se guiam pela decisão de outros agentes. Isso acontece por conta do custo de obter informações ou pelo evidente acesso de mais informações por agentes com melhores posições no mercado. Por exemplo, a decisão de um grande banco internacional de investir/desinvestir em um determinado mercado provavelmente irá implicar decisões de investir/desinvestir para aplicadores de menor porte, que acreditam possuir menos informações do que o primeiro (CURADO e CANUTO, 2001: 45).

Em síntese, os problemas de seleção adversa, risco moral e comportamento de manada decorrentes da assimetria de informações são falhas de mercado que induzem a uma má alocação dos recursos no sistema econômico. No sistema financeiro tais falhas de mercado levam à concessões de crédito mal direcionados e, conseqüentemente, ao financiamento de projetos com maiores riscos. A ampliação deste risco e sua tradução em indicadores de crédito e de solvência bancária acabam tornando-se os elementos detonadores da fuga de capitais e do ataque especulativo, como veremos a seguir de forma mais detalhada em alguns modelos desta geração.

Antes, porém, vale adiantar a crítica já apresentada aos modelos predecessores, qual seja: a atividade especulativa ainda é vislumbrada como exógena ao funcionamento regular

(ideal) da economia. Se antes a atividade do governo era a origem ou a complementaridade necessária para o ataque especulativo, agora as falhas de mercado oriundas da assimetria de informação no sistema financeiro são os fatores justificativos para tanto. Nesse sentido, Alves Jr *et all* (2000) constata que:

“Os especuladores podem somente sobreviver se existirem ondas de irracionalidade ou problemas informacionais – explicadas pela ação de *noise traders* nos mercados financeiros – que são atributos de mercados atrasados” (ALVES Jr *et all*, 2000: 11).

1.1.4.1. Globalização financeira e assimetria de informação – Mishkin (2005)

Nesse texto a globalização financeira é discutida não só como forma de propiciar um maior crescimento econômico, mas também como solução para as falhas de mercado que produzem a má alocação de recursos no mercado financeiro. Parte de uma apresentação inicial do papel importante do sistema financeiro para o desenvolvimento econômico:

“Why is finance so important to economic growth? The answer is that the financial system is like the brain of the economy: it is a coordinating mechanism that allocates capital to building factories, houses and roads. If capital goes to the wrong uses or does not flow at all, the economy will operate inefficiently and economic growth will be very low. No work ethic can compensate for a misallocation of capital. Working hard will not make a country rich because hard-working workers will not be productive unless they work with the right amount of capital. Brain is more important than brawn, and similarly an efficient financial system is more important than hard work to an economy’s success” (MISHKIN, 2005: 3).

Teoricamente, em um livre mercado com perfeita alocação dos recursos os capitais deveriam migrar dos países desenvolvidos para os em desenvolvimentos. O motivo para tanto é a baixa eficiência marginal do capital nos países ricos em contraste com os países pobres, onde exatamente a falta de capital é uma das explicações para sua condição econômica. No entanto, Lucas (1990) apresentou o paradoxo dessa situação ao constatar que mesmo com alta eficiência marginal do capital e elevada disponibilidade de mão de obra os países em desenvolvimento não são os destinos do capital internacional. A explicação desta situação é buscada por Mishkin (2005) exatamente no sistema financeiro destes países, que pelo seu mau funcionamento não contribuiria com a perfeita alocação dos recursos em nível mundial.

As causas da falta de desenvolvimento financeiro nos países pobres são elencadas por Mishkin (2005) são:

- 1) Falta de garantias (*collateral*) por parte dos agentes. As garantias seriam uma das formas pelas quais os intermediários financeiros diminuiriam a assimetria de informação. Com falta de garantias os intermediários financeiros têm maior possibilidade de inadimplência em suas carteiras de crédito e como não há informação suficiente para distinguir os futuros inadimplentes daqueles que pagão corretamente o empréstimo, há uma maior possibilidade de seleção adversa. Além disso, com as garantias seria reduzida a possibilidade de risco moral.
- 2) Problema jurisdicional. . Um sistema onde as leis e o judiciário fossem incapazes de garantir os direitos dos emprestadores, uma vez que os tomadores de empréstimo poderiam ter o judiciário em “seus bolsos” por força política ou econômica, favoreceria a ocorrência de risco moral.
- 3) Crédito Direto do Governo. Neste aspecto o crédito governamental, via bancos de desenvolvimento ou bancos estaduais, são vistos como fonte de má alocação de recursos, uma vez que estes não são guiados pelo lucro, mas por objetivos políticos ou pessoais dos políticos. O Resultado são investimentos ineficientes. “*Greater state ownership of banks in 1970, is associated with less financial development and lower growth, and this effect is found to be larger for poorer countries*” (MISHKIN, 2005:8).
- 4) Falta de transparência e sistema regulatório pouco desenvolvido. Tais características são evidentes fontes de falhas de mercado, produzindo assimetria de informação.

Desta forma, esse autor é taxativo na sua conclusão sobre a origem da pobreza:

“The institutional environment of weak property rights, a lack of collateral, government intervention through directed credit programs and state ownership of banks, an inefficient legal system, and weak government regulation to promote transparency all help explain why many countries stay poor while others grow richer” (MISHKIN, 2005: 8).

Esse pouco desenvolvimento do sistema financeiro e sua conseqüente ineficiência econômica são explicados pelos grupos organizados que obtêm benefícios dessa situação: “*there are powerful, concentrated groups who lose from financial development and so try*

to impede its progress”. Resumidamente são: i) o Governo onde “*Government officials, even in more democratic governments, often use the power of the state to get rich*”; ii) os políticos que se aproveitam do problema de informação assimétrica (Agente- Principal) em países com baixa educação para utilizarem o aparato estatal em benefício próprio⁵ e; iii) grandes firmas já estabilizadas, que lucram com o sistema econômico com pouca transparência e com pouco financiamento para os concorrentes (MISHKIN, 2005: 10).

A globalização financeira que é “*the opening up of domestic markets to foreign goods and direct investment, as well as to foreign capital and foreign financial institutions*” (MISHKIN, 2005: 10), é a solução encontrada pelo autor para combater as falhas de mercado, através de seus benefícios indiretos (maior concorrência entre as empresas, inclusive financeiras) e diretos (mais crédito na economia, mais informação, maior transparência e mais regulações demandadas pelas instituições financeiras estrangeiras).

No entanto, a constatação empírica evidente é que nem sempre a globalização financeira foi benéfica para os países, haja vista as diversas crises cambiais da década de 1990. A partir disso entram os modelos de crises cambiais analisados pelo autor.

À parte os modelos que tem por base os fundamentos da economia (primeira e segunda geração já relatados), a origem das crises cambiais é tratada pelo autor como consequência da crise financeira. Essa acontece basicamente por um *boom* na oferta de crédito por parte dos bancos, “*expand their lending by 15% to 30% per year, which is more than double the typical lending growth rate*” (MISHKIN, 2005: 10). Os motivos para tanto podem ser: a falta de regulação, o risco moral advindo de garantias governamentais dos empréstimos, falta de experiência em administrar o risco e a própria incapacidade de avaliar inicialmente os tomadores de empréstimo (todos esses inclusive combinados). De uma forma ou de outra os bancos entram “de cabeça” em empréstimos de alto risco (aumento do *risk taking*), que com informação perfeita e sem falhas de mercado não o fariam. O resultado, inevitavelmente, é o acúmulo de perdas oriundas de empréstimos mal feitos e a consequente deterioração do balanço contábil dos bancos. Ao final, a quebra de alguns

⁵ “*The existence of the principal-agent problem in the political sphere helps explain why governments in poorer countries are less likely to act in the public interest and support financial repression. Many of these countries have very uneducated populations and no tradition of institutions to promote transparency, that is, the free flow of information that reduces asymmetric information problems*” (MISHKIN, 2005: 10)

deles pode levar a uma crise bancaria e a uma fuga de capitais para a moeda livre de risco.

Ademais, o problema de aumento excessivo dos empréstimos por parte do sistema financeiro em condições de informação assimétrica pode ser ainda incrementado por outros fatores que, se não são fontes de crise, podem representar “combustível em um incêndio”:

- 1) Com a globalização financeira os bancos podem tomar empréstimos externos e logo aumentar seus empréstimos internos (aumento do *risk tanking*), e soma-se ainda o risco moral proporcionado pelas garantias tanto pelo governo nacional como por agentes supranacionais como o FMI;
- 2) A falta de regulação prudencial e a capacidade de interesses privados poderosos (*powerful business interests*) em perverter a globalização financeira e propiciar um maior nível de empréstimo das instituições financeiras;
- 3) O aumento dos juros internacionais por motivos alheios à economia nacional provoca um aumento da seleção adversa e do risco moral, uma vez que as obrigações das empresas podem superar seus recursos e torná-las mais arriscadas e mais tendentes a tomar empréstimos;
- 4) O aumento da incerteza por motivos diversos propicia um aumento do problema de informação assimétrica;
- 5) A queda nos preços das ações produz uma queda no valor das firmas e consequentemente na sua capacidade de ofertar garantias. Como já visto, a falta de garantias incrementa o problema de assimetria de informação. Além disso, com a queda nas ações há uma queda na renda das firmas induzindo a um maior problema de risco moral, já que as firmas que tem menos a perder são mais tendenciosas a pegar mais empréstimos.

Em síntese, no trabalho de Mishkin (2005) a globalização financeira apesar de ser vista como a solução dos problemas dos países pobres traz perigosas conseqüências para o sistema financeiro e abre a possibilidade de perigosas crises cambiais. O problema de informação assimétrica é incrementada pelas condições “naturais” dos países pobres e por fatores companheiros próprios da globalização financeira, no entanto, a origem das crises, segundo o autor, é indubitável:

“As the effects of any or all of the factors build on each other, participants in the foreign exchange market start to smell blood. Currencies in these countries that are fixed against the U.S. dollar, now become subject to a speculative attack as speculators engage in massive sales of these currencies. As the sale of these currencies flood the market, supply far outstrip demand, the value of these currencies collapses, and a currency crisis ensues. Although high interest rates abroad, increases in uncertainty and asset price declines play a role, **the two key factors that trigger the speculative attacks and plunge the economies into a full-scale, vicious circle of currency crisis, financial crisis and meltdown are the deterioration in bank balance sheets or severe fiscal imbalances**” (MISHKIN, 2005: 24).

1.1.4.2. Inflação de ativos e assimetria de informação – Krugman (1998)

Conforme já abordado, mesmo modelos com viés ortodoxo consideraram que a crise asiática de 1997 não pôde ser apreendida pelos modelos de crises cambiais existentes. Krugman (1998) observou a falta de desequilíbrios nos fundamentos, um ciclo *boom-bust* nos preços dos ativos e uma crise financeira precedentes à crise cambial. Desta forma, encaminhou sua explicação para o ocorrido através de problemas de assimetria de informação no sistema financeiro.

Basicamente, a mecânica se deu através de um elevado nível de empréstimo propiciado pelos intermediários financeiros, que por sua vez eram tidos como garantidos contra o risco. Esse elevado nível de empréstimo inflou uma bolha nos preços dos ativos até quando a rentabilidade dos ativos passou a não mais corresponder aos valores esperados pelos intermediários, que por sua vez repassaram as perdas aos aplicadores (já que os intermediários financeiros de fato não eram garantidos). Esses, por sua vez, fugiram com seus recursos para a moeda estrangeira e voltaram a comprar ativos pelos preços não inflacionados.

O modelo utilizado pelo autor parte da hipótese de que os intermediários financeiros não aplicam dinheiro próprio, apenas de terceiros, e seus donos podem sair das instituições sem prejuízo algum. Há ainda a percepção de que tais atividades são garantidas contra o risco, que no caso da Tailândia e Coréia é derivada da forte relação destas empresas com o aparato político de seus países. Tal arcabouço conduz a um sobreinvestimento da economia como um todo, pois os intermediários financeiros não terão preocupação com a elevação do risco dos empréstimos mais arriscados e os investidores, donos dos recursos utilizados

pelos intermediários financeiros, tampouco temerão a situação, uma vez que há uma forte garantia dos governos.

“It is a familiar point that such intermediaries then have an incentive not merely to undertake excessively risky investments, but to pursue investments with low expected returns as long as they have “far right tails” – that is, the owner of a guaranteed intermediary likes investments that could yield high returns if he gets lucky, even if there is also a strong possibility of heavy losses” (KUGMAN, 1998:4).

Com isso o autor chega à definição de “*Pangloss values*”, que basicamente é a renda máxima que um ativo pode proporcionar, independente de suas probabilidades. Por exemplo: suponha que a renda da posse de terra pode ser de R\$25 com probabilidade de 2/3 e R\$100 com probabilidade de 1/3. Um investidor livre de risco estaria disposto a gastar até R\$50 pela posse da terra. No entanto, por conta de todo arcabouço que propicia um sentimento de garantia contra o risco, o investidor torna-se disposto a pagar até R\$100, que é a rentabilidade máxima que a posse da terra pode proporcionar. É fundamental aqui a mecânica do sistema financeiro disposto a emprestar, fruto de um problema de risco moral, e a sensação de garantia dos correntistas dos intermediários financeiros.

Desta forma, através do exemplo simplório acima, pode-se entender o processo de inflação de ativos. Uma vez que há correntistas com a sensação de garantia, intermediários financeiros que podem assumir maiores riscos sem se preocupar com prejuízos e um sistema financeiro pouco regulado, isso induzirá a economia inevitavelmente a níveis maiores de investimento e de risco. Além disso, é marcante o processo de elevação dos preços dos ativos, já que os intermediários financeiros terão sempre em vista o “*Pangloss value*”.

O “estouro da bolha”, ou seja, o processo de deflação de ativos é gerado nos momentos posteriores, quando a real rentabilidade dos ativos não alcança o “*Pangloss value*”. Como, de fato, não há garantias pelas autoridades do país sobre os intermediários financeiros, os resultados negativos começam a ser repassados para os correntistas. Esses, por sua vez, tendo em vista os resultados, passam a retirar sua riqueza dos intermediários financeiros e a comprar os ativos pela rentabilidade esperada e não mais o “*Pangloss value*”, proporcionando uma acentuada queda nos preços dos ativos. O resultado final é

uma fuga da moeda local em busca da segurança da moeda estrangeira, detonando a crise cambial⁶.

Pelo resumo das principais discussões dos modelos de terceira geração podemos perceber que os mesmos apresentam novos fatores explicativos para as crises. Ainda assim, o centro da discussão é o de que seria possível a existência de mercados com conhecimento e informações plenas, existindo elementos que obstaculizam esta situação “ótima”. Ademais, outra característica desses modelos é o de que os mesmos, inicialmente mostravam-se contrários aos controles de capitais, propondo que fossem utilizadas atuações corretivas sobre as assimetrias de mercado. A perspectiva dos modelos “heterodoxos”, especialmente dos que partem de Keynes é outra, no sentido de internalizar a questão de que os mercados são intrinsecamente instáveis e que não é possível obter plena informação, na medida em que os agentes são livres e que é impossível saber o que vão fazer em ambientes em que prevalece a generalização de trocas. A instabilidade e a incerteza são elementos constitutivos.

Antes, no entanto, de irmos adiante explicitando este segundo grupo de modelos, é interessante encerrar o resumo dos modelos de terceira geração comentando que nos últimos anos houve por parte de alguns de seus integrantes uma capitulação quanto à questão dos controles de capitais. Passou-se a questionar a efetividade da relação entre liberalização financeira e crescimento econômico, onde autores de tradição ortodoxa encontraram em seus estudos maior instabilidade sistêmica resultante da abertura financeira. Isso acabou por conduzir a propostas de políticas econômicas antes tidas como heterodoxas, como no caso da restrição *ex-ante* aos fluxos de capitais de curto prazo (STIGLITZ, 1999; ITO & PORTER, 1998; EICHENGREEN, 1999; FISHER, 2002).

1.2. Economia monetária da produção e especulação

Diante da Lei de Say, da neutralidade da moeda e do equilíbrio do modelo neoclássico, Keynes afirmou a existência da demanda efetiva, a não neutralidade da moeda e a possibilidade racional do desemprego com equilíbrio. Conforme constatado nas linhas acima, os modelos de crises cambiais têm na sua origem genética o modelo neoclássico de

⁶ Para um resumo dos modelos de segunda e terceira geração vide CURADO e CANUTO (2001)

funcionamento da economia, onde a fuga de capitais e a especulação são decorrentes de desequilíbrios exógenos ao funcionamento ideal da economia (desequilíbrio nos fundamentos ou problemas de informação assimétrica no sistema financeiro). Por outro lado, a atividade especulativa em Keynes é própria de uma economia monetária da produção, não sendo por isso explicada por fatores alheios ao funcionamento ideal da economia. Desta forma, no que se segue será apresentado rapidamente a teoria de Keynes para o funcionamento da economia explicitando, principalmente, o papel do especulador e sua existência endógena à teoria.

1.2.1. Moeda, rentismo e especulação

Como o foco aqui é apreender de forma simplificada o funcionamento da economia capitalista apresentada por Keynes, pode-se partir das inúmeras características inovadoras apresentadas na Teoria Geral (TG). Muitos autores resumem isso na afirmação de uma economia monetária⁷ da produção em detrimento da economia de trocas da teoria neoclássica. Algumas características que podemos citar para facilitar a apresentação do funcionamento da economia monetária da produção são: Não neutralidade da moeda; Elasticidade de produção e elasticidade de substituição da moeda igual, ou muito próximo, a zero; Custo de carregamento da moeda igual a zero; Existência da preferência pela liquidez; Mundo não ergódico; Irreversibilidade do tempo; Existência de custo de reversão da decisão de investir; Incerteza não redutível ao risco probabilístico; Princípio da demanda efetiva; Propensão marginal a consumir; Eficiência marginal do capital; e Taxa de juros como fenômeno estritamente monetário.

A partir desse instrumental, Keynes responde ao porque da existência de desemprego involuntário. Nos termos da TG, Keynes demonstra a possibilidade de desemprego mesmo com baixa desutilidade marginal do trabalho.

A escola neoclássica, com quem Keynes debate na TG⁸, tem como ponto de partida do processo econômico o equilíbrio no mercado de trabalho. A partir da oferta e demanda de trabalho, serão definidos os salários e a quantidade de trabalho. Os postulados principais

⁷ Cardim de Carvalho (1992) apresenta detalhadamente os conceitos e fundamentos de uma “economia monetária da produção”.

⁸ Keynes considera os autores desta escola como “clássicos”.

são sobre a produtividade marginal do trabalho para as firmas e a desutilidade marginal do trabalho para os assalariados. O equilíbrio alcançado aí se expande para os mercados de bens e de fundos emprestáveis. Chega-se ao final na lei de Say, onde a oferta é capaz de criar sua própria demanda.

Keynes nega essa lei. Em seu lugar afirma o princípio da demanda efetiva. Nela tanto o conjunto das famílias como os empresários fazem suas decisões que definirão a demanda que realmente será realizada na economia. As famílias fazem suas escolhas face a propensão marginal a consumir, que significa que nem toda renda será consumida, pois pode ainda ser poupada ou mantida sob a forma monetária. As empresas, por sua vez, são pautadas pela expectativa de demanda futura sobre seus produtos (que pode ou não concretizar-se) para realizar suas decisões de produção e investimento, e logo empregar. O fato é que a demanda efetiva facilmente pode estar aquém da oferta agregada da economia, pois diante de um futuro incerto as possibilidades que o nível de investimento das firmas compense a parte não consumida da renda são remotas, diferentemente do caso neoclássico onde toda a renda é de alguma forma consumida. A incerteza impede teoricamente a fácil realização do fluxo circular da renda.

Observa-se aqui que a seqüência lógica do equilíbrio neoclássico é invertida. A quantidade de emprego ao invés de ser a variável determinante é determinada pelas escolhas feitas, principalmente, pelas firmas. Estas, tendo conformado uma expectativa de demanda sobre seus produtos, optam pela quantidade de produção e investimento, e conseqüentemente empregarão mão de obra.

A moeda ocupa um lugar importante nas decisões das famílias e firmas, pois por sua característica de poder carregar riqueza através do tempo, ela pode ser demandada como fonte de segurança em momentos de maior incerteza. As famílias não precisam consumir todo seu salário e tampouco poupar o restante, pois existe ainda a opção racional de reter moeda e assim, conseqüentemente, levar a não concretude da Lei de Say. As firmas, por sua vez, diante de difíceis decisões para efetivar sua produção podem optar por manter parte de sua riqueza na forma monetária, somando-se para a não realização do fluxo circular da renda.

Além disso, a demanda por moeda contribui para uma situação de demanda insuficiente na economia, pois ao invés de estar demandando produtos e equipamentos os

agentes estão demandando moeda, cujas características são: i) elasticidade de produção zero (ou próximo de) e ii) elasticidade de substituição zero (ou próximo de). Em outras palavras, isso significa que maior demanda de moeda não acarretará maior emprego na sua produção e que, tampouco, há um substituto para a moeda que proporcione aumento do emprego. Isso implica que a parte da renda direcionada para a posse de moeda representa um freio ao emprego, já que a posse de outros bens empregaria. Daí a famosa citação de Keynes:

“Quer dizer isso que o desemprego aumenta porque as pessoas querem a Lua; os homens não podem conseguir emprego quando o objeto de seus desejos (isto é, o dinheiro) é uma coisa que não se produz e cuja demanda não pode ser facilmente contida. O único remédio consiste em persuadir o público de que Lua e queijo verde são praticamente a mesma coisa, e a fazer funcionar uma fábrica de queijo verde (isto é, um banco central) sob o controle do poder público.” (KEYNES, 1982).

A taxa de juros também tem ligação direta com a moeda. Diferente dos neoclássicos, a taxa de juros é formada a partir da oferta e demanda de moeda, sendo, portanto, um fenômeno estritamente monetário.

Sendo considerada na TG a oferta de moeda exógena, Keynes expõe os motivos que levam a demandar moeda, pois, como é sabido, a moeda serve não só como precaução mas é exigida para as transações correntes, para saldar contratos que são firmados tendo a moeda como parâmetro e tantas outras atividades. Tudo é resumido em 4 principais fatores: transação, negócios, precaução e especulação.

A taxa de juros dentro da economia monetária da produção passa, então, a ser uma determinação estratégica. Através da oferta definida pela autoridade monetária e a demanda traduzida nos quatro fatores citados obtêm-se a taxa de juros. A partir dela os detentores de riqueza farão suas decisões de portfólio. Os empresários são levados a comparar o investimento em ativos reprodutíveis (resumida na Eficiência Marginal do Capital), com a taxa de juros que remunera os títulos públicos. Como o objetivo de qualquer empresário que possui riqueza é desfrutar de maior riqueza, se a taxa de juros estiver rendendo mais que o investimento produtivo, torna-se mais interessante investir nos títulos remunerados pela taxa de juros. Ao optar por não fazer investimento produtivo, o empresário está causando um problema para toda a sociedade. Como visto na exposição sobre a demanda

efetiva, pensando de forma agregada, uma queda no investimento produtivo inevitavelmente repercutirá na queda do emprego e da renda na economia.

“A concorrência de uma elevada taxa de juros sobre hipotecas pode muito bem ter tido o mesmo efeito em retardar o crescimento da riqueza procedente do investimento corrente em ativos de capital recém produzidos, tanto quanto altas taxas de juros sobre a dívida de curto prazo o fizeram nos tempos mais recentes” (KEYNES, 1982, capt 17).

Uma assertiva da TG é que a taxa de juros monetária é mais resistente à queda do que a taxa de juros de outros ativos, incluindo entre eles os ativos reprodutíveis. Nesse ponto Keynes explica a formação da taxa de juros dos ativos em geral, como no cálculo da Eficiência Marginal do Capital. Demonstra que é possível calcular a taxa de juros de qualquer ativo. A partir daí conclui que a taxa de juros da moeda não é como as outras. Isso acontece porque a moeda não é como outro ativo qualquer, pois como já dito, sua elasticidade de produção e elasticidade de substituição são iguais a zero. Assim, quando se demanda mais moeda na economia, por algum motivo como a busca de liquidez, por exemplo, não é possível direcionar mais trabalho e renda para sua produção e assim responder a este estímulo da demanda. Caso fosse possível o aumento da produção de moeda quando sua demanda aumentasse, como é o caso da produção de máquinas e equipamentos, a taxa de juros do ativo moeda seria como os outros, cairia mais facilmente. Porém, como não se pode produzir moeda para responder a sua demanda, a taxa de juros cai mais lentamente.

“...e talvez haja razões para que a taxa monetária de juros seja frequentemente a mais elevada (pois, como veremos, certas forças que contribuem para reduzir as taxas de juros específicas de outros bens não atuam no caso do dinheiro)” (KEYNES, 1982, capt 17).

Aqui entra em cena o rentista dentro da TG. Após demonstrar a tendência altista da taxa de juros e seus efeitos deletérios sobre a renda e emprego na economia, Keynes usa alguns poucos parágrafos do capítulo 24 para condenar a atuação do rentista. Este lançaria mão de sua posição de detentor de riqueza na forma monetária para se aproveitar da taxa de juros monetária, que tem um fator genético de resistência à baixa.

“Ora, embora este estado de coisas seja perfeitamente compatível com certo grau de individualismo, ainda assim levaria à eutanásia do rentier e, conseqüentemente, à eutanásia do poder cumulativo de opressão do capitalista em explorar o valor de escassez do capital. A taxa de juros atual não compensa nenhum verdadeiro sacrifício, do mesmo modo que não o faz a renda da terra. O detentor do capital pode conseguir juros porque o capital é escasso, assim como o dono da terra pode obter uma renda porque a terra é escassa. Mas, enquanto houver razões intrínsecas para a escassez da terra, não há razões intrínsecas para a escassez do capital. Uma razão intrínseca para semelhante escassez, no sentido de um verdadeiro sacrifício que só a oferta de uma recompensa em forma de juros fizesse surgir, não poderia existir de maneira durável, a menos que a propensão marginal a consumir fosse de tal natureza que a poupança líquida, em situação de pleno emprego, deixasse de existir antes de o capital chegar a ser suficientemente abundante. Mesmo assim, o Estado ainda teria o recurso de manter uma poupança agregada a um nível que permitisse o crescimento do capital até que sua escassez desaparecesse” (KEYNES, 1982, capt 24).

Na citação acima está a definição de rentista feita por Keynes: é aquele que “explora o valor de escassez do capital”. Sua comparação com a escassez da terra é bem elucidativa, pois enquanto a terra é escassa por questões naturais, o capital só é escasso por decisão dos agentes. Aqueles que possuem riqueza, ao invés de fazerem investimentos mesmo com a eficiência marginal do capital sendo baixa, optam por conservá-la na forma monetária. Não à toa que isso acontece, já que a taxa de juros alta é um bom motivo para tanto.

A propósito, Keynes faz uma defesa intransigente da taxa de juros baixa para a economia. Isso tanto para combater a atitude dos rentistas como para criar condições para o investimento, mas com a ressalva que sua efetividade não é certa:

“Um declínio da taxa de juros será de grande auxílio para a recuperação e, provavelmente, uma condição necessária da mesma, mas de momento, o colapso da eficiência marginal do capital pode ser tão completo que nenhuma redução possível da taxa de juros baste para contrabalancear. Se a redução da taxa de juros constituísse por si mesma um remédio efetivo, a recuperação poderia ser conseguida num lapso de tempo relativamente curto, e por meios mais ou menos diretamente sob controle da autoridade monetária” (KEYNES, 1982, capt 22).

Em resumo, o rentista aqui é o agente que possui riqueza na forma monetária e tem vistas a obter mais riqueza através da taxa de juros da economia. Não se preocupa com as eficiências marginais dos diferentes capitais, mas com a taxa de juros estruturalmente alta, de onde provem parte de seus rendimentos. A depressão nos investimentos e na demanda efetiva são conseqüências, em parte, da ação desses agentes.

Na mesma direção apontada pelo rentismo parece estar a especulação dentro da economia monetária da produção. Keynes trata a especulação como mais um motivo de

demanda por moeda. A diferença com outros motivos, como precaução e transação, é que a especulação tem uma relação direta com a taxa de juros e com o preço dos ativos financeiros, tendo a renda menor importância.

“Isso porque a demanda de moeda para satisfazer os motivos anteriores é, em geral, insensível a qualquer influência que não a de uma alteração efetiva na atividade econômica geral e no nível de renda, ao passo que a experiência mostra que a demanda de moeda para satisfazer o motivo-especulação varia de modo contínuo sob o efeito de uma alteração gradual na taxa de juros, isto é, há uma curva contínua relacionando as variações na demanda de moeda para satisfazer o motivo-especulação com as que ocorrem na taxa de juros, devidas às variações no preço dos títulos e às dívidas de vencimentos diversos” (KEYNES, 1982, capt 15).

A especulação nos termos da TG acontece quando o agente joga com as expectativas das taxas de juros e com os preços dos ativos financeiros: demanda moeda quando espera um aumento da taxa de juros ou quando acredita numa baixa dos preços dos ativos financeiros. Está, por isso, em busca de maiores rendimentos no curto prazo, o que pode acontecer pelos ganhos de capital ou pela própria taxa de juros.

Os efeitos dessa posição para a economia podem ser aprendidos na distinção apresentada por Keynes entre a especulação e empreendimento. O primeiro definido como a “atividade que consiste em prever a psicologia do mercado” e o segundo como a atividade “que consiste em prever a renda provável dos bens durante toda sua existência”. A partir disso, verifica-se que o primeiro tem horizonte temporal de curto prazo e busca ganhos de capital, onde os efeitos sobre a renda e emprego na economia não são seguros. O segundo, por outro lado, tem horizonte de longo prazo e privilegia o investimento produtivo, fator indubitável no aumento da demanda efetiva e da renda.

Assim, o predomínio do agente especulador na alocação do capital na economia gera uma redução do horizonte temporal nas decisões de investimento, incentiva as transações com ativos financeiros em detrimento do investimento produtivo e pode resultar na diminuição da demanda efetiva. Isso implica em um aumento da instabilidade do sistema capitalista. Instabilidade existente já em seu funcionamento normal, porém exponenciada com o aumento da especulação. Nas palavras de Keynes sobre os efeitos do especulador para a economia:

“Dessa maneira, o investidor profissional sente-se forçado a estar alerta para antecipar essas variações iminentes nas notícias ou na atmosfera que, como demonstra a experiência, são as que exercem maior influência sobre a psicologia coletiva do mercado. Este é o resultado inevitável dos mercados financeiros organizados em torno da chamada ‘liquidez’. Entre as máximas da finança ortodoxa, seguramente nenhuma é mais anti-social que o fetiche da liquidez, a doutrina que diz ser uma das virtudes positivas das instituições investidoras concentrar seus recursos na posse de valores ‘líquidos’. Ela ignora que não existe algo como liquidez do investimento para a comunidade como um todo. A finalidade social do investimento bem orientado deveria ser domínio das forças obscuras do tempo e da ignorância que rodeiam o nosso futuro. O objetivo real e secreto dos investimentos mais habilmente efetuados em nossos dias é ‘sair disparado na frente’ como se diz coloquialmente, estimular a multidão e transferir adiante a moeda falsa ou em depreciação” (KEYNES, 1982, capt 12).

As conclusões feitas acima sobre a posição do especulador no funcionamento da economia capitalista, portanto, não distam das conclusões já feitas para o rentista. Tanto este como aquele se utiliza das características diferenciadas da moeda para obterem um acréscimo da renda. O rentista explora a resistência que a taxa de juros monetária tem para cair, em comparação com a taxa de juros dos outros ativos, enquanto o especulador busca obter ganhos com as oscilações de curto prazo dos preços da economia, principalmente dos ativos monetários e da taxa de juros. Apesar dessas diferenças teóricas sutis, que na prática torna difícil a separação entre um e outro agente, a recomendação feita por Keynes se aplica para os dois, qual seja: restringir sua participação na economia, seja pela diminuição da taxa de juros ou pela restrição do acesso ao mercado financeiro.

Estas preposições têm como pano de fundo uma economia fechada, trabalhada ao longo de toda TG. No entanto, considerar uma economia aberta (tanto nas transações correntes como na conta de capitais) e periférica (como a brasileira) não altera a posição deletéria dos rentistas e especuladores para a economia. Tal exercício é feito por Amado (2006).

No texto “Controle de capitais e instabilidade financeira: uma abordagem pós-keynesiana”, a questão da especulação⁹ é revisitada para ser o fundamento do controle de capitais. A autora demonstra como as inovações financeiras da década de 1990 foram fundamentais para a globalização financeira (tratada de forma genérica como a integração dos mercados financeiros nacionais). A partir daí tem-se a ampliação do espaço de atuação dos especuladores, que agora além dos ativos domésticos podem se erguer contra as

⁹ A partir de agora tratarei rentista como especulador, uma vez que, como já demonstrado, os dois possuem as mesmas motivações e procedimentos.

moedas nacionais (especulando com a taxa de câmbio) e ainda podem auferir ganhos com os ativos das diferentes economias nacionais.

O lado não social (no sentido de não trazer benefícios para o conjunto da sociedade) das atitudes individuais dos especuladores se manifesta da forma já demonstrada nas páginas acima, isto é, o favorecimento dos ganhos de capital em detrimento do investimento produtivo, capaz de gerar emprego e renda na economia. Tanto para a economia fechada como para a economia financeiramente aberta, a atividade dos especuladores pode representar um freio ao investimento. Além disso, na medida em que aumenta o peso dos especuladores (principalmente no volume de recursos movimentados) sob o signo da globalização financeira, maiores serão as instabilidades sofridas pelas economias nacionais, principalmente periféricas. A fácil entrada e saída dos recursos detidos pelos especuladores geram importantes reflexos sobre a taxa de câmbio e taxa de juros, o que significa que a instabilidade genética desses recursos, que buscam ganhos de curto prazo, é repassada para o conjunto da economia. A expectativa dos agentes é igualmente afetada por tais instabilidades, incrementando a incerteza e afetando, por outro canal, o investimento.

“A ampliação do uso das diversas moedas nacionais como mais um instrumento de especulação é um dos elementos que favorece a instabilidade no sistema financeiro internacional e amplia a vulnerabilidade das economias domésticas. (...) Os próprios movimentos especulativos associados à valorização e desvalorização do câmbio é um dos elementos associados aos bruscos movimentos cambiais da década de 1990, não só em economias periféricas como nas próprias economias centrais” (AMADO, 2006: 92).

Assim, a especulação, intrínseca ao próprio processo econômico, é ressaltada pelos processos de globalização financeira e abertura da conta de capitais. As conseqüências da especulação na teoria keynesiana são reafirmadas, no sentido da especulação poder ser um freio ao investimento. Além disso, novas conseqüências são trazidas à tona, principalmente a questão da maior instabilidade que acompanha a afirmação da especulação pela globalização financeira.

“A liquidez ganha por esses novos ativos, que são transacionados em escala global, em vez de roubar o papel da moeda enquanto referência de liquidez e invalidar a teoria da preferência pela liquidez, ampliou a especulação e, ao fazer isso, ampliou o papel da moeda enquanto limite ao crescimento das economias monetárias de produção, uma vez que intensificou a demanda por moeda

decorrente do motivo especulação. Nesse sentido, ampliou-se a instabilidade tanto em nível nacional quanto em nível internacional ao mesmo tempo que os instrumentos que estavam disponíveis para as autoridades monetárias lidarem com essa instabilidade tiveram seu potencial de ação reduzido com a liberalização financeira. Dessa forma, os impactos reais do movimento financeiro passou a ser muito mais brusco e a gerar efeitos de transbordamento que afetam de forma muito mais brusca as diversas economias nacionais” (AMADO, 2006: 97).

1.2.2. Evidência empírica da especulação – uma interpretação keynesiana para o caso do Brasil

Em Biage, Corrêa e Neder (2006) os impactos de decisões especulativas são observados através da volatilidade dos fluxos de capitais da conta financeira da balança de pagamentos e sua inter-relação com as variáveis macroeconômicas taxa de juros, inflação, câmbio, dívida e risco país. O argumento central dos autores é que, diferentemente da determinação convencional da ortodoxia sobre a taxa de juros dos países em desenvolvimento, a taxa de juros é refém dos fluxos externos de capitais, que em última instância têm sua explicação em movimentos expectacionais e especulativos.

Nos manuais de economia internacional, através da abordagem de portfólio da determinação da taxa de câmbio, obtém-se que a taxa de juros é determinada de tal forma que a rentabilidade de um ativo nacional tem que igualar-se a rentabilidade de um ativo estrangeiro.

O fundamento dessa equiparação é a assertiva evidente de que em mercados eficientes, sem falhas, com livre mobilidade de capital e onde o regulador dos preços é o próprio mercado, não há espaço para ganhos permanentes com arbitragem, a não ser em curtos períodos de tempo, pois uma rentabilidade maior de um ativo em determinado país rapidamente será contrabalanceado pelas entradas de capitais que forçarão a valorização do câmbio no presente. Essa valorização do câmbio presente é relativizada pelo câmbio esperado futuro. De forma sucinta: o investidor estrangeiro contabiliza os juros, o câmbio presente e o futuro, pois uma valorização cambial no presente diante de um câmbio esperado constante significa menor rentabilidade na hora de voltar os recursos para o país de origem.

No entanto, tal simplicidade foi posta à prova e constatou-se que em mercados periféricos existe um viés no que tange à taxa de rentabilidade requerida para títulos

vinculados a devedores que não têm moeda forte. Cumby e Obstfeld (1982) rejeitaram a hipótese da paridade dos juros reais, enquanto Garcia e Didier (2001) e Garcia e Olivares (1999) consideraram que se existe um desvio da paridade coberta dos juros e este desvio é o Risco País, indicando que não há perfeita mobilidade de capitais e que os mercados exigem um *spread* para ficar com títulos de devedores vinculados a países periféricos. Desta forma, a taxa de juros requerida é definida como:

$$i = i^* \text{ (Taxa de juros internacional) + Risco Cambial (forward Premium) + Risco País (índice Embi+)}$$

Países com reconhecidos problemas com o balanço de pagamentos, como foi o caso dos países em desenvolvimento de forma geral (e os latino americanos de forma específica), tiveram como meta explícita ao longo da década de 1990 a atração de capitais forâneos tanto para financiar déficits no balanço de pagamentos, como para sustentar o câmbio fixo ou a valorização cambial (como forma de controlar a inflação). Isso implicou que os juros ofertados por essas economias tiveram que cobrir, além dos juros internacionais, o Risco Cambial e o Risco País. Porém, será que a expectativa e a incerteza dos investidores não influenciaram sobre a determinação dos juros? Será que movimentos especulativos dos capitais estrangeiros, tão necessários para a macroeconomia interna dos países em desenvolvimento, não tiveram participação sobre os juros? Será que o momento do ciclo econômico é dispensável do ponto de vista das decisões dos investidores?

Biage, Corrêa e Neder (2006) através de uma análise de impactos por meio da metodologia VAR (vetor auto-regressivo) das variáveis juros, câmbio, inflação, fluxo de capitais e Risco País da economia brasileira no período pós estabilização demonstraram que os fluxos de capitais responderam muito mais a fatores exógenos à economia nacional do que aos seus fundamentos. Além disso, na ânsia de atrair capitais forâneos os juros tornaram-se reféns dos movimentos expectacionais e especulativos desses. Conforme os autores:

“Para nós, a questão da abertura financeira, conjugada à centralidade da política de combate à inflação para um país que não tem moeda forte como o Brasil, gera uma intensa vulnerabilidade externa, que não se desmonta após a adoção do regime de câmbio flutuante articulado com Metas para a inflação. O que

queremos destacar é que a atração de capitais de curto prazo e extremamente voláteis se mostra funcional para o combate à inflação, tanto na primeira (1994-98), quanto na segunda fase (1999-05). Ocorre que estes capitais exigem forte abertura financeira e são movidos por fatores expectacionais. Para nós a taxa Selic, a Dívida tem relação com a lógica dos fluxos internacionais de capitais, muito mais do que com os indicadores domésticos” (BIAGE, CORRÊA e NEDER, 2006: 23).

Para o caso brasileiro, então, a mecânica que se formou na primeira fase, diante da necessidade de atração de capitais para manutenção do câmbio fixo, demonstrou que os capitais voláteis responderam muito mais aos estímulos do Risco País e em menor medida à taxa de juros do que aos fundamentos da economia. Por seu turno, o Risco País apresentou alto grau de exogenia por ser explicado, na análise de decomposição de variância, eminentemente pelo próprio índice até o 12 lag, tendo alguma influência na sua explicação a taxa de juros e o próprio movimento dos capitais. A taxa de juros também recebe forte influência do Risco País, tanto nos primeiros como nos últimos lags, como da própria taxa de juros, além de uma menor parte devida aos fluxos de capitais. Dessa forma, o Risco País, que é fortemente exógeno e é a tradução dos movimentos expectacionais e especulativos da economia mundial, tem uma forte inter-relação com a taxa de juros e com os fluxos de capitais, demonstrando o comportamento especulativo destes últimos.

Para a fase de câmbio flutuante, constatou-se uma mecânica semelhante, no sentido da liquidez internacional influir diretamente sobre os fluxos de capitais e ter rebatimentos simultâneos sobre a taxa de juros. A diferença para o período anterior é que esta transmissão agora se dá via taxa de câmbio e inflação, uma vez que a política monetária pautara-se pela meta de inflação. Portanto, movimentos na liquidez internacional causam movimentos nos fluxos de capitais, que influenciam a taxa de câmbio e a inflação, rebatendo nas taxas de juros para reverter tal movimento. É de se ressaltar que, assim como na primeira fase, a dívida pública tem pouca responsabilidade na explicação das outras variáveis, porém é fortemente explicada pelo movimento delas. Assim formou-se uma “armadilha macroeconômica” com a abertura financeira, uma vez que os movimentos internacionais de capitais incidem de forma perniciosa na dívida pública.

Outros estudos trabalharam a questão da inter-relação dos fluxos de capitais, Risco País e taxa de juros, como Veríssimo e Holland (2004) e Biage, Corrêa e Neder (2008) e chegam a conclusões semelhantes. Além disso, vale ressaltar que estudos de volatilidade

das contas financeiras da balança de pagamentos, como Biage e Corrêa (2007) e Munhoz e Corrêa (2006) ressaltam que a vulnerabilidade externa esta associada diretamente com o **perfil** dos fluxos de capitais diante da abertura financeira. Quanto maior o peso dos capitais com maior grau de flexibilidade e de maior potencial de especulação mais perniciosa será a inter-relação com o Risco País e a taxa de juros, com perigosos reflexos sobre a dívida pública. Nesse sentido Munhoz e Corrêa (2006) concluem:

“O que queremos então destacar em termos destes resultados é o fato de que a verificação da vulnerabilidade externa do país tem a ver, muito mais com o perfil dos fluxos de capitais do que com os indicadores de solvência externa. Quanto maior o peso dos capitais com maior grau de flexibilidade e de potencial de especulação, tanto mais vulnerável estará o país. Neste sentido, consideramos que no segundo período a situação do país passa a ser menos vulnerável, pois o peso dos capitais mais especulativos passou a ser menor devido à queda do potencial de ganho oferecido pelas dívidas de brasileiros. De um lado, isso ocorreu por conta da queda do Risco País que gerou a queda, principalmente das aplicações em Títulos de Renda Fixa. Note-se que o menor peso dessa conta é uma questão importante, pois a volatilidade desses fluxos foi altíssima. De outro lado, também os fluxos de Moeda e Depósitos perderam peso na Conta Financeira, pois as taxas de juros domésticas também apresentaram forte queda à medida em que as especulações com o valor da moeda se reduziram após a adoção do regime de câmbio flutuante” (MUNHOZ e CORRÊA, 2006: 38).

1.3. Síntese e conclusões

O intuito na primeira parte deste trabalho foi apresentar o modelo neoclássico de funcionamento da economia e como este é o fundamento das 3 gerações de modelos de crises cambiais que a ortodoxia apresenta. O ponto mais destacado foi a questão da neutralidade da moeda e o papel exógeno do especulador, que só tem lugar na teoria quando de alguma falha de mercado ou por conta de um desequilíbrio proporcionado pelo governo.

Por outro lado, dentro da teoria keynesiana o especulador é um agente presente nesta economia em que o futuro é incerto e em que não se sabe o comportamento dos agentes. Neste contexto a dinâmica dos mercados de negociação de títulos se explica em grande parte pela existência de um grande número de agentes que, em grande parte são especuladores. Parte importante da demanda de liquidez depende do comportamento dos mesmos que não é passível de previsão. Este comportamento não pode ser considerado

como externo ao modelo, sendo parte componente e endógena ao mesmo. Ainda sob a desregulamentação financeira, que se espalhou pelo mundo durante a década de 1990, a atividade deste agente torna-se ainda mais deletéria, uma vez que tem como opção a aposta contra um amplo espectro de ativos de diversas economias nacionais.

Trabalhos empíricos demonstraram que para países periféricos com moeda “fraca” na hierarquia de moedas a abertura financeira pode produzir uma inter-relação entre fluxos de capitais, Risco País e taxa de juros onde esta última torna-se refém dos primeiros. Diante disso, foi ressaltado, então, que quanto maior a possibilidade de reversão dos fluxos de capitais, isto é, quanto maior sua volatilidade, mais dramático serão seus efeitos sobre a economia periférica em uma eventual reversão.

CAPÍTULO 2 – ABERTURA FINANCEIRA DOS PAÍSES PERIFÉRICOS – ARGENTINA, BRASIL, CHILE E MÉXICO

Neste capítulo pretende-se apresentar o processo de abertura externa das economias argentina, brasileira, mexicana e chilena. Diante disso, deve-se ter claro o porquê da escolha destes países e o porquê do estudo do processo de abertura externa.

Segundo dados da Cepal (2007) os países estudados são os de maior importância no cenário latino americano, sendo encontrados entre os 5 primeiros em diversos aspectos, como tamanho da população, do PIB e nível de formação bruta de capital fixo.

Além disso, a tarefa principal deste trabalho é a ampliação dos estudos feitos por Biage, Corrêa e Neder (2006), Biage e Corrêa (2007) e Munhoz e Corrêa (2006), a fim de verificar o papel da volatilidade dos fluxos de capitais na engrenagem macroeconômica de outros países periféricos. Pela relativa similaridade, justifica-se a inclusão da Argentina e do México, o primeiro pela vizinhança e pelo papel preponderante no Mercosul e o segundo por conta do tamanho continental. A relativa diferença ficou por conta da experiência chilena, que contou com controle de capitais de curto prazo no início da década de 90; é um país de menor porte e de recursos externos mais estáveis por conta de seu viés exportador.

A necessidade de apreender a abertura externa dos países trabalhados é sua possível influência sobre os fluxos de capitais externos e, conseqüentemente, sobre a volatilidade da conta financeira da balança de pagamentos. A idéia é de que o ingresso destes recursos durante os anos 1990 teve a ver com o processo de abertura financeira e com os movimentos de atração via juros que estes países empreenderam na situação de uma ampla liquidez internacional e de baixos juros na economia Norte Americana (CORRÊA, 2005). Ou seja, apresenta-se uma dinâmica entre a abertura externa (e sua evolução histórica) e sua interação com a economia internacional. Nas palavras de Prates (2006):

“O conceito de inserção externa envolve duas dimensões essenciais, a comercial e a financeira. A análise de sua evolução requer a consideração de aspectos macroeconômicos (como o regime cambial adotado, que define o método de fixação da taxa de câmbio e sua dinâmica de ajustamento) e estruturais (essencialmente, os graus de abertura comercial e financeira das economias e a estrutura de comércio exterior e do sistema financeiro). A interação entre os dois conjuntos de fatores moldará as características dos fluxos financeiros e comerciais entre o país e o exterior. Todavia, o volume e a composição efetiva

desses fluxos dependem também de fatores externos aos países, especificamente, da dinâmica da economia internacional em cada momento da história. A influência desta dinâmica revela-se mais intensa no caso dos países periféricos, como o Brasil” (PRATES, 2006: 119).

Nesse sentido, verificar o nível de volatilidade dos fluxos de capitais das economias latino-americanas e sua inter-relação com variáveis macroeconômicas implica conhecer a forma de inserção dessas economias na economia internacional. Adicionalmente, envolve o conhecimento dos ciclos de liquidez internacional.

Assim, na seqüência será analisada a inserção externa dos países trabalhados. Optou-se por discorrer sobre a evolução histórica da abertura comercial e financeira de cada caso e relacioná-la com o resultado econômico do período, uma vez que o processo de abertura, como nos casos chilenos e argentinos, foi repetido em diferentes momentos. Ao final é feita uma síntese dos casos trabalhados em busca de semelhanças e diferenças que possam ser utilizadas na tarefa de comparar as diferentes consequências da volatilidade dos fluxos de capitais externos.

2.1. Ajuste dos países periféricos e fluxos de capitais no início dos anos 1990

Primeiramente, à título de periodização podemos considerar que os anos 1970 se apresentam como uma fase de alta liquidez internacional na qual se observa uma forte expansão dos empréstimos bancários e um aprofundamento no processo de internacionalização, com expansão do Euromercado. A partir de uma série de inovações financeiras¹⁰ ocorre um movimento de alta oferta de financiamentos bancários, e observa-se um aumento no endividamento dos bancos, das empresas, das famílias, do Governo (MINSKY, 1986).

Neste período ocorrem os dois choques do petróleo e pode-se considerar que o final dessa fase de liquidez se dá em 1979, quando o ministro norte-americano Paul Volker aumenta abruptamente as taxas de juros norte-americanas no intuito de efetuar uma política monetária restritiva. Dado o grau de inter-relação entre os países, as demais taxas de juros internacionais seguem basicamente o mesmo movimento. Os devedores, que haviam passado a captar empréstimos a taxas flutuantes se vêem rapidamente impactados e

¹⁰ Como as operações com Fundos de Reserva Federal e como a criação dos Certificados de Depósitos.

observa-se um crescimento das dificuldades dos países periféricos em honrar os compromissos contraídos. Por um lado, o baixo crescimento econômico que seguiu o aumento dos juros gerava um resultado pior para as contas da Balança Comercial e, por outro, o aumento abrupto dos juros gerava um forte crescimento dos pagamentos de juros, pela conta Serviços.

Ou seja, estas duas dinâmicas geravam uma queda no resultado de Transações Correntes, que passava a apresentar valores negativos. A isto se somava ainda o movimento da Conta de Capitais, que passava a apresentar um ingresso menor. O resultado final era o de que os ingressos autônomos apresentavam-se insuficientes para cobrir as necessidades dos Balanços de Pagamentos destes países, resultando em necessidade de o Governo dos mesmos ir atrás de recursos para o fechamento das contas com o exterior. A forma adotada foi a de acessar recursos bancários de curtíssimo prazo e de solicitar recursos ao FMI, que eram liberados a partir de condicionalidades.

Estas tinham a ver com a leitura da crise elaborada pelos organismos multilaterais: a de que teria havido um excesso de gastos domésticos (especialmente do Estado) e que o ajuste deveria se dar pela via de uma política recessiva, acrescida de incentivos à exportação. Ainda que, em geral os países periféricos tenham seguido este receituário o limite para a adoção desta política se deu de forma diversa em cada um dos países. No que se refere aos países da América Latina, o México decretou moratória em 1983, tendo sido seguido por outros. O Brasil, por outro lado foi o país latino americano que mais demorou a decretar moratória, sendo que sua política ao longo dos anos 1980 voltou-se para honrar os compromissos com o exterior, tendo o Estado Brasileiro assumido grande parte da dívida privada.

Até meados da década de 1980 apresenta-se um período de queda de liquidez, sendo que, a partir daí, passa a ocorrer uma volta paulatina dos financiamentos. Em parte, esta nova onda de liquidez tem a ver com as inovações financeiras processadas nos mercados financeiros: i) o desenvolvimento do mercado de derivativos (operações swaps, de mercado futuro, de mercado de opções), com o intuito de contornar as variações abruptas nas taxas de juros e câmbio e ii) o processo de securitização, que visou driblar a má condição da oferta de créditos via sistema bancário, gerando mecanismos de financiamento através do lançamento de títulos de dívida direta e de transformação de ativos em títulos negociáveis.

Observe-se que esta nova onda de liquidez não se dirigiu inicialmente aos países periféricos, que continuavam com dificuldades de pagamentos a seus credores externos.

No caso dos países Asiáticos, estas dificuldades não se apresentaram e os mesmos iniciaram nesta fase um processo de abertura financeira conjugado a uma política de câmbio administrado. Cabe observar que o processo de abertura financeira estes países apresentam uma forma de inserção nos mercados financeiros internacionais no período de liquidez que estamos tratando (meados da década de 1980 a meados da década de 1990) um pouco diversa da apresentada pelos países da América Latina. Destacamos a este respeito duas questões i) o grande ingresso de capitais que se dirigiu a estes países nos anos considerados se deu principalmente pela via de empréstimos bancários (FMI, 2004), sendo que os investimentos em carteira ainda não estavam sendo centrais aos fluxos financeiros dirigidos a estes países; ii) a relação com o Japão define uma inserção diferenciada.

No que se refere à esta segunda questão, a parceria com o Japão foi importante para definir a articulação destes países ao novo paradigma tecnológico e industrial vinculado à incorporação de produtos e da tecnologia relativos à terceira revolução industrial (COUTINHO, 1999). Ademais, o fato desses países (especialmente os do Leste Asiático) não terem sofrido problemas de ruptura de financiamento externo, permitiu que o Estado continuasse em seu papel de definidor dos rumos de desenvolvimento internamente a cada um deles.

A valorização do Iene, resultante do “acordo de Plaza” em 1985 gerou uma resposta japonesa, a partir da qual este país gerou um “cluster” de investimento e comércio, a partir do deslocamento de seu capital industrial para diversos países do entorno.

O Japão deslocou “... para a região asiática setores produtivos de menor densidade tecnológica e se especializou na exportação de bens de capital, cedendo posição nas manufaturas tradicionais, ao contrário dos EUA que vêm protegendo seus mercados tradicionais disputando mercado no continente” (MEDEIROS, 1998: 281).

É então a partir daí que se estabelece a articulação dos países asiáticos. Estes países adotam uma política cambial que passa a favorecer as suas exportações, na medida em que passam a adotar uma política de manutenção da taxa de câmbio desvalorizada em relação ao dólar, sendo que a isto se somou a continuidade do financiamento externo.

Na medida em que desde meados da década de 1980 começa a ocorrer um novo ciclo de liquidez e que estes países não apresentavam problemas de dívidas, o ingresso de capitais para a região passa a ser forte, pois ademais adotaram-se políticas de liberalização financeira. O ciclo regional de negócios veio junto com um ciclo de ativos (ações e imobiliários) financiados por capitais externos, em grande parte de curto prazo.

As desregulações mais importantes se deram no âmbito do sistema bancário. No caso específico da Coreia do Sul, por exemplo, houve um crescimento da liberdade dos bancos, que puderam ficar mais flexíveis quanto a decisões relativas ao crescimento de seu capital, estabelecimento de filiais, definição de pagamentos de dividendos (PASCHÔA, 2001). Ademais, foi dada também maior liberdade aos bancos e companhias de seguro para negociar bônus públicos fora do país, associado à permissão de negociação com moedas estrangeiras.

Paralelamente apresentava-se também a liberalização do mercado cambial, com a introdução de contas *free won* para não residentes em 1991; com o plano de reforma do mercado (1994); com a abertura do mercado de capitais do país.

A partir desta abertura os não residentes poderiam efetuar aplicações em Títulos de Renda Fixa e em ações diretamente naquele país. Desde 1994 os estrangeiros passam a ter mais acesso a papéis coreanos através da autorização para comprar bônus públicos e governamentais (corrigidos por taxas de juros internacionais), assim como bônus de longo prazo e conversíveis (liberalizados em 1997).

De forma correlata, ocorre também a liberalização de residentes para a compra de títulos de dívida no exterior (em 1995), e também a possibilidade de contratação de empréstimos comerciais no exterior sem a prévia autorização governamental. Este movimento culminou com o relaxamento dos controles da política de empréstimos bancários para os grandes conglomerados.

Com estas medidas, inicia-se a partir de 1994 um período de forte captação externa, aumentando o passivo externo de instituições financeiras, bancos, e obviamente do passivo externo do país.

Os bancos coreanos passaram a flexibilizar mais os seus passivos e no lado do ativo passaram a aumentar suas aplicações em títulos, de forma a que passaram a trabalhar com

coeficientes menores de patrimônio líquido sobre o passivo total, elevando a fragilidade financeira dos mesmos (PASCHÔA, 2001).

A fragilidade fica clara quando se observa que ocorre forte entrada de recursos de empréstimo para os bancos (Conta Outros Investimentos), com forte endividamento em dólar. Esta mudança da legislação que articulou abertura financeira com maior flexibilização das operações do sistema bancário, antes fortemente controlado, foi a tônica geral do que ocorreu com as economias do Sudeste Asiático na primeira metade da década de 1990.

No caso dos países da América Latina foi apenas após a renegociação dessas dívidas (Plano Brady) e da adoção de medidas de abertura financeira que os fluxos de capitais voltaram a fluir crescentemente para a região – fator também relacionado à oferta de altas taxas de juros para atrair esses capitais. A baixa taxa de juros norte americana que vigorou entre o final da década de 1980 e até meados de 1990 explica, por sua vez, a forte expansão de recursos para a América Latina, especialmente aqueles com viés especulativo. Esta fase de liquidez perdurou até a crise da Rússia, em 1998, ainda que tenha havido choques intermediários na crise do México (1994) e da Ásia (1997).

Depois daí, entrou-se em uma fase de redução de liquidez, sendo que ocorreram as crises do Brasil e da Argentina. Entre 1998 e 2002 entrou-se, na verdade, em um período em que se intercalam fases de forte liquidez com fases de abrupta reversão de recursos, dinâmica denominada de “feast or famine” (IMF, 2003). Após 2002 e basicamente até 2007 entra-se de novo em uma fase de expansão de recursos. É um período que inicia com as taxas de juros norte-americanas em queda, movimento revertido no início de 2004, que provocará efeitos de instabilidade dos fluxos, mesmo nestes anos de liquidez. Logo a seguir, na medida em que o “mercado” internaliza a idéia de que tais taxas subiriam de forma paulatina e controlada, se estabelece a volta de recursos aos países periféricos, contrarrestada pela recente crise de Suprime que se inicia no final do ano de 2007.

Isto posto, passemos à análise das principais regulações referentes ao processo de abertura financeira nos países selecionados.

2.2. O caso argentino

A experiência Argentina de abertura externa pode ser identificada em dois períodos: o primeiro associado ao golpe militar de 24 de março de 1976, que perdurou até 1983; e o segundo com a eleição de Carlos Menem para a presidência em 1989.

2.2.1. Primeira abertura (1976 a 1983)

A década de 1970 viu a economia mundial sofrer diversos sobressaltos, dentre os quais se destacam as duas elevações dos preços do petróleo e a reversão da política monetária estadunidense ao final da década. Para os países da América Latina, que seguiam o modelo de substituição de importação sob a orientação do Estado isso, conforme já mencionado representou uma forte redução dos empréstimos externos e a consequente restrição à continuidade do modelo, inclusive para a Argentina.

Com a morte de Perón em julho de 1974, desapareceu a última possibilidade de defesa da industrialização com endividamento externo. O que se seguiu foi governo de Isabel Perón caracterizado por forte instabilidade política. A política econômica, por sua vez, orientou-se no sentido de redução do déficit fiscal e de atração de capital estrangeiro para equilibrar as contas externas. Porém, estas medidas não tiveram efeito e em 1975 a situação do balanço de pagamentos argentino se deteriorou de tal maneira que o país foi obrigado a recorrer ao FMI. Além disso, as contas fiscais estavam totalmente descontroladas e os níveis de preços alcançaram cifras hiper-inflacionárias, de 50% em um só mês (MATTEI e SANTOS Jr, 2006).

Frente ao descontrole econômico e à instabilidade política o golpe de 24 de março de 1976 encontrou pouca resistência, assumindo o General Jorge Rafael Videla. O período que iniciava foi marcado pelo apoio popular, em função do temor das organizações armadas e por forte repressão por parte dos militares, não à toa que é caracterizado como “Processo de Reorganização Nacional”.

No campo econômico, a reorganização se deu através da adoção de medidas ortodoxas, como a abertura comercial e financeira, o congelamento de salários, a liberalização de preços, a desregulamentação do controle de capitais e redução da oferta de

moeda (CARCANHOLO, 2001). Tais medidas, em seu conjunto, definiram uma nova forma de acumulação para a economia argentina, em conformidade com as mudanças em âmbito mundial, como descrito por Gambina et al (2002):

“No se puede entenderse el fenómeno de la economía argentina de los años '70 (en particular desde la época de Maria Estela Martínez de Perón, '74 -'75), sin considerar la situación operada em el âmbito del capitalismo em escala mundial. A meados de la década del '70 se procesa uma crisis del capitalismo que se expresa como baja de la tasa de ganância, y que se manifiesta em el mercado financiero, energético (petróleo) y productivo em general. El tratamiento de la crisis confronta a los distinto actores sociales por el reparto de la renta socialmente generada. La resolución de la crisis se tramita em la esfera política em um trayecto que se inicia com lãs dictaduras militares em Chile y Argentina, para proyectarse a Inglaterra y EE.UU. com los gobiernos de Thatcher y Reagan” (GAMBINA et al, 2002: 100).

Pelo lado comercial, observa-se o desmonte da institucionalidade que perdurou durante o processo de industrialização com endividamento externo. Dentre as diversas ações nesse sentido, destacam-se: a eliminação do câmbio múltiplo e de restrições às exportações, diminuindo a tarifa média de importação de 93% para 52% e aumento dos incentivos às exportações em até 25% (CANO, 2000: 110). O argumento para tanto foi, como já bem conhecido, o propalado aumento da eficiência dentre as empresas argentinas, permitindo a entrada de produtos com similares nacionais para forçar a concorrência.

É aplicada ainda uma reforma tarifária geral, que pretendia reduzir a proteção nominal contra importações a um nível médio de 15% até 1984, com uma dispersão mínima em relação ao número de produtos. O resultado disso foi a queda da tarifa média de 55% em 1976 para 26% no início de 1979 (CARCANHOLO, 2001).

A inflação, um problema crônico à época do golpe militar, foi combatida através das seguidas valorizações cambiais, à despeito da utilização da “tablita”, que foram desvalorizações programadas. Tal iniciativa levou a uma efetiva redução da inflação até fins da década de 70, como se observa na tabela abaixo, o que resultou em um aumento das importações e do consumo da população, este último um dos fatores principais do crescimento econômico no período.

Tabela 1 – Indicadores Macroeconômicos - Argentina (1976 - 1983)

Indicador	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Inflação anual	444	176	175,5	159,5	100,8	104,5	164,8	343,8
Crescimento econômico ¹	-0,2	6,5	-3,4	7,2	1,9	-6,9	-5,5	2,9
Investimento interno ¹	18	19,3	25,9	26,8	27,2	24,4	22,7	22,2
Déficit público primário ¹	12,9	11,9	10,1	9	11,3	16,4	17,2	-
Serviço da dívida pública ¹	6	5,9	8,3	6,6	4,1	8,2	11,9	-
Variação de salário real	-32,7	-1,4	-1,4	14,3	11,3	-10,3	-	-
Taxa de Câmbio real ²	121,2	105,7	84,6	60,95	50,43	60,6	100,1	117,3

1- em % do PIB

2- para 1990=100

Fonte: Carcanholo (2001)

O lado financeiro da nova forma de acumulação da economia argentina deixou de ser o complemento necessário ao processo de substituição de importações, para tornar-se “eje ordenador de las relaciones economicas” (BASUALDO e KULFAS, 2002: 60). Esmiuçando, isso quer dizer que sob a vigência do processo de substituição de importações aspectos financeiros como o endividamento externo e a entrada de capitais foram a contra face da industrialização. Nesse sentido:

“Es pertinente recordar que durante la vigencia de esse modelo el incremento del endeudamiento externo se producía casi exclusivamente cuando las importaciones superaban a las exportaciones, siendo esta última una variable de crucial importancia sobre la base de la cual la oligarquía agropecuaria pampeana expresaba su veto al predominio industrial” (BASUALDO e KULFAS, 2002: 70).

Por outro lado, com a adoção ao neoliberalismo, o lado financeiro da economia deixou de ser um complemento à industrialização para tornar-se o eixo central de acumulação no período (BASUALDO e KULFAS, 2002). Essa posição trás consequências diretas, tanto para a forma de acumulação das empresas como para o papel exercido pelo endividamento externo. Dentre essas ressalta-se: a) crescente importância dos ativos financeiros com respeito aos ativos físicos nas grandes empresas; b) endividamento externo utilizado para valorização financeira, na medida em que as empresas se endividavam no exterior para aplicar no diferencial de juros ofertado pelo governo; e c) saída de capitais como contrapartida da valorização financeira, uma vez que esta refletia a associação do capital nacional ao internacional. É com este enfoque que se deve entender as mudanças financeiras iniciada já no final dos anos 70.

A abertura financeira se processou mais radicalmente em 1978. Ainda em 1977 o controle sobre a saída de capitais externos é trocado pela regulamentação da entrada, o que não impediu o seu ingresso, guiado pelas elevadas taxas de juros internas propiciadas pela desregulamentação financeira patrocinada pelo “Regime de Entidades Financeiras”. Este último foi sofrendo modificações “liberalizantes”, de forma que o Banco Central não mais regulou os preços no mercado de divisas; deu-se tratamento não discricionário para instituições estrangeiras e foi habilitado um mercado a termo para as divisas em julho de 1978.

O controle sobre a entrada de capitais progressivamente perdeu conteúdo, através da: (i) autorização de captação de depósitos em moeda estrangeira pelos bancos argentinos; (ii) limitação a um ano do prazo mínimo para captação de empréstimos externos; e (iii) redução gradual desse mesmo prazo, até sua eliminação em 1979. Não à toa que a entrada de capital externo em 1979 supera a do ano anterior em 1559% (CARCANHOLO, 2001), como se observa na tabela a seguir:

Tabela 2 – Balanço de pagamentos - Argentina (1976-1983) em US\$ milhões

Conta	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Exportações	3918	5651	6401	7810	8021	9143	7623	7835
Importações	2765	3799	3488	6028	9394	8431	4859	4119
Balança comercial	1153	1852	2913	1782	-1373	712	2764	3716
Balança de serviços	-520	-757	-1125	-2352	-3424	-5402	-5151	-6168
Transações correntes	651	1126	1856	-513	-4774	-4712	-2353	-2436
Conta de capital	487	583	267	4430	2377	1646	2123	577

Fonte: Carcanholo (2001)

Em síntese, o modelo neoliberal adotado fez uma abertura comercial a fim de possibilitar um choque de concorrência, uma desregulamentação financeira, para propiciar o aumento do crédito interno e da taxa de juros, e uma abertura financeira que permitiu maior acumulação financeira. Desta maneira, produziu-se uma considerável regressão na economia argentina, ao que parece esquecido pelos formuladores de política dos anos 90.

O choque de eficiência foi superado pela enxurrada de importações, favorecida com a abertura comercial e com a valorização cambial que perdurou por todo o período, como demonstra Cano (2000):

“Com a liberalização comercial, a pauta importadora sofreu profunda alteração entre 1976 e 1980-1981: a participação dos bens de consumo subiu de 2,2% para 17,6%; a de bens de capital de 16,6% para 22,4%; a de bens intermediários caiu de 63,4% para 49,5%; e a de combustíveis, embora seu valor dobrasse, caiu de 17,8% para 10,5%. A ‘abertura para a competitividade e a eficiência’ quadruplica as importações de bens de capital, entre 1975 e 1980-1981, mas as de bens de consumo crescem 13 vezes. A ‘festa’ termina em 1982 com a pauta refletindo, de novo, uma economia deprimida” (CANO, 2000: 113).

Ainda assim, a balança comercial foi superavitária, apresentando um déficit apenas em 1980. O prejuízo maior foi para o setor industrial que, em resumo, passou de um pequeno superávit no comércio internacional em 1976, para um déficit (em bilhões de dólares) de 4,4 em 1980 e 3,6 em 1981. Especificamente, a indústria de transformação “teve débil desempenho, com taxa média anual de (crescimento) -3,1% em 1976/1982, caindo sua participação no PIB, de 28% em 1976 para 24% em 1983, quando seu valor agregado era pouco superior ao de 1970. Mesmo comparando-se 1983 (ano em que a produção sobe 10%) com 1976, o desastre industrial é muito claro: a) a produção de bens de consumo não-duráveis cai 15,1%, e se deles excluirmos alimentos, bebidas e fumo, o resto cai 26%, mesmo com o valor (em US\$ correntes) das exportações totais do grupo crescendo 75% e a de alimentos, bebidas e fumo juntas, 90%; b) a produção de bens de consumo duráveis, incluindo material de transporte, mas não os eletroeletrônicos de consumo, cai 13%. c) a produção de bens de capital cai 19%; e d) a produção de intermediários sobe 0,8% por causa da siderurgia e das não-ferrosos que, juntos, sobem 22%, graças às exportações” (CANO, 2000: 114).

Pelo lado financeiro, observa-se o aumento da dívida externa e o aumento da saída de capitais. Basicamente, o capital internacional em associação ao nacional tirou proveito do diferencial de juros para sua valorização financeira e posterior reenvio de capital ao exterior. Desta forma, é evidente o aumento do endividamento privado externo juntamente com o aumento do endividamento público.

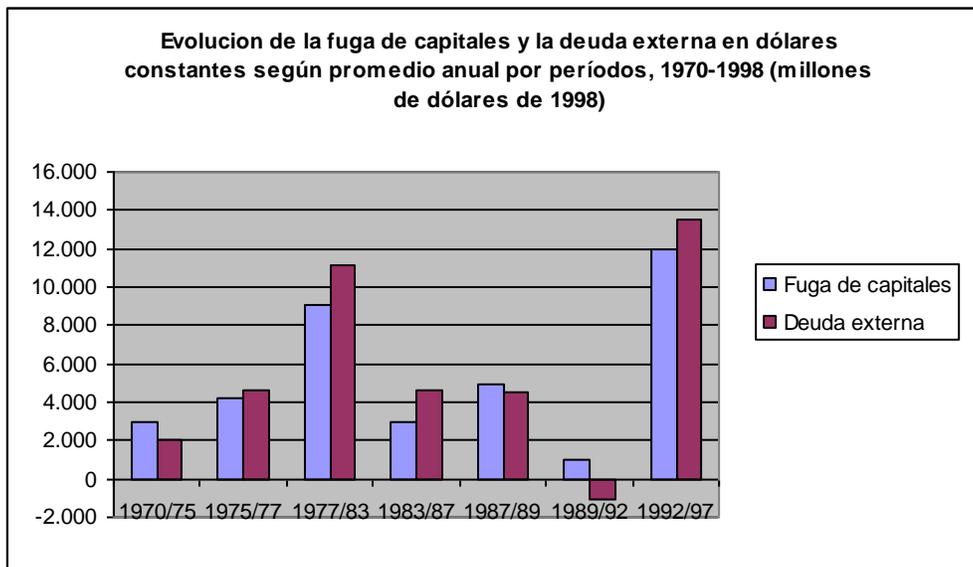
Tabela 3 – Endividamento externo argentino (1976-1983) em US\$ milhões

Indicador	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Estoque Total	8379	9678	12496	19034	27162	33534	43634	45069
Dívida privada	3190	3634	4139	9074	12703	14526	15018	13360
Dívida pública	5189	6044	8357	9960	14459	19008	28616	31709
Total/PIB	17,1	17,4	21,6	26,3	30,9	40,1	53,7	53,6
Total/exportações	2,13	1,71	1,95	2,43	3,38	3,66	5,72	5,75

Fonte: Carcanholo(2001)

Ainda sobre a relação do endividamento externo com a saída de capitais, sob a égide da valorização financeira, o gráfico abaixo é elucidativo:

Gráfico 1 – Fuga de Capitais e Dívida Externa Argentina (1970 a 1998)



Fonte: Basualdo; Kulfas (2002)

Portanto, com uma pauta exportadora que sofreu sérios retrocessos industriais, uma balança de pagamentos deficitária e sem capacidade de atrair recursos externos e com forte fuga de capitais, que culminou com crescimento negativo em 1981 e 1982, o governo se viu obrigado a reverter as reformas neoliberais adotadas até então. Soma-se ainda o processo de redemocratização e a crise da dívida, que condicionou toda política econômica dos anos 80.

2.2.2. A segunda abertura (a partir de 1989)

Diante da crise econômica e social não solucionada pela política de Raúl Alfonsín do partido da União Cívica Radical, não foi difícil o partido peronista de Carlos Menem vencer as eleições de 14 de maio de 1989. A magnitude da crise era tanta que o presidente foi obrigado a antecipar a passagem do cargo, renunciando em 8 de julho daquele ano.

Inicialmente, como instrumento para combater a inflação que já atingia elevados patamares, o governo lança ainda em 1989 o *Plan BB* e no ano seguinte o *Plan Bonex*. Ambos de caráter ortodoxo buscaram reduzir a oferta monetária, forçando a elevação da

taxa de juros, e reduzir os gastos do governo (incluindo subsídios e incentivos fiscais) como forma de conter a demanda. O segundo plano, um verdadeiro tratamento de choque, levou as taxas de juros à níveis superiores aos da inflação, ocasionando taxas reais de juros positivas que, entre abril e setembro de 1990, oscilaram entre 80% e 150%. Ainda houve a troca compulsória dos depósitos a prazo nos bancos por títulos de dívida pública dolarizados (os *Bonex*), pagáveis em 10 anos, com diferença cambial a favor do governo. À diferença do plano anterior, o câmbio foi valorizado em 41% de 1989 para 1990 (CARCANHOLO, 2001). O resultado, no entanto, para ambos os planos, foi a continuação da elevada inflação conjugada ao baixo crescimento econômico.

Conjuntamente às tentativas frustradas de estabilização monetária, o governo lança mão de reformas estruturais no sentido de aprofundar a liberalização comercial e financeira iniciadas em fins da década de 70, porém revertidas com os desajustes econômicos da década de 80. Dentre estas medidas, Hermann (2001) destaca: a) a Lei de Emergência Econômica (agosto de 1989), que suspendeu as políticas de promoção à indústria nacional e às exportações (com base em subsídios) e concedeu ao capital externo as mesmas condições de tratamento regulatório, creditício e tributário vigentes para o capital nacional; b) a Lei de Reforma do Estado (agosto de 1989), que regulamentou as privatizações, inclusive de bancos nacionais e provinciais, envolvendo incentivos à participação de investidores estrangeiros neste processo; c) normas do BCRA, que regulamentaram e estimularam a captação de depósitos e operações de crédito em dólares pelos bancos argentinos (julho de 1989 e março de 1991) e liberalizaram o mercado de câmbio (dezembro de 1989 e abril de 1991).

Assim, idéias antigas foram ressuscitadas sob uma roupagem moderna, da “globalização”, favorecendo a já conhecida valorização financeira no país através da liberdade de movimentação do capital internacional. Não por acaso coincidiu com o processo de retomada da liquidez internacional, “marcado por taxas de juros em queda e pela gradual recuperação econômica nos Estados Unidos (EUA), assim como na maior parte dos países mais desenvolvidos – tradicionais exportadores de capital para a América Latina” (HERMANN, 2001: 9). Soma-se ainda as elevadas taxas de juros internas praticadas desde o *plan Bonex*.

Em janeiro de 1991 é adotado um novo plano para a estabilização da economia. Aproveitando-se da importância que adquiriu o dólar perante a falta de confiabilidade na moeda nacional, o ministro Domingo Cavallo lança o “Plano de Convertibilidade” “que engloba a proibição por lei de mecanismos de indexação, a fixação de salários e tarifas públicas por tempo indeterminado, a aceleração da abertura comercial e a lei de convertibilidade, que fixou o câmbio em 10.000 austrais (moeda argentina da época) por dólar e, posteriormente (01/04/1991), fixou a taxa de câmbio em 1 dólar por peso (nova moeda)” (CARCANHOLO, 2001: 18). Não obstante, ainda criou a exigência de uma cobertura de reservas internacionais de 100% para a base monetária.

Da política que coadunou a situação externa favorável com a convertibilidade da moeda nacional à internacional resultou a queda da inflação, a remonetização da economia, com depósitos tanto em dólares como em austrais/pesos, e a retomada do crédito por parte dos bancos, uma vez que estes possuíam agora depósitos para sua atuação. De saída estes fatores produziram crescimento do PIB e uma conseqüente situação favorável das contas do governo, que se beneficiou da estabilização e do aumento da arrecadação.

“Em suma, motivado pelas novas condições geradas pela liberalização financeira, pela disponibilidade de capital externo e pela estabilização de preços, o Sistema Financeiro Argentino viveu, a partir de 1991, uma fase expansiva bem semelhante à que se seguiu à experiência da década de 1970 – inclusive em termos de fragilidade externa e financeira – sustentando um ritmo acelerado de crescimento do PIB, à taxas médias de 7,6% ao ano entre 1991-94. No contexto de ampla abertura comercial e rigidez cambial, o crescimento foi liderado pelo consumo e produção de bens non-tradeables, cujas perspectivas de preços e taxas de retorno mostravam-se melhores que as do setor de tradeables” (HERMANN, 2001: 10).

Portanto, se a nova rodada de aberturas da virada da década de 1980 produziu, por um lado, a estabilização e crescimento econômico, por outro suas bases tornaram-se acentuadamente mais frágeis, aumentando a possibilidade de reversões bruscas. Fragilidade no sentido apresentado por Mollo (1988), que é o aumento das posições especulativas na economia, onde esta fica mais suscetível às mudanças das variáveis macroeconômicas como juros e câmbio.

Nesse sentido, vale retomar a apresentação de Hermann (2001) que afirma três fontes principais de aumento da fragilidade bancária no período: a) o risco de crédito típico, “associado à possibilidade de retração da renda nacional, podendo levar alguns devedores a

uma situação de inadimplência”; b) o risco peculiar do perfil dolarizado da economia, uma vez que os bancos captavam em dólares e emprestavam em pesos, já que o crédito foi direcionado eminentemente para o consumo e para o setor de *non-tradeables*; e c) risco “minskyano” típico, “associado a expectativas otimistas, que tendem a tornar firmas, consumidores e instituições financeiras mais propensos ao risco e, portanto, à emissão e aquisição de dívidas” (HERMANN, 2001: 11).

Carcanholo (2001) agrega ainda a situação das contas externas e o aumento do endividamento público como fatores que se somam para aumentar a fragilidade da economia. A face negativa da valorização conjugada à abertura comercial foi a já observada enxurrada de importações e um sério processo de desindustrialização, o que resultou na passagem de um déficit em transações correntes como proporção do PIB de 2,41%, em 1992, para 3,59%, em 1994. A entrada de capitais, que sustentou a convertibilidade, aproveitou-se do diferencial de juros e contribuiu para “fechar” o balanço de pagamentos, que teve sua contra-face no aumento do endividamento externo, que passou de US\$ 62 bilhões em 1990 para US\$79,5 bilhões quatro anos depois, mesmo com um pesado processo de privatizações de grandes empresas públicas. Ou seja,

“o processo de abertura externa na Argentina da década de 90, aprofundado e agravado por um regime de câmbio nominal fixo, levou a déficits crônicos em suas contas externa, ao superendividamento externo público e privado (...) e a volatilidade nas taxas de crescimento da economia” (CARCANHOLO, 2001: 23)

A transformação da fragilidade em instabilidade, isto é, a disrupção das condições de financiamento propiciadas pela inadimplência dos agentes especulativos já fora esboçado em 1992, quando o regime cambial argentino sofreu um “mini” ataque especulativo, que foi contido pela forte atuação do BCRA. No entanto, com a elevação da taxa de juros americana, a consequente restrição da liquidez internacional e a crise mexicana em dezembro de 1994, o plano de convertibilidade foi posto à prova, tendo duas alternativas como solução: a) desvalorização cambial e uma consequente quebra bancária generalizada ou b) um forte ajuste recessivo para equilibrar a balança de pagamentos.

A segunda opção prevaleceu e produziu uma queda de 4,6% do PIB em 1995, a redução do déficit em conta corrente para 0,8% do PIB (2,5 pontos percentuais abaixo do

registrado em 1994), um conjunto de regulamentações prudenciais e a continuidade do plano de convertibilidade.

“O principal foco das mudanças regulatórias implementadas após a crise de 1995 foi o controle do grau de liquidez do sistema, reforçado por dois novos instrumentos: a) a política de requisitos mínimos de liquidez, que substituiu o mecanismo convencional de recolhimentos compulsórios; b) o “programa contingente de pases” (PCP), um mecanismo inovador de socorro de liquidez para os bancos locais, através de empréstimos de bancos internacionais ao BCRA” (HERMANN, 2001: 13).

Desta forma, verifica-se que normas para o socorro em momentos de crise foram colocadas em práticas, porém o processo de abertura financeira que propiciou as crises pouco foi questionado. Portanto, a dinâmica que produziu a “ressaca” do efeito tequila teve continuidade na segunda metade da década de 90, com fatores conjunturais como o Mercosul, a valorização cambial brasileira e as privatizações ora contribuindo ora não tendo participação alguma. É por isso que o período é tratado na literatura econômica partindo de 1989 e chegando até a moratória e crise de 2001, mesmo levando em conta o sinal dado em 1995 da possibilidade de uma grande crise financeira.

De fato, a crise de 2001 pode ser tratada como um aprofundamento daquela observada em 1995, à despeito das regulamentações adotadas e à diferença da profundidade (queda do PIB de 11% em 2001). A dolarização generalizada que tomou conta da economia foi um importante potencializador da crise, uma vez que contratos, depósitos e empréstimos bancários estavam sendo feitos em dólares. A percepção do risco pelos investidores estrangeiros, que na forma da entrada de capitais sustentaram tanto a convertibilidade como o crescimento através da maior liquidez bancária¹¹, traduziu-se em uma restrição de dólares para a economia. Em conjunto com um acentuado déficit nas transações correntes, oriundos tanto das importações como do pagamento de juros, resultou em uma corrida a favor do dólar. Como consequência direta foi adotado: i) o “*corralito*”, visando defender o setor

¹¹ Hermann (2001) tratando mais especificamente da primeira metade da década de 90 demonstra que “o forte ingresso de capital permitiu aos bancos expandirem a oferta de crédito”, direcionados principalmente ao setor de non-tradeables e às famílias (financiando o consumo). Cano (2000) igualmente afirma que “o expressivo crescimento do PIB no período teve um sentido eminentemente consumista-importador”. Para a segunda metade da década, Cano (2000) observa que o sentido foi o mesmo da primeira metade, porém com um crescimento menor do PIB, crescimento menor do consumo e importância maior da relação com o Brasil em função do Mercosul. Segundo Carcanholo (2001) “essa extrema dependência do capital externo faz com que a economia argentina apresente um ciclo de crescimento bastante instável, ora com taxas muito positivas, ora com retrocessos expressivos”.

bancário dos saques em dólares, e ii) a moratória da dívida externa, privilegiando uma renegociação dos prazos. Além disso, a instabilidade tomou conta do cenário político argentino, produzindo uma sucessão de 5 presidentes em menos de 6 meses e os seguidos “panelaços” por grande parte da população.

Em síntese, as políticas neoliberais da década de 90 propiciaram maior valorização financeira, que conforme Basualdo e Kulfas (2002) se tornaram “eje ordenador de las relaciones economicas”, em detrimento da situação social da maioria da população. Conforme o Gráfico 1, já citado, a partir dessa forma de acumulação de riqueza estabeleceu-se uma relação positiva entre a dívida externa e a fuga de capitais, verificado tanto no período 77-83 como no período 92-97. A explicação, como já afirmado para a primeira experiência neoliberal no país, é a associação do capital nacional ao internacional para acumulação de capital, tanto pela rentabilidade financeira proporcionada pelas elevadas taxas de juros como no processo de privatização de grandes empresas públicas. A necessidade de dólares para a saída dos capitais valorizados internamente (fuga de capitais) vai além daqueles gerados pela iniciativa privada no país, restando ao setor público a tarefa de obtê-los, através do endividamento externo.

“Ante esta situación, es necesario reparar en que el importante superávit del sector público en la Balanza de Pagos se logra porque el endeudamiento externo prácticamente duplica los intereses devengados por el mismo. Por lo tanto, se puede afirmar que, durante la década pasada, su deuda externa no está em función de los intereses que le debe pagar a sus acreedores externos, ni siquiera depende de sus propios requerimientos presupuestarios, sino que el factor fundamental es la necesidad de equilibrar las cuentas externas em una situación donde el saldo del sector privado es fuertemente negativo” (BASUALDO e KULFAS, 2002: 92).

Já o período pós-crise foi marcado pela retomada do crescimento econômico com estabilidade. O debate nesse aspecto é se esta retomada significa uma reorientação da forma de acumulação ou se uma continuidade, porém com variáveis macroeconômicas em melhores níveis.

Lauar e Cunha (2007) apresentam a melhora da situação do balanço de pagamentos, das transações correntes, da situação fiscal do governo juntamente com a melhora de indicadores sociais e de renda e emprego. Resumidamente, isso se deu através do modelo de dólar alto (o peso argentino é mantido desvalorizado), somado a um ajuste fiscal do

governo oriundo de: a) tributações sobre as exportações e sobre operações financeiras; b) interrupção do pagamento de juros da dívida externa; e c) ajuste primário do governo federal e das províncias. Além disso, os autores observam a heterodoxia teórica na busca do controle de preços através de políticas não-monetárias, como subsídios a insumos industriais e acordos com redes de supermercados. Outro aspecto importante, heterodoxo, é a “estratégia de acumulação de reservas internacionais, reduzindo o nível de exposição do país aos riscos dos mercados financeiros internacionais e evitando a valorização do peso ao reduzir a quantidade de dólares em circulação”. O instrumento para tanto foi a exigência por lei da liquidação de receitas de exportações no BCRA (posição contrária do Brasil e Chile).

Desta forma, segundo os autores, abriu-se o caminho para um crescimento econômico que, se aproveitando da retomada cíclica, foi guiado em um primeiro momento pela melhora das exportações, fruto da desvalorização, e depois pela retomada da demanda interna, favorecida por um efeito riqueza para aqueles que possuíam dólares, pela redução da inflação e por “um programa do governo de subsídio ao desemprego e pela determinação de aumento nominal de salários”. Da segunda metade de 2004 até 2007 a justificativa do crescimento está na soma dos dois fatores precedentes, que favoreceu ainda um processo de re-industrialização.

“O atual desempenho não apresenta problemas de instabilidade macroeconômica que historicamente condicionaram o crescimento na Argentina. Cada surto de crescimento era interrompido por um estrangulamento externo pela escassez de divisas, obrigando o governo a incorrer em uma desvalorização que, por sua vez, desencadeava efeitos contracionistas. O superávit das contas do governo e o acúmulo de reservas fornecem robustez fiscal e externa respectivamente reduzindo as chances de fuga de capitais, e a probabilidade de crises financeiras bem como no balanço de pagamentos. O câmbio desvalorizado também altera os preços relativos incentivando os setores intensivos em mão de obra. Isso promove uma expansão da demanda por empregos e aumenta a massa salarial e os níveis de salário real. O superávit do governo também permite corrigir desequilíbrios macroeconômicos como pressões inflacionárias, possibilita a realização de política fiscal anticíclica e intervenções no mercado de câmbio. A menor vulnerabilidade do governo a choques adversos, permite maior solidez para a condução da política econômica e aumenta a confiabilidade frente aos mercados financeiros e projetos de investimentos privados” (LAUAR e CUNHA, 2007: 18)

Em contraste com esta posição otimista, Carcanholo e Amaral (2007) e Gonçalves (2004) afirmam que apesar da adoção de instrumentos heterodoxos de política econômica o

modelo adotado segue as mesmas bases daquele que produziu a crise de 2001. Ademais, o nível da dívida e o pagamento de juros, principais bandeiras do novo modelo, acabaram por retomar seus valores pré-crise.

A retomada do crescimento, portanto, é atribuída muito mais a uma retomada cíclica tanto da economia mundial como do crescimento evidente depois de uma crise sem precedentes na história do país. A afirmação central é que este crescimento está assentado na forma excludente definida no período neoliberal, ainda que possa ser afirmado que a valorização financeira como eixo ordenador das relações econômicas tenha perdido força. Pauta exportadora baseada nas vantagens comparativas (crescimento das exportações principalmente de gás, petróleo e soja), superávit primário produzido pelo corte dos serviços públicos, não questionamento do processo de privatização e da dívida “odiosa”, a retomada da dívida e seus juros e piora nas condições sociais através da precarização do emprego foram as características apontadas que sustentam a não ruptura com o modelo neoliberal.

“Então, o saldo positivo em transações correntes não se deu em função de uma melhora da balança de serviços, que segue crescentemente deficitária, ficando evidente a permanência do pagamento de juros e remessa de lucros para o exterior. Isto ocorre inclusive porque o governo Kirchner preferiu não romper com a opção feita por Menem na década anterior, seguindo com uma inserção externa baseada na produção primária e pautada pela estabilização macroeconômica com abertura comercial e desregulamentação financeira, de modo a ter ampliados seus níveis de endividamento e transferência de recursos” (CARCANHOLO e AMARAL, 2007:16).

Desta forma, medidas antiliberais como o default da dívida em 2001, políticas não-monetárias de controle de preços, manutenção do câmbio desvalorizado e tributações sobre operações financeiras não podem ser definidos, em conjunto, como uma nova orientação da economia argentina, mas antes como medidas circunstanciais que se adequaram à forma de acumulação do período, abalado por uma grande crise e com desconfiança por parte dos investidores internacionais.

2.3. O caso brasileiro

O processo de abertura comercial e financeira levado a cabo no governo Fernando Henrique Cardoso (1995-2002) representou mais do que a estabilização monetária (fato fundamental de sua eleição em 1994); foi uma reorientação do modelo de desenvolvimento da economia brasileira. No bojo desta mudança encontra-se uma diferente articulação das classes sociais em torno do Estado brasileiro, destituindo aquela que ordenou o desenvolvimento no processo de substituição de importações.

As finanças internacionais juntamente com alguns setores nacionais, incluindo ai gestores da política monetária no período, conseguiram vultosos lucros em detrimento dos tradicionais exportadores e da indústria nacional. A contraface deste processo foi uma herança maldita, caracterizada por um brutal endividamento do Estado brasileiro somado à crescente volatilidade do balanço de pagamentos e, conseqüentemente, das variáveis macroeconômicas fundamentais, além de um claro processo de desindustrialização.

A abertura comercial e financeira foi apresentada à sociedade brasileira como única forma de superar a “década perdida”, além da áurea de modernidade que permeava o discurso daqueles que ganhariam com ela. Seu fundamento, basicamente, foi a utilização da poupança externa para: (i) estabilização monetária, baseada na âncora cambial; e (ii) para financiar os investimentos na economia nacional.

A implementação do Plano Real e seu funcionamento, no entanto, demonstraram que atrair poupança externa envolveu muito mais do que a existência de liquidez internacional, vigente no período 1990 a 1997. Foi necessário atrair os capitais internacionais através de elevadas taxas de juros e privilegiar os setores ligados às finanças internacionais¹².

¹² Dias antes do lançamento da nova moeda, a despeito do anúncio da paridade de 1 real para 1 dólar feito pelo ministro da Fazenda, as compras de dólares pela autoridade monetária já eram feitas abaixo dos 95 centavos de real (NASSIF, 2007: 190). A previsível valorização cambial, acusada em estudos preliminares por aqueles responsáveis pela construção do plano, não só não foi combatida, como foi incentivada por anos, através das ações do Banco Central. Tal medida foi um dos fatores que levou Nassif (2007) a conclusão de que o que estava em processo era o assalto do Estado brasileiro pelos financistas internacionais em conluio com os nacionais. Outra face desse processo, escancarado para o conjunto da sociedade, foi o incrível enriquecimento dos gestores da política monetária, que depois do Plano Real e não por acaso, deixaram seus cargos públicos para atuar em bancos de investimento da iniciativa privada.

A jogada da valorização cambial significou restringir a oferta de liquidez da economia brasileira aos grupos de investimento financeiro. Com a valorização cambial ficou difícil para os exportadores conseguirem obter seus dólares, produzindo um déficit na balança comercial em todos os anos no período de 1995 a 2002,

O funcionamento da economia após a implementação do plano real seguiu essa característica de origem, qual seja: o favorecimento da acumulação financeira em detrimento do conjunto da sociedade. O governo FHC, ainda que marcado por diferentes períodos, sob câmbio restringido e depois flutuante, não fugiu desta forma de atuação, tendo conseqüências diretas para a estabilidade da economia brasileira.

A abertura externa da economia já vinha ocorrendo desde o governo Collor, tido como precursor da onda neoliberal no país. Pelo lado comercial, deu maior ímpeto e conteúdo ao processo de redução tarifária das importações que ocorrera no biênio 1988/89. A liberalização comercial respondia à “nova” política industrial, proposta pelo governo no documento “PICE” (Diretrizes Gerais para a Política Industrial e de Comércio Exterior) de 26/06/1990, que buscou a “redução progressiva dos níveis de proteção, com a redução das tarifas e a eliminação da distribuição indiscriminada de incentivos e subsídios, de forma a fortalecer os mecanismos de concorrência e mercado” (CARCANHOLO, 2002: 145).

Nesse sentido, o governo FHC, através da manipulação das alíquotas de importação, trabalhou para aprofundar a liberalização comercial. Ainda que em alguns momentos, por conta de constrangimentos conjunturais como em 1995, a liberalização tenha retrocedido, a orientação nos 8 anos de governo foi a maior abertura comercial. Não à toa que ao final de 2000 nota-se um substancial aumento do coeficiente de penetração das importações para a indústria, não acompanhado pelo coeficiente das exportações, e um déficit comercial crônico ao longo da segunda metade da década de 1990.

“O que ocorreu, na verdade, foi uma mudança estrutural na economia brasileira durante os 90. O processo de abertura comercial, em conjunto com a valorização cambial, levou a um brutal crescimento das importações, não acompanhado pelas exportações. Como não se tratou de algo meramente conjuntural, a demanda tendeu a se deslocar dos produtos domésticos para os produtos importados, elevando a propensão a importar da economia. Notadamente, o avanço deste

e ficou arriscado para os bancos tradicionais obterem empréstimos externos, uma vez que qualquer pequena desvalorização do real em grandes montantes de dólares poderia representar enormes prejuízos na operação. Desta forma, restou aos grupos financeiros a tarefa de fornecer os dólares necessários para a ancoragem cambial. A forma de proporcionar lucro para os responsáveis pela liquidez, intuito buscado por alguns atores da política monetária, como André Lara Resende (NASSIF, 2007: 188), economista com dupla militância, foi a perseguição da valorização cambial, que através da especulação no mercado futuro de “vendidos” e “comprados” favoreceu os grupos financeiros. Assim, essa valorização cambial no início do plano “matou dois coelhos com uma única cajadada”, já que restringiu os atores responsáveis pela liquidez e ofereceu uma forma deles lucrarem com isso. Foi aí a conformação da base de apoio político de FHC.

efeito rumo aos setores intermediários de produção provocou um verdadeiro *processo de dessubstituição de importações*” (CARCANHOLO, 2002: 149).

Pelo lado financeiro, a abertura e desregulamentação ocorreram, igualmente, ao longo de toda década de 90, porém aprofundado sobretudo no governo FHC. Sucintamente, a desregulamentação se deu através da autorização da criação dos bancos múltiplos (reforma bancária de 1988), flexibilização da captação de poupança externa e interna através de modificações na lei das Sociedades Anônimas (criou novos mecanismos e fundos, como títulos com correção cambial, por exemplo) e a criação de Fundos de Investimento Financeiros (FIF's), que posteriormente foram flexibilizados pelo fim das exigências de limite para investimentos representados por ações, valores imobiliários e derivativos. Contudo, as operações de renda fixa, em geral, continuaram limitadas a 49% do patrimônio total (CARCANHOLO, 2002).

Dessa forma, do ponto de vista das atividades das instituições financeiras, ocorreu um maior crescimento do mercado de títulos em comparação com o de crédito bancário. Diante das elevadas taxas de juros oferecidas pelos títulos públicos federais, houve uma reestruturação das carteiras das instituições financeiras em favor de títulos e valores mobiliários. “Essa parcela passou de 4,9% para 24% na carteira dos bancos públicos entre 1994 e 1998. Já no que se refere aos bancos privados, essa parcela cresceu de 8,6% em 1994 para 26,5% em 1998. Em 1999, os bancos privados nacionais tiveram 31,8% de suas receitas provenientes da aplicação nesses ativos” (ANDIMA, 2002).

O início da liberalização financeira¹³ remonta a liberalização cambial iniciada no biênio 1987/88 com a criação do segmento de taxas flutuantes para as transações relativas a viagens internacionais¹⁴. Mais tarde outras atividades foram englobadas, como transações unilaterais e uso de cartão de crédito internacional, facilitando o investimento de brasileiros no exterior. Os bancos comerciais receberam autorizações para atuar nesse segmento e a exigência de identificação dos vendedores de divisas caiu ainda no início da década. Desta

¹³ O processo pode ainda ser encontrado na literatura como *integração financeira ou conversibilidade (ou abertura) da conta de capitais* do balanço de pagamentos, “o que significa que moedas nacionais são livremente conversíveis em moeda de outros países e, assim, recursos podem ser enviados e recebidos do exterior sem qualquer restrição” (SICSÚ, 2007: 186).

¹⁴ Ainda em 1990 foi criado o segmento de câmbio livre, orientado para as transações comerciais, investimentos e empréstimos. Ressaltou-se mais a história do flutuante, pois é nele que foram realizadas as transações financeiras.

forma, constuiu-se a liberdade de compra e venda de moeda estrangeira no país para aplicação financeira, sem a necessidade de aprovação prévia por parte do Banco Central.

No tocante à entrada e saída de divisas do país vale observar a evolução de dois dispositivos legais: a Carta Circular n. 5 do Banco Central, emitida em 27/02/1969, e a Resolução n. 1289 de 20/02/1987 do Banco Central.

A Carta Circular n.5, mais conhecida como CC5, foi originalmente criada para regulamentar a Lei 4.131 de 03/09/1962, que disciplina a aplicação do capital estrangeiro e as remessas de valores para o exterior. Seu intuito era facilitar a transferência de recursos por parte de não-residentes ao seu país de origem, desde que a quantidade a ser transferida não fosse superior à quantidade com que cada indivíduo ou empresa havia ingressado no país (caso não tivesse feito uso do seu saldo inicial). Portanto, a CC5 nesse sentido representou um facilitador das transações comerciais e de turismo.

Sua desfiguração, levando a CC5 a ser instrumento de transferência para o exterior de todo tipo de recursos e sem limite de quantidade, aconteceu por meio da Carta Circular 2.259 e da Circular 2.242, ambas emitidas pelo BCB em 1992, que regulamentaram a Resolução 1.946 do CMN de 1992. A partir daí agentes financeiros não-residentes foram autorizados a: (i) abrir contas permanentes em instituições financeiras residentes no país e (ii) transferir para o exterior os recursos depositados em suas contas CC5 sem autorização prévia e em qualquer quantidade¹⁵. Ou seja, abriu-se a possibilidade de agentes residentes transferirem recursos para o exterior através de depósitos nas contas CC5 das instituições financeiras não-residentes, sem qualquer restrição¹⁶ (SICSÚ, 2007).

O golpe final sobre a conta CC5 original aconteceu com a reforma cambial iniciada em 2005, quando, dentre outras medidas liberalizantes de maior profundidade, foi reconhecida oficialmente a possibilidade de envio de recursos ao exterior por qualquer agente, tornando regular uma ação corrente dos agentes financeiros desde a primeira

¹⁵ O Câmbio utilizado nessas transações partia do segmento flutuante.

¹⁶ A assimilação por parte dos agentes do mercado financeiro levou tempo e exigiu a exposição dos operadores do Banco Central, em um episódio lembrado pela “cartilha da sacanagem cambial”: “Isso significa que, se um agente quiser fazer uma remessa para o exterior basta que deposite cruzeiros na conta de uma instituição financeira não-residente e deixe que ela faça o resto. Com os cruzeiros reais, ela pode comprar moeda estrangeira em banco aqui no Brasil e transferir a moeda para a conta do destinatário no exterior. O novo regime permite uma amplitude para movimentos de capital que não conhecia precedente no país” (BCB *apud* SICSÚ, 2007: 193).

desfiguração da CC5. Além disso, houve a unificação dos dois mercados cambiais, o livre e o flutuante¹⁷.

No caso das liberalizações de entrada de capitais a Resolução de 1987 do CMN estabeleceu a regulamentação que disciplinava as Sociedades de Investimento – Capital Estrangeiro (Anexo I), os Fundos de Investimento – Capital Estrangeiro (FICE – Anexo II), e as Carteiras de Títulos de Valores Mobiliários – Capital Estrangeiro (CTVM – Anexo III). Em síntese: “enquanto os Anexos I e II regulamentavam o investimento de portfólio com instituições financeiras constituídas no país, o Anexo III regulamentava o investimento de portfólio através de carteiras de valores mobiliários mantidas e com cotas negociadas no exterior” (CARCANHOLO, 2002: 154).

Em 1991 foi criado o “Anexo IV”, regulamentando as carteiras de valores mobiliários de companhias abertas por investidores institucionais estrangeiros. “Diferente das outras modalidades, o Anexo IV não incluía requerimentos de diversificação de capital inicial, possuía duração indeterminada, e estabelece isenção de tributação sobre ganhos de capitais”, o que acabou por absorver o Anexo III e tornou-se a principal modalidade de entrada de capital estrangeiro nas bolsas de valores do país.

Em 2000, com a Resolução 2689 o marco regulatório foi alterado mais uma vez no sentido de atualizar e simplificar as aplicações de não residentes nos mercados domésticos financeiros e de capitais (CARCANHOLO, 2002):

“Na prática, com a nova regulamentação, o capital externo de portfólio não precisa mais declarar o tipo de aplicação que pretende fazer. Com isso, os investidores podem transferir seus recursos no país de uma aplicação para outra sem restrição. Assim, o novo marco regulatório não representou uma redução do grau de abertura financeira mas, ao contrário, no sentido de simplificar a regulamentação sobre o investimento externo de portfólio, significou a reafirmação do compromisso do país com a liberalização do fluxo de capital externo” (CARCANHOLO, 2002: 155).

Ainda sobre a liberalização da entrada de capitais, Carcanholo (2002) destaca a regulamentação sobre investimento de portfólio, através do Fundo de Renda Fixa – Capital Estrangeiro (FRFCE), de 1993, que permitiu o investimento em títulos do Tesouro ou do Bacen (até a faixa de 35%); e as Resoluções 2148, 2170 e 2312 do biênio 1995/96, que

¹⁷ Conforme Sicsú (2007) essas foram medidas menores da reforma, pois no caso da CC5 apenas reconheceu-se uma prática que já era comum e para a unificação cambial afirma que não representa nenhum impeditivo de um futuro controle de capitais.

possibilitaram uma maior captação bancária de recursos externos para empréstimo interno (financiamento de custeio, investimento, comercialização, imóvel, e exportação).

Desta forma, a desregulamentação e a liberalização financeira que ocorreram no país durante a década de 90 criaram as condições para a plena mobilidade de capitais. A conformação da livre entrada, da livre saída e a possibilidade de utilização de novos instrumentos financeiros (como títulos com correção cambial e a emissão de *commercial papers* em moeda estrangeira) são as marcas desse processo. Nesse sentido, Carcanholo (2002) ressalta o conseqüente aumento do fluxo de capitais internacionais na década de 90, principalmente via investimento de portfólio; o crescimento do mercado de capitais e o alto grau de desenvolvimento do mercado de derivativos; a desnacionalização do Sistema Financeiro Nacional através do aumento da participação estrangeira no sistema bancário; e o aumento das operações externas dos bancos múltiplos, tanto pelo lado do ativo como pelo lado do passivo.

O Plano Real lançou mão da abertura externa que já ocorria na economia brasileira para assegurar o influxo de capitais, que serviu para “fechar” o balanço de pagamentos e para a valorização da âncora cambial da estabilização monetária, além do já citado golpe de valorização cambial. A abertura comercial sem precedentes, juntamente com o processo de privatizações¹⁸, cristalizou perigosos déficits nas transações correntes durante toda a segunda metade da década de 90, o que forçou a necessidade de capitais forâneos. Ademais, esses capitais, diante das inovações financeiras tanto em âmbito internacional como nacional, adquiriram característica crescentemente volátil, conforme a já observada entrada de capitais sob forma de investimento de portfólio.

A engrenagem macroeconômica que se formou desde então produziu uma crescente vulnerabilidade externa para a economia brasileira, com a piora sensível de diversos indicadores. O aumento da dívida pública e do passivo externo são os principais exemplos desse processo. Em um primeiro momento, frente à liquidez internacional, os capitais ingressantes forçaram o aumento da dívida pública através da esterilização dos reais trocados pelos dólares. Depois, na medida em que os déficits em transações correntes

¹⁸ Não é objeto aqui o enorme e polêmico processo de privatização levado a cabo por FHC. Vale recordar apenas que, a despeito de gerar US\$ 87 bilhões como receita para o Estado, a dívida líquida do setor público cresceu US\$ 410 bilhões entre 1994 e 2000. Acrescentam-se ainda casos duvidosos, como da Eletropaulo, que ajudou a cunhar o título de privatária para o processo.

tornavam-se rígidos, a elevação da taxa de juros passou a ser instrumento estratégico, uma vez que poderia tanto diminuir a demanda interna por importações como, principalmente, ser atrativo para os capitais internacionais. Assim, em um segundo momento, a elevação da dívida pública adquiriu um caráter estritamente financeiro, pois foi “retroalimentada” pelos seguidos aumentos da taxa de juros¹⁹.

Carcanholo (2002) demonstra que o aumento da vulnerabilidade externa pode ainda ser captado pelo aumento do passivo externo, que engloba a dívida externa e o estoque de capital estrangeiro. A questão importante nesse indicador é que traduz, além do pagamento de juros, a remessa de lucros e dividendos, o que questiona até o intocável Investimento Estrangeiro Direto, pois o aumento deste pode representar um aumento do envio de lucros para o exterior. Questiona também o processo de privatização, pois unicamente a mudança para propriedade de estrangeiros já cria, de saída, o envio de recursos para o exterior.

Em síntese, a política neoliberal aprofundada por FHC na segunda metade da década de 90 favoreceu o investimento financeiro em detrimento do conjunto da sociedade. Produziu um baixo e errático crescimento econômico, com elevada taxa de desemprego e com piora dos indicadores econômicos de vulnerabilidade externa. Se a década de 80 foi perdida pode-se considerar a década de 90 mais que perdida.

Corrêa (2007), Biage e Corrêa (2007) e Munhoz e Corrêa (2006) destacam especialmente a característica volátil dos capitais ingressantes na economia brasileira neste período, principalmente a partir do Plano Real. Seu argumento é que o aumento da vulnerabilidade externa não se dá apenas pela piora dos indicadores tradicionais, mas que a cobertura dos déficits em transações correntes incorporou cada vez mais capitais que podem tanto sair como entrar rapidamente na economia brasileira liberalizada.

A volatilidade desses capitais e sua importância para “fechar” o balanço de pagamentos implicaram na perda de autonomia da política monetária, mais precisamente a perda da determinação da taxa de juros interna. Uma vez que a âncora cambial deveria ser defendida como forma de garantir a estabilização monetária, lançou-se mão da taxa de juros para “recompensar” os capitais ingressantes. A questão é que estes capitais, diante do fim do acordo de Bretton Woods, foram liberados para a busca de ganhos financeiros, sendo influenciados por qualquer variação de preços nas economias nacionais de todo o mundo.

¹⁹ Lembrando aqui que apenas em 1996 e 1997 o resultado primário das contas do governo foi deficitário, sendo superavitário em todos os outros anos.

Assim, diferente do argumentado pela ortodoxia, esses capitais não respondem apenas à situação econômica interna, mas também à expectativa dos investidores, à situação das economias com moeda forte e ao efeito contágio.

O efeito deletério dessa nova característica é evidenciado mais claramente em momentos de crise. Frente à situação favorável de liquidez internacional há espaço para queda da taxa de juros, melhora nas análises de risco país e euforia por parte dos investidores. No entanto, quando se apresentam as crises, provenientes de uma infinidade de possibilidades (vide as diferentes fugas de capitais que foram observadas na economia brasileira a partir do Plano Real), esses capitais rapidamente buscam liquidez e refúgio em ativos seguros, como títulos americanos. Exatamente em momentos onde a economia brasileira mais necessitou de recursos externos para fazer frente aos déficits rígidos das transações correntes, foi quando esses capitais mais se evadiram e exigiram como contrapartida do ingresso uma elevada taxa de juros. Não à toa que durante o período a taxa de juros brasileira sempre esteve entre as maiores do mundo.

A consequência para dívida pública brasileira foi seu crescimento por conta do já citado componente financeiro, comprometendo diretamente os indicadores de vulnerabilidade externa. Assim, a volatilidade dos fluxos de capitais, ao manterem a taxa de juros refém de suas decisões, comprometeu a capacidade de resistência da economia brasileira a fatores desestabilizadores e/ou a choques externos. Sua influência sobre as avaliações de risco país é igualmente perniciosa, pois como já constatado ao longo da década de 90, estas avaliações tiveram menos sucesso em antecipar crises econômicas do que acompanhar a direção que apontava os fluxos de capitais.

Para o período sob câmbio administrado, as contas do balanço de pagamentos que tiveram maior influência na determinação da volatilidade dos fluxos financeiros foram da conta financeira: Outros Investimentos e Investimento em Carteira. Conforme Corrêa e Biage (2007) suas sub-contas de maior impacto sobre a volatilidade²⁰ no período foram os Investimentos em Carteira de Estrangeiros, principalmente via aplicações em ações de companhias brasileiras (ACB) e aplicações em títulos de renda fixa (TRF). Para o caso da conta Outros Investimentos foram as sub-contas Moeda e Depósitos de Brasileiros (MDB),

²⁰ A pesquisa dos autores indicou tanto a volatilidade como a participação relativa sobre as referidas contas, pois uma sub-conta pode ter grande volatilidade, no entanto com baixa participação relativa.

Empréstimos e Financiamentos de Estrangeiros e Moeda e Depósitos de Estrangeiros (MDE).

A conta Investimento em Carteira registra fluxos de ativos e passivos constituídos pela emissão de títulos de crédito, comumente negociados em mercados secundários de papéis. Nesse sentido, a compra e venda de ações de empresas brasileiras e de títulos de renda fixa por estrangeiros foram os movimentos que mais influíram na volatilidade do Investimento em Carteira. Por outro lado, os fluxos financeiros referentes à movimentação de depósitos mantidos por brasileiros no exterior e por estrangeiros no Brasil, somado à Empréstimos e Financiamentos de Estrangeiros, que se refere a “ativos financeiros criados quando um credor empresta recursos diretamente a um tomador, mediante acordo em que o prestador: ou não recebe nenhum título de crédito, ou recebe um instrumento e pagamentos antecipados” (BACEN apud BIAGE e CORRÊA, 2007: 23), foram os movimentos que mais influíram sobre a conta Outros Investimentos.

Depois de apontar as sub-contas mais voláteis, Biage e Corrêa (2007) estudaram a inter-relação desses fluxos entre si e entre as variáveis: Taxa Selic, Taxa de Câmbio, Índice EMBI+ Brasil e Taxa Swap DI-PRÉ 360. Identificaram que a maior volatilidade no período foi desencadeada, em momentos de reversão das expectativas, com a fuga inicial para o exterior de MDB, o que conduziu à piora das expectativas sobre a economia nacional, levando consigo TRF, ocasionando o aumento do Índice EMBI+ e resultando, por fim, a uma fuga de MDE. Como consequência (evidenciado de forma prática frente à crise mexicana, russa e asiática), a SELIC aumenta para trazer os recursos de volta ao país e impedir uma crise cambial. O aumento da SELIC traz de volta MDB, mostrando que a principal variável que influí sobre esse fluxo é a taxa de juros, o que incentiva o retorno de MDE e uma consequente melhora das expectativas, trazendo ao final TRF e induzindo a queda do Índice EMBI+.

De forma prática, isso afirma a idéia já apresentada de que a volatilidade dos fluxos financeiros utilizados para “fechar” a balança de pagamentos, em momentos de reversão das expectativas, quando o país mais necessita desses recursos, induz a uma piora dos indicadores de vulnerabilidade. A relação de MDB com a taxa SELIC é a manifestação mais clara de que estes recursos buscam o ganho financeiro fácil, influenciando diretamente nas

outras sub-contas da conta financeira da balança de pagamentos e provocando passivos nefastos para a economia nacional.

Com a desvalorização de 1999 abandona-se a âncora cambial em favor da utilização das metas de inflação como forma de garantir a estabilização monetária. Segue-se ainda uma mudança no cenário de liquidez internacional, caracterizado por: (i) uma menor liquidez do que no período precedente, (ii) movimentos curtos de abundância e restrição (dinâmica *Feast or Famine*), (iii) hierarquização dos países emergentes receptores de recursos e (iv) maior atenção à política monetária dos países centrais, especialmente à taxa de juros norte estadunidense.

Diante deste novo cenário (conjugação do interno e externo) a dinâmica da volatilidade apresentou mudanças no seu funcionamento. Biage e Corrêa (2007) dividiram o período 1999 a 2006 em dois outros sub-períodos: 1999 a 2002 e 2003 a 2006. O primeiro marcado pela exacerbação do “*Feast or Famine*” e o segundo por uma maior liquidez internacional, ainda que não retomando o auge do período com câmbio administrado. Suas principais conclusões foram que no período como um todo as taxas de juros internas, mesmo ainda respondendo à necessidade de atração de capitais, puderam ser estruturalmente menores, uma vez que livraram-se do risco cambial que deveriam cobrir por conta da âncora cambial valorizada (*Forward Premium*). Com isso, houve uma queda da volatilidade da conta Outros Investimentos, que pela menor possibilidade de ganhos de arbitragem resultou em uma diminuição da volatilidade (e do patamar) de MDB e MDE. Para o período, a sub-conta que apresentou maior volatilidade foi “Empréstimos e Financiamento”, pois englobou tanto as operações de regularização com FMI como também empréstimos e financiamentos a outros setores, que foram fluxos influenciados diretamente pela dinâmica da taxa de juros norte americana.

A conta Investimento em Carteira apresentou durante o período maior volatilidade, porém, com estoque de capital menor do que no período anterior. Assim, ainda que tenha se acentuado a volatilidade dessa na conta financeira, foi possível para esta última apresentar menores variações. A redução do nível do Investimento em Carteira ocorreu, principalmente, pela menor possibilidade de ganhos financeiros com a queda da taxa de juros, materializada na queda da movimentação estrangeira com Títulos de Renda Fixa

(TRF). A volatilidade desta sub-conta foi atribuída à sua dinâmica mais ligada a movimentação da taxa de juros dos países centrais, especialmente dos Estados Unidos.

Logo, com a diminuição da possibilidade de especulação, principalmente via taxa de juros, o período com câmbio flutuante apresentou menor volatilidade quando comparado ao período 1994/98²¹. Ressalta-se que isso foi resultado da menor incorporação de capitais com potencial de volatilidade na conta financeira da balança de pagamentos, quais sejam: Moeda e Depósito de Brasileiros e Estrangeiros e investimento estrangeiro em Títulos de Renda Fixa. Nas palavras de Biage e Corrêa (2007):

“O que queremos então destacar em termos destes resultados é o fato de que a verificação da vulnerabilidade externa do país tem a ver, muito mais com o perfil dos fluxos de capitais do que com os indicadores de solvência externa. Quanto maior o peso dos capitais com maior grau de flexibilidade e de potencial de especulação, tanto mais vulnerável estará o país. Neste sentido, consideramos que no segundo período a situação do país passa a ser menos vulnerável, pois o peso dos capitais mais especulativos passou a ser menor devido à queda do potencial de ganho oferecido pelas dívidas de brasileiros. De um lado, isso ocorreu por conta da queda do Risco País que gerou a queda, principalmente das aplicações em Títulos de Renda Fixa. Note-se que o menor peso dessa conta é uma questão importante, pois a volatilidade desses fluxos foi altíssima. De outro lado, também os fluxos de Moeda e Depósitos perderam peso na Conta Financeira, pois as taxas de juros domésticas também apresentaram forte queda à medida em que as especulações com o valor da moeda se reduziram após a adoção do regime de câmbio flutuante” (BIAGE e CORRÊA, 2007: 38).

Portanto, é evidente que a volatilidade não está ligada unicamente à política monetária dos países centrais, ainda que seja uma variável fundamental a ser analisada. As opções macroeconômicas internas e a evolução histórica da abertura externa, como demonstrado acima, ao traduzir a relação estabelecida com os capitais especulativos nacionais e internacionais ganham importância na análise.

2.4. O caso mexicano

A crise mexicana de 1982 marcou o fim do período de substituição de importações no país. Com ela ficou marcada também a guinada à direita do Partido Revolucionário Institucional (PRI), maior força política desde 1929. Nesse sentido houve uma progressiva

²¹ Ainda que apresente uma menor volatilidade, vale lembrar o aumento da dívida pública por conta dos títulos atrelados à variação cambial.

perda de capacidade de atuação do Estado e um favorecimento das forças de mercado com a abertura comercial e financeira.

A crise foi fruto dos desequilíbrios econômicos que perduraram ao longo da década de 70. Os déficits em transações correntes crônicos ocorreram mesmo com a elevação das exportações, uma vez que as importações foram favorecidas pelo câmbio valorizado que prevaleceu por todo o período, à parte de 1975 a 1977, e pela menor dimensão absoluta e relativa da indústria de bens de capital nacional. Na primeira metade da década de 1970 o crescimento econômico foi estimulado pelo gasto e investimento públicos, uma das fontes do endividamento externo e da inflação. Além disso, o dólar “barato” forçou também o endividamento privado. Na segunda metade, depois da desaceleração que sofreu a economia no período 1974-77, permaneceu a centralidade da intervenção estatal, porém mais direcionada para o desenvolvimento petrolífero, que, por um lado, postergou a desaceleração da economia, por outro, exigiu pesado financiamento e, portanto, maior endividamento externo (CANO, 2000).

O que puxou o gatilho da crise foi a elevação da taxa de juros norte americana conjugada a fuga de capitais. Diante disso ocorreu a aceleração da inflação e uma forte desvalorização da moeda nacional, evidenciando a falta de controle e fiscalização do sistema financeiro e das empresas privadas nacionais que se endividaram em dólares. Em última instância, o ônus da desvalorização recaiu sobre a sociedade, pois o estado foi levado à estatizar a dívida privada e a socorrer o sistema bancário através da estatização dos principais bancos nacionais. Dessa forma, a dívida externa que era de 34 bilhões de dólares em 1980 passou para 53 em 1981 e 68 em 1982, culminando com a moratória no mesmo ano.

Inicialmente, com a crise, a política econômica adotada teve um caráter ortodoxo, ainda que no tocante a movimentação financeira e abertura comercial tenham sofrido circunstâncias restrições. Optou-se por alterar a política fiscal até então vigente, com elevado corte do gasto público, aumento dos preços públicos (35% reais), contenção dos salários (que caíram cerca de 30% reais entre 1981 e 1985) e desestatização (ou liquidação) de 214 entidades públicas (CANO, 2000). A partir de 1984, a abertura comercial, que apresentou um ensaio no período 1975-77 e foi contida no ano de 1982, seguiu seu caminho. A redução da proteção industrial através das licenças para importar, a redução das

tarifas médias para importação e redução da utilização do instrumento de *preços oficiais de referência de importações* ao longo da década de 80 foram fatores desse processo.

A partir de 1984 ocorreu também um incremento na desregulamentação e liberalização financeira. Nas palavras de Cano (2000): “Neste período ainda não ocorreria a desregulamentação ao capital estrangeiro, mas tão-somente algumas medidas que estimularam processos de conversão de dívida e operações de *swap* que resultaram, notadamente a partir de 1985, em aumento de entradas de investimentos”. Nesse sentido está a autorização para os bancos emitirem aceites com taxas e prazos livres, redução do controle sobre taxas passivas e diminuição de alocação dirigida para o crédito no final da década. Além disso, um fato marcante para o sistema financeiro foi a crescente participação de títulos da dívida pública na carteira dos agentes (CANO, 2000: 422).

O resultado econômico no período 1982-88 foi desalentador, pois o PIB ao final do período só foi capaz de recuperar o nível de 1981, a inflação não retrocedeu, houve uma queda no investimento privado e, principalmente, público e não fossem as exportações favorecidas pela desvalorização, pelo crescimento econômico dos EUA e pela *maquiladora* o resultado teria sido ainda pior. O que vale ressaltar, no entanto, são duas características apresentadas nesse período que são profundizadas no período subsequente: i) a opção adotada a partir de 1982 não foi apenas para conter a crise econômica, mas marcou uma reorientação do modelo de desenvolvimento, privilegiando a abertura comercial e financeira e ii) a ligação da economia mexicana à americana.

Assim como nos outros casos já estudados, diversos planos de estabilização foram lançados ao longo da década de 1980 para conter o processo inflacionário (PIRE e PAC ainda na primeira metade da década e PSE e PECE depois de 1987). Especialmente nos últimos, que conseguiram fazer a inflação retroceder, as ações adotadas apresentaram tanto aspectos heterodoxos, com os controles de preços, como ortodoxos de aprofundamento da liberalização comercial e financeira.

Dessa forma, prosseguiu a liberalização comercial que privilegiou principalmente a especialização produtiva para a exportação (*maquilas*) e o setor de mineração, ainda que o petroleiro tenha sofrido um duro golpe com a queda de seu preço no mercado mundial. O ingresso no Tratado de Livre Comércio com os EUA e Canadá em 1992 foi o ápice desse processo, onde segundo Cano (2000) os interesses americanos estavam em fortalecer os

laços comerciais no México, garantir reservas petrolíferas e consolidar um espaço de produção, inversão e consumo para se contrapor aos espaços asiáticos liderados pelo Japão e pela CEE. O resultado não poderia ser outro: aumento das importações muito acima das exportações, gerando desequilíbrios fundamentais que culminaram com a crise de 1994.

“No cabe duda que el proceso de liberalización comercial tuvo éxito en generar una rápida expansión de las importaciones y exportaciones. El total del comercio exterior (exportaciones más importaciones) pasó de representar 25,6% del PIB en 1988 a 39,5% en 1994 y 55,2% en 1997. Sin embargo, es claro también que esta expansión presentó fuertes desequilibrios entre 1988 y 1994: mientras que las importaciones aumentan su participación en el PIB en 10,6 puntos porcentuales, las exportaciones lo hacen en solo 3,3 puntos” (ROS e BOUILLON, 2000: 6).

Pelo lado financeiro, ocorreu a liberalização da participação estrangeira nas empresas nacionais e a liberalização para maior entrada e saída de capitais. No primeiro aspecto representou a desfiguração da “ley de inversión extranjera” de 1973, que reservava certas atividades econômicas a mexicanos e restringia a participação estrangeira. No governo de De la Madrid, principalmente depois de 1984, e de Salinas a partir de 1989 a interpretação desta lei foi intencionalmente deixando de ser restritiva, culminando com uma profunda desregulamentação com o decreto de maio de 1989, onde o intuito do governo foi aumentar a participação do investimento estrangeiro através da aprovação direta de projetos de investimento com menos de 100 milhões de dólares (e que atendesse às condições de gerar divisas e desenvolvimento regional, entre outras). Em 1993, no âmbito do TLCAN, a desregulamentação toma novo fôlego onde “el límite máximo del 49% desaparece como regla general que norma la participación de la inversión extranjera y la gama de sectores con algún tipo de restricción a la propiedad extranjera se reduce considerablemente” (ROS e BOUILLON, 2000: 7).

Os primeiros passos para a maior liberdade de entrada e saída de capitais foram dados ainda no governo De la Madrid através das medidas, já citadas, para a “desrepressão” financeira, como o fim dos limites para as taxas de juros praticadas na economia, o que segundo a teoria da repressão financeira poderia motivar uma maior poupança. No período subsequente com o governo Carlos Salinas de Gortari essa diretriz é incrementada: “En 1989 y 1990, se adoptan las principales medidas de apertura a la inversión extranjera de cartera en los mercados accionario y de dinero. El decreto de mayo de 1989, ya

mencionado, liberaliza el régimen de inversión neutra (introducido en 1986) para fomentar el ingreso de inversionistas foráneos en el mercado accionario mexicano. A ello se agrega, a fines de 1990, la eliminación de restricciones a la compra por extranjeros de valores de renta fija (esencialmente valores gubernamentales)” (ROS e BOUILLON, 2000: 8).

Desta forma, houve uma retomada dos fluxos de capitais que haviam escasseados durante a década de 80. Os fatores que se somaram à abertura externa da economia mexicana e que contribuíram para tanto, resumidamente, foram: i) a desrepressão do sistema financeiro possibilitando níveis mais elevados das taxas de juros internas e maior liquidez para os bancos; ii) a re-privatização bancária juntamente com outras privatizações estratégicas, dentro do arcabouço do Plano Brady de renegociação da dívida externa de 1989; iii) a diminuição preliminar da dívida externa por conta do Plano Brady; iv) a maior liquidez internacional propiciada principalmente pela diminuição das taxas de juros americana e por modificações no marco regulatório do investimento em carteira desse país; e v) a negociação para o ingresso no TLCAN por parte do México e que culminou com sua integração em 1992.

A crise que eclodiu ao final de 1994 pode-se dizer que foi fruto do “sucesso” da dinâmica macroeconômica que se formou com os elementos citados acima. O fluxo de capitais favorecidos pela opção neoliberal incrementada em fins da década de 80 representou uma faca de dois gumes para o comercio exterior mexicano, pois enquanto forçou a valorização cambial e, assim, prejudicou as exportações e favoreceu as importações, contribuiu com o financiamento do déficit da balança de pagamentos. Neste sentido, enquanto houve liquidez internacional postergaram-se os desequilíbrios econômicos fundamentais²² e alimentou-se uma euforia financeira.

Seguiram-se uma especulação bursátil e uma elevada alavancagem em dólares dos bancos, já re-privatizados:

“A internacionalização do sistema financeiro estimulou a expansão dos depósitos à vista em moeda estrangeira, os quais, como proporção dos meios imediatos de pagamentos (M2) passaram de 2,8% em 1991 para 5,5% em 1994 e 10% em 1996-1997. O elevado ingresso de capital estrangeiro de curto prazo também

²² Tanto o é que os funcionários do Tesouro dos EUA tinham outras preocupações à época do colapso financeiro: “Em um dos documentos chegam a dizer oficialmente que ‘aos inversionistas não preocupa o tamanho do déficit em conta corrente ou a desvalorização (...) e sim (o movimento de) Chiapas’” (Lustig *apud* Cano, 2000, p.443).

estimulou fortemente a especulação na Bolsa de Valores, que teve seu índice (em dólares correntes) multiplicado por quase nove vezes, entre dezembro de 1987 e dezembro de 1993, antes da crise” (CANO, 2000: 441).

Em síntese, a abertura externa da economia mexicana em fins da década de 80 produziu, por um lado, a deterioração das transações correntes do balanço de pagamentos, principalmente via aumento das importações muito além das exportações, e, por outro, o ingresso de capitais estrangeiros especulativos, que incrementaram a movimentação da bolsa de valores, o aumento da utilização dos títulos públicos, a maior dolarização da economia, o aumento do crédito interno (que financiou principalmente o consumo) e a valorização cambial. Desta forma, o crescimento no período 1989-1994 pode ser atribuído principalmente ao consumo, financiado por maior crédito bancário, o que segundo Ros e Bouillon (2000) “explican porqué enormes déficits em cuenta corriente, que alcanzaron niveles record, emergieron en el contexto de un bajo ritmo de crecimiento económico. Mientras que en el pasado, déficits em cuenta corriente del orden del 7-8 por ciento del PIB eran excepcionales y característicos de períodos de muy rápida expansión económica, a principios de los años noventa esos déficits emergen en una economía semi-estancada y no muestran signos de revertirse cuando el crecimiento se desacelera de 1991 em adelante”.

O ingresso de capitais no período foi atribuído em grande parte aos investimentos em carteira, principalmente no início da década de 90, chegando a representar 85% do total dos fluxos brutos. O investimento estrangeiro direto só adquire maior importância a partir de 1994, ano que conjugou o início da crise financeira e, ironicamente, a formalização do TLCAN (LUSTIG, 2000).

A crise de confiança por parte dos investidores estrangeiros (que coincidiu com a crise política originada do assassinato de Colosio, candidato governista na sucessão presidencial) durante boa parte do ano de 1994 e o ataque contra o peso ao final do ano demonstraram a vulnerabilidade externa da economia mexicana. O mecanismo de financiamento do déficit da balança comercial via fluxos de capitais especulativos externos, que motivou o crescimento liderado pelo consumo, demonstrou-se pernicioso em momentos de reversão das expectativas, pois além de ser incapaz de contrarrestar a crise incrementou-a através do aumento da dívida pública e, principalmente, através da inevitável desvalorização do peso, que pegou em cheio o sistema financeiro parcialmente dolarizado. Somam-se ainda as tentativas frustradas de impedir esta situação com a emissão

dos Tesobonos, títulos de dívida indexados ao dólar, que de US\$ 2 bilhões em abril de 1994 passam para US\$ 29 bilhões em dezembro do mesmo ano, potencializando ainda mais a devastação financeira da desvalorização.

Os anos seguintes são marcados pela repercussão da crise, sem, no entanto, retroceder nas reformas neoliberais já adotadas. Neste sentido está o auxílio financeiro internacional orquestrado pelos EUA ainda em 1994, antecipando o inevitável, e que angariou junto ao Canadá, Brasil, Argentina, Chile e organismos multilaterais US\$ 53 bilhões de dólares. Como contrapartida “o congresso dos EUA exigiu (...) garantia as faturas de exportações mexicanas de petróleo, depositadas em conta *rotatória* no FED, além de obrigar o México a assumir o receituário do FMI (estabilização, ajuste fiscal e reformas) e de pagar todas as despesas com estudos, juros, viagens, comissões e outras inerentes a esse ‘socorro’ financeiro” (CANO, 2000: 443).

Além da continuidade da política de abertura externa com especialização produtiva para a exportação, nos anos que se seguiram à crise operou-se um ajuste sobre as contas públicas que “reduziu os gastos totais em 13% reais (os de capital, em 31%) em 1995 e os de 1996 ainda eram 6% reais menores (os de capital, 21%) do que os de 1994” (CANO, 2000: 444).

A desvalorização resultante do ataque contra o peso em fins de 1994 contribuiu para o superávit da balança comercial de 1995 a 1997, com as exportações crescendo mais que as importações (e não por conta de uma queda abrupta das importações), o que impactou positivamente no crescimento econômico que se seguiu a queda de 6,2% do PIB em 1995. Teve direta influencia a relação da desvalorização com o TLCAN, oficializado a partir de 1994. Neste sentido, Cano (2000) alerta que a retomada do modelo de crescimento baseado na abertura externa com especialização produtiva para a exportação teve êxito momentâneo nos anos que se seguiram à crise econômica de 1995, especialmente por conta da desvalorização e do acesso preferencial aos mercados americano e canadense. Porém, observa que já a partir de 1997 a tendência a valorização cambial é prevaiente e que o crescimento das exportações esteve muito condicionado à situação do mercado americano, o que cria um horizonte de médio e longo prazo perigoso do ponto de vista da dependência da demanda deste país.

Assim, a mecânica que originou a crise econômica de 1995 por conta da forma de abertura externa da economia mexicana voltou a operar logo após alguns anos da crise, uma vez que a valorização cambial, por conta do influxo de capitais externos, é observada já a partir de 1996. Além disso, operou-se uma “*desubstituição de importações*”, pois “o modelo de reestruturação produtiva adotado, implica, num primeiro momento, desestruturar partes das cadeias produtivas, eliminando empresas ou mesmo linhas de produção. Num momento seguinte, a reestruturação feita sob o comando do capital internacional substitui, com importações crescentes, o que antes era fornecido pela produção interna” (CANO, 2000: 453), sendo a predominância das maquilas na pauta exportadora e importadora um exemplo marcante deste processo.

Em 2002 o país consegue o grau de investimento das agências de avaliação de risco. Tal reconhecimento ganhou importância a partir das seguidas crises financeiras da segunda metade da década de 90, que induziu a busca dos investidores estrangeiros por formas de discriminar o mercado de títulos dos países emergentes, em consonância com os Fundos Dedicados a Países Periféricos (BIAGE, CORRÊA e NEDER, 2006, p.21) e os mecanismos de alerta especiais para estes mercados, como sistemas Value at Risk, “que induz os investidores a cancelar suas posições nesses mercados para reduzir a volatilidade geral do seu portfólio, acentuando a instabilidade do acesso ao mercado” (PRATES e FARHI, 2004: 9). Nesse sentido, esta avaliação positiva coroou o esforço do país em sua opção de abertura externa, pois reafirmou o processo já em curso de favorecimento do investimento estrangeiro.

A partir da crise o que se observou foi a maior entrada de investimento estrangeiro direto ao invés do investimento em carteira, predominante no início da década de 90. Tido como mais estável no tocante a volatilidade, o investimento estrangeiro direto, por outro lado, teve grande responsabilidade no processo de substituição de elos verticais da cadeia produtiva mexicana. Ao invés de fazer aportes à indústria nacional, o investimento estrangeiro operou na aquisição da indústria nacional, inclusive com as privatizações, e no favorecimento das importações para sua produção. Ao mesmo tempo, observa-se um incremento do nível de remessas de lucros ao exterior, o que somado ao déficit nas relações comerciais com o exterior cristalizou uma necessidade permanente de dólares na economia

mexicana. Assim, apesar de menos volátil o investimento estrangeiro direto pode ser prejudicial para o conjunto da economia, como apontou Sánchez (2007)

“resulta frecuente el ingreso de inversiones extranjeras que se apropian de industrias nacionales com amplio potencial de desarrollo, empresas que se constituyen em enclaves aislados o em apéndices de lãs matrices que operan em sus países de origen, empresas que retienen em su país lãs actividades que demandan altas tecnologías y generan mayor valor y nos transfieren lãs que dañan el médio ambiente o requieren mayores contenidos de fuerza de trabajo, empresas que emplean mano de obra barata sin preocuparse de su capacitación ni de su futuro. Com estas inversiones no se fortalece la formación de capital sino se le condiciona” (SÁNCHEZ, 2007: 55).

Em síntese, o modelo de abertura externa que vigorou mesmo com a crise de 1995 produziu um perigoso desequilíbrio externo na economia mexicana, pois produziu a substituição da produção nacional por importada e rompeu com elos importantes da cadeia produtiva. Neste processo observou-se a substituição do investimento estrangeiro em carteira por investimento direto, o que, por um lado, pode representar maior estabilidade dos fluxos de capitais, por outro, um reforço da especialização produtiva para a exportação, especialmente para o mercado norte americano. Além disso, esse capital ingressante tem forçado ainda mais a tendência importadora da economia mexicana, que chega a 2007, a despeito do elevado preço do petróleo, com um considerável déficit em transações correntes.

Ainda vale ressaltar que a remessa de recursos do exterior, rubrica importante no balanço de pagamentos mexicano por conta dos trabalhadores que se vão para o país vizinho, tem sofrido sérias restrições com a nova política de imigração norte americana.

2.5. O caso chileno

A periodização da abertura externa da economia chilena é unânime em suas datas, mas não na nomenclatura e nas análises. São 3 os períodos apontados na literatura: 1973-81; 1982-1989; 1990 até os dias atuais.

O primeiro período marca o pontapé inicial do projeto neoliberal no país, intimamente ligado ao golpe militar de 1973 (o que levou a caracterização de “facismo de mercado” ao período) e à política econômica dos “*chicago boys*”. Até então a economia foi pautada pela importante intervenção estatal através da estatização das grandes empresas de

cobre, o aprofundamento da reforma agrária e de políticas redistributivas, levadas adiante pelos governos progressistas de Frei (1966-70) e Allende (1970-73).

Com o golpe militar impõe-se a política de acentuada liberalização comercial e financeira, em contraste com a dura restrição dos direitos civis. Como resposta à crise econômica que o país enfrentava (tanto por conta da crise do setor externo, como por conta da inflação e da reação da direita no setor interno) o comércio internacional foi liberalizado (a chamada primeira reforma comercial) através da forte redução das tarifas de importação e da redução ou eliminação das barreiras não tarifárias. Pelo lado financeiro, igualmente, prevaleceu a crença fiel no mercado como melhor forma de alocação dos recursos. Nesse sentido, em 1974 se iniciou a desregulamentação do capital estrangeiro com medidas para liberar o Investimento Estrangeiro Direto nos principais setores da economia (mineração e serviços de transporte aéreo e marítimos) e diminuir a restrição da presença financeira externa, com a diminuição do encaixe bancários sobre financiamentos externos. Além disso, a partir de 1975 houve a reforma do sistema financeiro nacional com as seguintes medidas: reprivatização dos bancos, liberalização das taxas de juros, desregulamentação do crédito e de prazos, criação de novas instituições financeiras com menores restrições e maior acesso das empresas nacionais ao financiamento externo via bancos (CANO, 2000: 310).

O balanço dos resultados econômicos do período pode ser sintetizado com a profunda crise de 1982, oriunda da engrenagem macroeconômica que se formou com a forte liberalização da economia e que deu partida na crise da dívida que assolou a América Latina como um todo.

A liberalização financeira que buscou atrair maior IED não teve sucesso, uma vez que estes foram direcionados eminentemente para as privatizações. Por outro lado, “o que continuou entrando largamente, obviamente graças à abertura financeira, foram os empréstimos e financiamentos (notadamente aos bancos e ao setor privado), ampliando consideravelmente a dívida externa que atingia US\$ 17 bilhões em 1981” (CANO, 2000: 316). Essa entrada de capitais repercutiu exclusivamente sobre o consumo, tendo a formação bruta de capital fixo sua participação relativa reduzida ao longo de todo o período, recuperando-se levemente em 1981. Isso se traduziu no volátil e fraco crescimento do PIB, no aumento explosivos das importações e no já citado aumento da dívida externa.

A balança comercial ainda sofreu com política de valorização cambial ao longo da segunda metade da década de 1970. Desta forma, mesmo com a diversificação das exportações, reflexo da maturação das políticas progressistas dos governos anteriores, a recuperação do preço do cobre a partir de 1978 e a alta taxa de juros utilizada para combater a inflação, a tônica do período foi o déficit na balança comercial. Somado ainda o déficit na conta de serviços, que entre 1977 e 1982 cresceu mais de 250%, tem-se o perigoso desequilíbrio externo que desembocou na crise econômica.

Diante desse desequilíbrio externo, a necessidade de atração de capitais torna-se central, caindo na já reconhecida armadilha dos “déficits em transações correntes → necessidade de atração de capitais externos para fechar o balanço de pagamentos → aumento da taxa de juros para atraí-los → aumento da dívida pública por conta do aumento da dívida externa e interna → e, por fim, temor por parte dos investidores estrangeiros diante da piora dos indicadores de vulnerabilidade externa e fuga de capitais”. Essa lógica não foi diferente em 1982 no Chile, com o agravante dos efeitos da desvalorização cambial sobre os agentes endividados em dólares por conta da abertura financeira (que teve por objetivo financiar preponderantemente o consumo). Diante disso, obteve-se uma conta de capital 74% inferior ao ano anterior, retração de 14% do PIB ainda em 1982 e 26% de taxa de desemprego da população economicamente ativa no mesmo ano (CARCANHOLO, 2004: 3).

Desta forma, a crença fiel no mercado através da liberalização comercial e financeira ao invés de alavancar o investimento financiou o consumo, ao invés de privilegiar as exportações produziu uma enxurrada de importações e ao invés de fomentar a indústria produziu a “dessubstituição” de importações. Além disso, verificou-se o aumento da vulnerabilidade externa da economia e, pelo lado social, piora nos indicadores de concentração de renda, com o forte arrocho salarial da classe trabalhadora diante da ditadura.

O período que se segue (1982-1989) é reconhecidamente marcado pelo pragmatismo da política econômica, ainda que seja uma resposta elementar diante da profunda crise econômica proporcionada pelo livre mercado. Agacino (1998) o caracteriza como “profundización neoliberal y de ajustes heterodoxos”, adiantando a conclusão de que apenas a utilização de políticas pragmáticas não significa uma reorientação da economia

chilena. Isto é, ainda que a crise da dívida e a restrição externa tenham condicionado as opções econômicas, estas não se caracterizaram por uma negação do modelo econômico que orientou a economia chilena em grande parte da década de 1970, mas uma circunstancial restrição à liberalização comercial.

French-Davis (2002) identifica nesse período uma “segunda reforma comercial”, onde medidas conjunturais foram utilizadas como forma de incentivar as exportações e restringir as importações. O auge das tarifas sobre as importações foi atingido em 1984 para depois ir decrescendo ao longo dessa década, juntamente com as medidas *antidumping*, que restringiam diversos tipos de importações. As exportações, por sua vez, foram incentivadas de forma mais ativa do que na “primeira reforma comercial” da década de 1970, sendo os mecanismos de *drawback* e reembolso de impostos os mais utilizados.

A desvalorização cambial, fruto da restrição de liquidez internacional, foi providencial para contribuir com o sucesso do resgate da balança comercial - à diferença do período anterior que verificou uma constante valorização. Verificou-se, então, uma importante recuperação das exportações, puxada principalmente pelas atividades ligadas aos recursos naturais do país. Por outro lado, as importações foram seriamente prejudicadas pela desvalorização cambial e pela crise de 1982. O setor industrial, igualmente afetado pela crise²³, recuperou-se ao longo da década, porém liderado principalmente pelas exportações de insumos básicos em compensação à perda de posição relativa dos bens de consumo não duráveis, duráveis e de capital.

Pelo lado financeiro, como desdobramento evidente da crise, ocorreu uma restrição do capital estrangeiro, o que motivou a estatização da dívida privada de curto prazo e uma remessa de lucros que superou a entrada de capitais até 1987. Além disso, o governo foi obrigado a “sanear” o sistema bancário, a um custo de US\$ 9 bilhões (equivalentes a cerca de 30% do PIB de 1982), dando margem para a nova Lei Geral dos Bancos de 1986 que fixou prazo de dois anos para eliminar a garantia de depósitos e publicou outras disposições preventivas do setor (CANO, 2000: 323).

A regulação financeira de maior amplitude no período foi a autorização de conversão da dívida externa em investimento em 1985, que somado aos empréstimos do

²³ “Em 1982-1983 quebraram mais de 1.200 indústrias, em sua maior parte pertencentes aos ramos ‘substituidores de importações’, e a maior parte encontrava-se com alto grau de endividamento bancário (financiamento externo)” (CANO, 2000: 328).

FMI possibilitou a redução da dívida externa total. Segundo Cano (2000), as formas de conversão da dívida mais utilizadas foram: a) permissão a residentes chilenos de comprar títulos de dívida no exterior, cujo deságio na conversão em moeda nacional é negociado e repartido entre o devedor (residente), o novo credor (residente) e o Banco Central, responsável por 30% do total convertido; b) permissão para que residentes no exterior (chilenos ou não) realizassem investimentos no Chile, utilizando títulos da dívida externa do país. A ressalva era que o capital principal só poderia retornar após 10 anos da realização do investimento e seus lucros remetidos só a partir do quinto ano, e parceladamente.

Esse tipo de investimento capitaneou o IED na segunda metade da década, ao passo que o investimento em carteira tornou-se significativo a partir de 1987. Apesar dessa recuperação, a taxa de investimento nesse período foi inferior ao período anterior e o crescimento econômico, na primeira metade da década, aconteceu por conta do multiplicador do gasto público (direcionado para as políticas sociais e para investimentos estratégicos em infra-estrutura, reflorestamento e pesca) em um ambiente de ampla capacidade ociosa criada com a crise de 1982. A segunda metade da década viu a recuperação da taxa de investimento, no entanto sem superar o período anterior. Tal elevação esteve associada ao impressionante crescimento das exportações baseadas principalmente nos recursos naturais do país. Desta forma, no período 1981-89 o PIB cresceu à taxa média anual de 2,8%, pouco acima da verificada na década anterior.

Em síntese, a década de 80 presenciou a crise do modelo neoliberal adotado com a ditadura militar e colocou em marcha políticas pragmáticas como reação ao desastre econômico de 1982 e 1983. Nesse sentido, as principais intervenções estiveram do lado comercial e do gasto público, ao passo que pelo lado financeiro, diante da restrição da liquidez internacional, pouca coisa poderia ser feita, apenas a já comentada “Lei Geral dos Bancos”. Com isso houve uma surpreendente elevação das exportações, principalmente daquelas ligadas aos recursos naturais do país, não acompanhada pelas importações, sendo um dos fatores centrais desse relativo sucesso a desvalorização cambial que perdurou ao longo de todo período, como assinala French-Davis (2002):

“Si bien es cierto que las características básicas de la política comercial – la derogación de barreras no arancelarias y la adopción de un arancel uniforme – no

se habían modificado desde 1979, el nivel del arancel había vuelto a ser relativamente alto em 1984, además de ir acompañado por medidas antidumping y por bandas de precios. De hecho, el arancel promedió 20% en 1984-1989, duplicando el promedio registrado em 1979-1982. Pero la diferencia fundamental residió en que durante la primera liberalización el tipo de cambio se apreció progresivamente en la segunda mitad de los años setenta y a comienzos de los ochenta. En la década de los ochenta, por el contrario, la reducción del arancel desde um máximo de 35% em septiembre de 1984 a un 15% en 1988 fue acompañada de una fuerte devaluación real (asociada a la crisis de la deuda), que dio señales fuertemente positivas a los exportadores y a la vez impulso la producción de bienes competitivos con las importaciones” (FFRENCH-DAVIS, 2002: 147).

No entanto, é importante ressaltar que a composição das exportações chilenas não sofreu mudança qualitativa do período anterior ao golpe ao final da ditadura em 1989. Isto é, em que pese a maior diversificação da pauta exportadora e maior diversificação do destino dessas exportações elas continuaram diretamente ligadas aos recursos naturais do país. O que antes era apenas o cobre, agora somava a “pesca”, “frutas frescas” e “papel e celulose”, porém sem mudar o modelo, com uma pauta exportadora eminentemente primária. Em consonância estava a realidade social, que apesar dos mais de 15 anos de mudança econômica e ditadura, não apresentaram evolução positiva, uma vez que tanto o salário médio real, a distribuição funcional da renda (capital x trabalho) e a distribuição pessoal da renda pioraram. Nesse sentido cabe o questionamento de Agacino (1998) feito para a política neoliberal como um todo:

“Como podrá observarse em los anexos, la trayectoria de la economía chilena muestra claramente como, em el transcurso de dos décadas y media, las desigualdades tienden a profundizarse, y aún cuando, durante los últimos años éstas se mantienen o mejoran solo em relación con las observadas em los tiempos de la dictadura de Pinochet, de todos modos, evidencian una regresión distributiva respecto de inicios de la década de los setenta. Pero si aún, llegados a la segunda mitad de los noventa, los datos mostraran relaciones de desigualdades similares a las de los años setenta, no sería ocioso preguntarse: Para qué casi um cuarto de siglo de desarrollo capitalista? Para qué una contrarrevolución neoliberal? Dejando fuera los efectos sociales, políticos, culturales perversos y la lista de muertos y desaparecidos que nos lego la dictadura, no me resisto a responder: Para nada!, si las cifras muestran que todo sigue igual; para peor! Si, como parece evidenciarse, hoy se consolidan dos países com desigualdades abismales” (AGACINO, 1998: 5).

O processo de redemocratização que se seguiu marcou nova orientação política para o país, no entanto, com relação ao modelo econômico prevaleceu a continuidade. Alguns autores, mesmo entre a heterodoxia, enxergam avanços nesse processo e tratam o período

como “reforma das reformas”, enquanto outros são mais céticos quanto aos benefícios desta opção e o tratam como “a falsa via chilena” ou o “falso paradigma”.

No tocante a abertura comercial, o caminho de maior liberalização depois da reação pragmática à crise econômica perdurou ao longo da década de 1990. Assim, um imposto sobre as importações que chegou ao ápice de 35% em 1984, passou a ser 11% durante a década de 1990 e diminuiu ainda mais no século 21. A promoção das exportações também sofreu um retrocesso, pois “las rondas de negociaciones del GATT y las normas definidas con posterioridad por la Organización Mundial de Comercio (OMC) restringieron la utilización de subsidios a las exportaciones en los países em desarrollo” (FFRENCH-DAVIS, 2002: 149). Com isso, os mecanismos de devolução dos impostos e subsídios foram cortados, além do fim da conversão de dívida externa em investimento. A inovação comercial ficou por conta dos inaugurados acordos bilaterais, que visaram aprofundar a abertura comercial entre os países envolvidos diante do momento histórico de consolidação dos blocos econômicos. Dentre os diversos acordos, os mais significativos foram com México (1991 e 1999), Canadá (1997) e EUA (2004).

A novidade principal da política econômica na primeira metade da década de 1990 foi a tentativa de controle dos capitais de curto prazo. A premissa era que sua entrada abundante poderia acarretar uma valorização cambial, como a que prejudicou a balança comercial nos anos 1970, e que o câmbio desvalorizado foi um dos fatores de sucesso da saída da crise. Então, diante da retomada dos fluxos de capitais internacionais a partir de 1987 procurou-se favorecer os investimentos estrangeiros diretos em detrimento do investimento de curto prazo, tanto como opção econômica por ver a possibilidade de ampliação da capacidade produtiva com os IEDs como forma de conter a valorização cambial.

Assim, conforme Carcanholo (2004), teriam sido utilizados quatro instrumentos para neutralizar os efeitos indesejáveis da abundância de capital externo:

- a) aplicação de impostos e exigências de reservas (encaixe) para entrada de capitais;
- b) um regime cambial de flutuação suja, com um valor de referência baseado em uma cesta de moedas e com banda de flutuação inicial de 5%, posteriormente ampliada para 10%, 12,5% e 25%;

- c) esterilização das reservas cambiais com políticas de mercado aberto;
- d) regulamentação preventiva dos mercados financeiros.

Em trabalho específico sobre a utilização dos encaixes, Le Fort e Lehmann (2003) demonstraram que os fluxos de capitais de longo e médio prazo para o Chile na década 90 estavam associados à fatores exógenos, como o ciclo da economia mundial, enquanto os de curto prazo ao diferencial de juros. Nisso, os encaixes tiveram uma dupla ocupação, pois ao restringir a entrada de capitais de curto prazo através do “Custo Financeiro do Encaixe” (CFE) trabalharam contra a valorização cambial e, segundo os autores, contra a elevação do déficit em transações correntes. O primeiro caso é evidente, uma vez que qualquer ação no sentido de não motivar maior entrada de capitais frente à liquidez que se apresentava para a economia chilena contribuiria para não incrementar a valorização cambial. O segundo ponto parte da idéia de que a maior entrada de capitais de curto prazo financiaria uma maior demanda interna, logo uma possibilidade de ampliação do déficit em transações correntes. Dessa forma, limitar a entrada destes capitais reduziria a possibilidade de maior vulnerabilidade. Além disso, ampliaria a margem de manobra da política monetária, mais especificamente no trato das taxas de juros, que puderam ser elevadas (para aplicação de uma política antiinflacionária) sem influir no diferencial que motivaria a maior entrada de capitais de curto prazo.

Diante da continuidade do grande fluxo de capitais para economia chilena, outras medidas foram postas em prática para conter a valorização cambial, dentre as quais se destacou a maior liberdade para a saída de capitais nacionais para investimentos no exterior²⁴: ampliando gradativamente o limite para os Fundos de Pensão, até 12%; elevando a margem de aplicação dos Fundos Mútuos, de 30% para 100%; eliminando os encaixes sobre empréstimos externos obtidos por residentes, para inversão no exterior (ou refinanciamento de passivos); isentando do encaixe os créditos obtidos para investimentos

²⁴ Além de ser o primeiro país a colocar em prática as políticas neoliberais nos anos 1970, o Chile foi precoce em outras políticas, como a independência do Banco Central em 1989, a política de metas de inflação em 1991 e a ascensão a grau de investimento em 1992. Com relação à liberdade de saída para os capitais nacionais, o Chile nos dá mais uma lição, e demonstra que essa política é inócua para combater a valorização cambial de uma economia primário exportadora diante da liquidez internacional. Aqui está uma alusão a política brasileira do governo Lula com relação aos dólares dos exportadores.

dirigidos à expansão de exportações e melhoria da produtividade; permitindo aos bancos nacionais financiarem o comércio exterior com terceiros países (CANO, 2000: 332).

Este é um dos cernes da propaganda do modelo chileno. A crença na eficiente alocação dos recursos pelo mercado com uma dosagem de administração dos fluxos de capitais, para que esses não prejudiquem as contas externas, como o fizeram na década de 1970, e para favorecer o investimento estrangeiro direto. Nas palavras de French-Davis sobre o período 1987-92, que pode ser expandido até 1998:

“Estudaram-se as diferenças entre o primeiro período de fortes entradas de capital (1978-81) e o período de 1987 a 1992. A principal diferença entre esses dois períodos fixa-se em que, no primeiro, a política monetária foi essencialmente passiva e permitiu a monetarização dos fluxos e o atraso cambial; enquanto no segundo a autoridade monetária efetivamente esterilizou uma boa parte da entrada de capitais e articulou uma série de medidas para moderar a valorização cambial. Em função disso, as taxas de juros chegaram a níveis mais altos que as que teriam prevalecido sem a esterilização e exigiram a utilização das medidas cambiais já mencionadas e restrições de custos para impedir um fluxo de capitais especulativos ainda maior. Em contrapartida, contribuiu para um equilíbrio macroeconômico mais sustentável e um desenvolvimento produtivo mais sólido, vinculado ao dinamismo exportador” (FRENCH-DAVIS, 1997: 214).

O sucesso desse período traduz-se nos dados macroeconômicos de elevado crescimento do PIB (puxado pelo citado dinamismo exportador) e baixo déficit em transações correntes. Além da passagem incólume pela crise do México e dos dados positivos de emprego e investimento.

Por outro lado, Agacino (1998) Caputo (2000, 2002) e Carcanholo (2004) não enxergam o mar de rosas propagado aos quatro cantos. O primeiro questiona principalmente os dados sociais, que a despeito da diminuição do desemprego verifica uma maior concentração da renda e uma rebaixa nos salários.

Caputo (2000, 2002) estuda a produção do principal recurso natural do país e de sua pauta exportadora, o cobre. Comparativamente, o Chile tem uma participação na produção de cobre mundial como a Opep possui do petróleo, ao redor de 36%. Dessa forma, o autor demonstra como a liberdade de alocação de recursos produziu ao longo da década de 1990, e à custa da privatização do setor²⁵, a superprodução deste importante item da economia

²⁵ “Ainda na época da ditadura militar, embora não tenha privatizado a CODELCO, o governo permitiu às empresas privadas a obtenção dos lucros do capital investido e a apropriação do valor monetário total do cobre contido nas reservas. Na prática, isso significava que o Estado chileno entrega à iniciativa privada o

chilena. O tão propagado IED aqui é visto como um dos atores principais no resultado construído ao longo da década de ter uma produção muito superior à demanda mundial, já que em um ambiente de livre mercado a alocação mais óbvia para o IED seria o produto mais importante do país. O resultado disso foi uma diminuição do preço do cobre, que passa de uma média anual de 133,2 centavos de dólar em 1995 para 71,4 centavos de dólar em 1999, e uma influência direta no déficit da balança comercial de 1996 a 1998, pois “las exportaciones físicas aumentaron en cerca de un 50% y el valor de las exportaciones de cobre disminuyó em 18%” (CAPUTO, 2002: 146). Ademais, o IED contribuiu diretamente para o aumento da remessa de lucros para o exterior e a conseqüente elevação da dívida externa do país. Nas palavras do autor:

“Las inversiones extranjeras, base del dinamismo de la economía chilena, se transformaron em su contrario al generar la sobreproducción y em general, unido a otras inversiones extranjeras y a créditos externos, llevaron a que la remesa de utilidade e intereses agraven el déficit comercial llevando a um déficit de la cuenta corriente insostenible en 1998. La crisis del sector externo llevó a fuertes liquidaciones en la Bolsa, a un incremento fuerte del tipo de cambio, a grandes salidas de capital. El Banco Central y el gobierno, para evitar una fuerte devaluación y quiebra de las empresas endeudadas em dólares, aplicaron una política de ajuste muy dura, incrementando fuertemente la tasa de interes y disminuyendo el gasto. En la economía chilena se concreta la crisis, cuyas primeras manifestaciones se inician com la detención y disminución de las exportaciones y com el fuerte crecimiento del déficit comercial” (CAPUTO, 2002: 146).

Conseqüentemente, a conclusão sobre o contágio da crise asiática em 1999 diverge de outros autores quando afirma que a vulnerabilidade não foi causada pela crise externa, mas já estava em construção ao longo de toda década de 1990 através da superprodução do cobre e a contínua dependência da pauta exportadora dos recursos naturais.

Carcanholo (2004) ainda ressalta o aumento da vulnerabilidade externa na segunda metade da década de 90, com a piora dos indicadores relacionados à dívida externa, serviço da dívida e déficit em transações correntes. Além disso, soma-se o aumento da fragilidade financeira na medida em que aumenta necessidade de capitais forâneos para fechar o balanço de pagamentos, impondo uma necessidade estrutural de manter a taxa de juros elevada.

direito de exploração do cobre, através da chamada *Concessão Plena*, ainda que, constitucionalmente, as reservas do cobre sejam de propriedade da nação” (CARCANHOLO, 2004: 21).

Em síntese, o controle de capitais exercido no Chile na primeira metade da década de 1990 pode ter influenciado no perfil dos capitais ingressantes, favorecendo os de longo e médio prazo, no entanto foi incapaz de mudar o funcionamento da economia especializada na exportação de produtos primários. Assim, ainda que tenha apresentado uma menor volatilidade dos fluxos de capitais internacionais, especialmente na ocorrência da crise mexicana, a vulnerabilidade externa não deixou de se fazer presente quando da piora do preço do cobre.

No pós-crise houve a retomada dos preços internacionais do cobre e do conjunto da pauta exportadora chilena (predominantemente primária), especialmente pelo “efeito China”, representando um novo fôlego para o crescimento e para a economia como um todo. No entanto, não houve o questionamento do modelo de abertura comercial e financeira até então adotado, com a característica de que o controle de capitais, o toque heterodoxo do modelo, deixou de existir ainda na segunda metade da década de 1990, quando a balança comercial passou a ser deficitária.

2.6. Síntese e Conclusões

Do exposto sobre a abertura externa dos países trabalhados pode-se ressaltar, inicialmente, a conclusão mais óbvia: o processo de abertura e o grau de abertura são heterogêneos entre eles. Assim, mesmo quando se afirma que estes países têm um elevado grau de abertura de sua economia, a forma desta abertura e seu nível divergem entre os países, tendo uma influência direta sobre os fluxos de capitais externos.

Com relação à abertura financeira, que diz respeito ao acesso de não-residentes ao mercado financeiro nacional e ao acesso de residentes à ativos e passivos denominados em moeda estrangeira, Prates (2006) e Freitas e Prates (2008; 1998) utilizam os níveis de abertura apresentado por Akyuz (1993) como forma de diferenciar os países:

“O primeiro nível de abertura financeira diz respeito às *inward transactions* – entrada de não-residentes no mercado financeiro doméstico e captação de recursos externos pelos residentes; o segundo nível de abertura financeira refere-se à liberalização das *outward transactions* – saída de capitais pelos residentes e endividamento de não-residentes no mercado financeiro doméstico. Já o terceiro nível refere-se à conversibilidade interna da moeda, ou seja, à permissão de transações em (ou denominadas em) moeda estrangeira no espaço nacional, como

depósitos no sistema bancário doméstico e emissão de títulos indexados à variação cambial” (Akyuz *apud* Prates, 2006: 122).

Nesse sentido, é preciso dizer que os quatro países apresentaram diferentes níveis de abertura financeira nessas últimas 2 décadas, além de apresentar diferentes evoluções.

Como já apresentado, a segunda abertura externa da economia argentina processou-se a partir de 1989 e foi marcadamente a que atingiu maiores níveis de abertura financeira. Com o plano de conversibilidade de 1991 aconteceu uma progressiva dolarização da economia, via entrada e saída de capitais e permissão de transações em dólares internamente, como nos contratos, nos depósitos bancários e na emissão de títulos. Com isso, a economia argentina no período de 1991 até 2001 pode ser enquadrada até o terceiro nível de abertura. Depois da crise, e como consequência dela, foram adotadas medidas restritivas na utilização do dólar nas transações internas, onde destaca-se o fim da emissão de títulos em moeda estrangeira, a proibição dos depósitos em moeda estrangeira e a “pesificação” dos já existentes. Dessa forma, a partir de 2002 o sistema financeiro regride com relação ao terceiro nível de abertura (o que de modo algum é um demérito, uma vez que entre as explicações do atual sucesso da economia argentina está esse movimento).

No Brasil a partir de 1993 verifica-se elevada abertura no primeiro e segundo nível, pois já estava em operação a desfiguração da “CC5”, o “Anexo IV” para a entrada de capitais e a conformação do Fundo de Renda Fixa – Capital Estrangeiro (FRFCE), para investimento estrangeiro em títulos do Tesouro ou do Bacen. Além disso, ainda havia permissão de emissão de títulos com variação cambial, no entanto, o principal elemento do terceiro nível de abertura, os depósitos em moeda estrangeira, sempre foi proibido. Depois da crise de 1999 o processo em curso foi levado adiante, ampliando ainda mais a profundidade do primeiro nível de abertura, pois com a Resolução n. 2.689, de 2000, foi autorizado o acesso de investidores não-residentes ao mercado de derivativos e com a MP n.281, de 2006, foi concedido incentivos tributários aos investidores estrangeiros.

No meio do caminho entre o nível de abertura financeira da economia argentina e brasileira pode-se situar o caso mexicano que a partir de 1989 apresenta abertura nos três níveis, sendo a principal medida no primeiro nível a “*inversión neutra*”, para o ingresso de investimento estrangeiro no mercado acionário nacional. Com relação ao terceiro nível, o caso foi mais restritivo que o argentino, pois permitiu apenas empresas e pessoas físicas

que viviam próximas à fronteira com os EUA a fazerem depósitos em moeda estrangeira. Por outro lado, os títulos denominados em moeda estrangeira cresceram em importância no período pré-crise, operando uma migração dos “*Cetes*” (títulos em pesos) para os “*Tesobonus*” (títulos em dólares). No período pós-crise houve uma retração evidente do investimento estrangeiro, porém sem ocorrer mudanças regulatórias que configurassem restrição à abertura realizada no início da década. Assim, no início do novo século os investimentos estrangeiros em títulos são retomados, agora preferencialmente em peso por conta da valorização cambial.

Similar ao caso argentino, a experiência de abertura financeira chilena remonta a década de 1970. Ainda em 1974 o investimento estrangeiro já possuía liberdade de entrada e saída na economia nacional sem discriminação tarifária, conforme o Decreto Lei n. 600. A liberdade de enviar recursos ao exterior sem nenhum empecilho também estava presente neste mesmo Decreto. Pós-crise da dívida na década de 1980 é retomada a liquidez internacional sob o mesmo marco regulatório, porém, a partir do início da década de 1990, são apresentadas medidas para conter a valorização cambial. Tais medidas ampliaram o segundo nível de abertura ao mesmo tempo em que reduziram o primeiro nível, pois facilitaram a saída de capitais nacionais e impuseram a aplicação de impostos e reservas (encaixes) como forma de restringir o ingresso de capitais especulativos. Ao final da década, com o constrangimento da elevação do déficit em transações correntes, o primeiro nível de abertura é novamente liberalizado com a queda dos encaixes. Os títulos e ações em moeda estrangeira são os principais elementos do terceiro nível de abertura, sendo os depósitos na banca nacional proibidos.

Em síntese, a partir da década de 1990, Argentina e México ampliaram sua abertura financeira até o terceiro nível, com a possibilidade limite de depósitos em moeda estrangeira. A maior similaridade entre os países esteve na liberdade de entrada e saída de capitais, além da possibilidade de emissão de títulos em moeda estrangeira para todos os casos trabalhados. A divergência principal ficou por conta do controle de capitais exercido pelo Chile na primeira metade da década, o que limitou o primeiro nível de abertura e ampliou o segundo nível como forma de conter a valorização cambial.

No tocante a liquidez internacional, igualmente ao nível de abertura, verifica-se momentos distintos para os casos estudados. Tendo como pano de fundo o ciclo de liquidez

da economia mundial, comandada pelos países centrais, observa-se uma restrição na década de 1980 com a retomada da liquidez para os países periféricos na virada da década. A liquidez perdurou até 1998 quando se iniciam movimentos abruptos de expansão e retração, com uma acentuada retração de 1999 até 2001. Até 2003 é verificado um movimento de *feast or famine*, sendo a liquidez retomada com vigor a partir de 2004.

Para o caso argentino constatou-se que o plano de convertibilidade tirou proveito da liquidez internacional para ter seu sucesso relativo. No entanto, como consequência do efeito tequila teve um pequeno sobressalto em 1995/96, porém sem caracterizar uma restrição e logo retomando o caminho da liquidez. A crise de 2001 marca a mudança da trajetória que perdura até 2005.

O Brasil também se aproveitou da liquidez internacional de 1991 até a desvalorização de 1999, quando sofre um sobressalto. A restrição da liquidez veio com o temor da eleição e com o risco “Lula”, configurando uma fuga de capitais de 2002 até 2004. A partir de 2005 são retomados os valores pré-crise.

No México a liquidez esteve associada ao incremento das medidas liberalizantes do governo Carlos Salinas de Gortari, e assim perdurou de 1989 até a crise em 1994. Em 1995 teve uma forte retração de capitais externos com um interregno fraco em 1996 e a recuperação de fato a partir de 1997.

A volta do regime democrático no Chile, em 1989, coincidiu com o ciclo de liquidez que aportou à economia desde então. Mesmo diante das crises externas como a mexicana, brasileira e argentina, o país não sofreu com falta de capitais forâneos, configurando dentre os países estudados o que teve o maior ciclo de liquidez.

CAPÍTULO 3 – INVESTIMENTO ESTRANGEIRO EM CARTEIRA E OUTROS INVESTIMENTOS DE ESTRANGEIROS DOS PAÍSES SELECIONADOS – UMA ANÁLISE DE SUA VOLATILIDADE E INTER-RELAÇÕES

O balanço de pagamentos constitui a tradução contábil da relação do país com o resto do mundo. É composto pela Conta Corrente, Conta Capital e Conta Financeira. Basicamente a primeira refere-se às transações de bens e serviços entre residentes e não-residentes e à obtenção/envio de renda de fatores. A segunda refere-se às transferências unilaterais de patrimônio dos migrantes e à aquisição/alienação de bens não financeiros não produzidos (cessão de marcas e patentes); e a terceira registra as transações relativas à formação de ativos e passivos externos. Tal configuração é resultado da metodologia contida na quinta edição do Manual de Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional, publicado em 1993. Dentre as mudanças apresentadas neste manual ressalta-se o desmembramento da conta capital em outras duas: conta capital e conta financeira, destacando-se que esta última foi estruturada de forma a evidenciar as transações ativas e passivas, as classes dos instrumentos financeiros de mercado e os prazos das transações financeiras (BCB, 2001).

Portanto, a Conta Financeira consegue traduzir a relação de aplicações e dívidas do país com o resto do mundo, capta a entrada de investidores estrangeiros na economia nacional e a saída de recursos de residentes para o investimento em outros países. Esta conta está subdividida em outras quatro, a fim de representar os diferentes tipos de investimento: Investimento Direto, Investimento em Carteira, Derivativos e Outros Investimentos (Conforme observa-se de forma mais detalhada no Anexo 1, inclusive com mais subdivisões).

O Investimento Direto está relacionado ao investimento duradouro em empresas e, desta forma, estão contabilizados a participação no capital e os empréstimos inter-companhia. Por ter essa relação com a propriedade de empresas tal investimento é tido como o mais estável e preferível dos fluxos financeiros.

O Investimento em Carteira registra fluxos de ativos e passivos constituídos pela emissão de títulos de crédito, comumente negociados em mercados secundários de papéis, como ações, títulos de renda fixa, títulos de renda variável e *commercial papers*. É

importante perceber que a existência dos mercados secundários organizados dá uma maior liquidez e flexibilidade a estes investimentos, mesmo quando eles se referem a empréstimos de longo prazo. Ou seja, caso os devedores desejem recomprar sua dívida em mercado secundário muito antes do vencimento (em momentos de crise, quando o preço dos papéis cai), podem fazê-lo gerando uma forte saída inesperada de recursos. A partir daí, a indicação é a de que estes fluxos (mesmo os de longo prazo) têm grande potencial de reversão e podem ser muito voláteis.

Os Derivativos registram os fluxos financeiros relativos à liquidação de haveres e obrigações decorrentes de operações de swap, opções e futuros e os fluxos relativos aos prêmios de opções. Destaque-se que são fluxos com grande potencial de volatilidade, mas que usualmente têm um peso relativo menor do que as outras contas acima citadas. Ainda assim, é importante observar que esta conta tem apresentado uma participação crescente, como no caso do Brasil em fins dos anos 1990.

A conta Outros Investimentos, registra as transações financeiras relacionadas à empréstimos bancários (envolvendo crédito às exportações, crédito de médio e longo prazo, crédito às autoridades monetárias), além da posse de moeda, depósitos e as transações com organismos multilaterais, como os empréstimos do FMI.

Essas quatro contas compõem o que chamamos de “primeiro nível de abertura” da Conta Financeira. Ademais, cada uma das quatro contas são ainda divididas na posição dos estrangeiros²⁶ e na posição de nacionais, como por exemplo: Investimento Estrangeiro em Carteira e Investimento de Nacionais em Carteira. Passamos então a ter 8 novas contas que compõem o “segundo nível de abertura” da Conta Financeira. Pode-se ainda desmembrar cada uma dessas contas em outras sub-contas, chegando-se até o “terceiro nível de abertura” da Conta Financeira. Abrindo-se, por exemplo, a conta Investimento em Carteira de Estrangeiros (IEC) chegamos às seguintes sub-contas componentes do “terceiro nível”: IEC em Títulos de Renda Fixa e IEC em Companhias.

²⁶ Na metodologia utilizada nos dados do FMI O Investimento de Estrangeiros é contabilizado como Investimento/ Passivo e o Investimento de Nacionais como Investimento/Ativo. Se o Investimento/Passivo apresenta um resultado positivo significa que entraram recursos líquidos do exterior via esta conta (aumentando a dívida do país para com o exterior). Se o Investimento/ativo apresenta um resultado negativo significa que saíram recursos de residentes para serem aplicados no exterior (aumentando os direitos do país para com o exterior).

Biage e Corrêa (2007), Biage, Corrêa e Neder (2006) e Munhoz e Corrêa (2006) centraram seus estudos na análise da volatilidade das sub-contas da Conta Financeira do balanço de pagamentos brasileiro, até o terceiro nível de abertura, tendo-se realizado dois esforços com estes dados: i) estudar sua volatilidade e ii) estudar a inter-relação dos fluxos financeiros mais voláteis com variáveis macroeconômicas. Conforme já discutido no primeiro capítulo deste trabalho, tais estudos têm como perspectiva teórica a indicação de que alguns destes fluxos (especialmente os que têm grande possibilidade de reversão) movem-se fortemente influenciados por fatores expectacionais e especulativos. A inovação metodológica destes estudos foi abrir a Conta Financeira do balanço de pagamentos brasileiro e identificar exatamente qual o tipo de fluxo de capital mais flexível e mais propenso a reversões abruptas, possivelmente ligadas a elementos de especulação a momentos específicos dos fluxos financeiros internacionais.

Seguindo esta abordagem, o objetivo do presente capítulo é fazer um estudo sobre a volatilidade da Conta Financeira do balanço de pagamentos da Argentina, México, Chile e retomar o estudo efetuado para o Brasil, comparando os períodos de câmbio fixo e câmbio flutuante destas economias. Além disso, pretende-se verificar a inter-relação dos fluxos financeiros externos mais voláteis de cada um desses países com variáveis macroeconômicas dos mesmos.

Antes de tudo, porém, é necessário fazer uma ressalva quanto à disponibilidade dos dados. As variáveis macroeconômicas nacionais como juros, câmbio e inflação são bem disponibilizados nos dados do FMI (*International Financial Statistics*) e nos sites dos Bancos Centrais, porém nestes últimos com séries históricas reduzidas. A dívida pública pode ser igualmente encontrada nos sites dos Bancos Centrais, sendo a exceção o Chile, que não teve como encontrá-los. A dificuldade maior ficou para os dados da Conta Financeira do balanço de pagamentos, com séries históricas reduzidas nos sites governamentais nacionais, ficando a grata exceção para o caso do Brasil, onde todos os dados são de fácil acesso e muito bem organizados no site do Banco Central. Mesmo na Comissão Econômica para América Latina (CEPAL) e na Associação Latino Americana de Integração (ALADI) os dados são escassos. Desta forma, optou-se por usar os dados do FMI (*Balance of Payments Statistics*), ainda que estes estejam organizados apenas de forma trimestral e com poucos níveis de abertura da Conta Financeira.

3.1. Volatilidade da Conta Financeira no período com câmbio administrado e com câmbio flutuante

Em Biage e Corrêa (2007) é definido o conceito de “níveis de abertura” da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos, já citados acima. Abrindo-se suas contas componentes chegamos às já citadas contas: Investimento Direto, Investimento em Carteira, Outros Investimentos e Derivativos. Estas se referem ao que os autores chamaram de “primeiro nível de abertura da Conta Financeira”. Abrindo-se cada uma destas contas chegamos ao “segundo nível de abertura”. Por exemplo, a conta de Investimentos em Carteira (IC) se subdivide em: Investimentos em Carteira de Brasileiros e Investimentos em Carteira de Estrangeiros, que são contas de “segundo nível de abertura”. Por sua vez, cada uma dessas contas se subdivide em outras, correspondendo ao “terceiro nível” e assim sucessivamente. O estudo da volatilidade foi efetivado a partir da seguinte metodologia constante em Biage e Corrêa (2007):

- i) Calculamos o coeficiente de variação de cada uma das contas sob análise (CV), definido como sendo a relação entre Desvio-padrão (DP) e o saldo médio no tempo para a variável em consideração (U), para o período em análise, ou seja, $CV=DP/U$.
- ii) Calculamos a participação do saldo médio de cada sub-conta (PM), com relação ao saldo da conta que se encontra sendo aberta. Então $PM = U_i/U_{cf}$ (onde U_i é o valor médio dos fluxos no período da sub-conta em consideração e U_{cf} é o valor médio da conta que está sendo aberta no período sob estudo).
- iii) Determinamos a Volatilidade Ponderada, estabelecendo a estimativa de um parâmetro que pondera os efeitos de volatilidade e de participação média, por meio do produto $CV \times PM$.

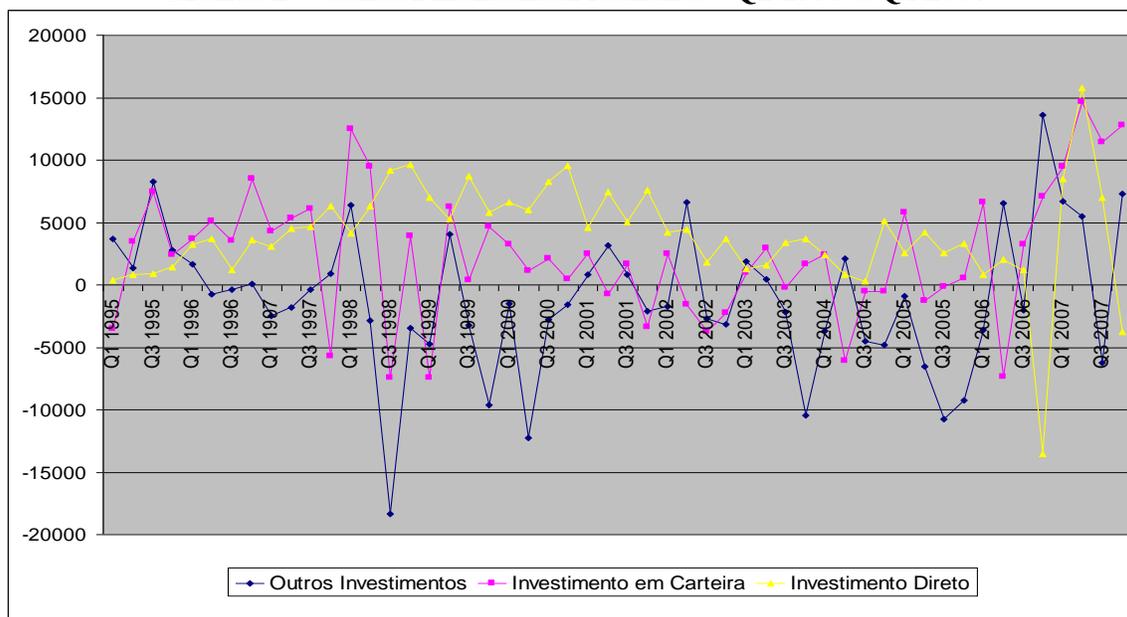
Seguindo a metodologia do estudo citado, optou-se aqui por verificar a volatilidade dos fluxos de capitais para cada país durante os anos 1990 e 2000 em dois momentos distintos: fase de câmbio administrado e fase câmbio flexível, sendo que a experiência de câmbio fixo será englobada dentro do administrado, pois a proposta é tão somente contrastar um período onde o câmbio foi regulado de alguma forma com um período onde a

interferência é substancialmente menor²⁷. Além disso, também se optou por não analisar a conta Derivativos da Conta financeira, especialmente por sua importância ainda reduzida no que tange a seu peso nos fluxos de balanço de pagamentos e pela não disponibilidade dos dados suficientes para todos os países trabalhados. Isto não quer dizer que não se tem a visão da importância que a volatilidade dessa conta exerce sobre a expectativa dos agentes.

3.1.1. O caso brasileiro

Para o caso brasileiro a periodicidade adotada, portanto, vai de 1995 até 2007. O primeiro período corresponde à fase de câmbio administrado (1995-1998), que coincide com um período de alta liquidez internacional e de uma taxa de juros norte-americana fortemente reduzida. Nesta fase destacam-se as crises do México, da Ásia e da Rússia, observando-se que a liquidez internacional caiu, de fato, após a crise Russa. A seguir passa-se à fase de câmbio flexível (1999-2007), que engloba um período de liquidez internacional mais baixa (1999-2001) e uma fase de maior liquidez (2002-2007).

Gráfico 2 – Conta Financeira Brasileira – Q1 1995 a Q4 2007



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

²⁷ Isto por que trabalha-se com a perspectiva de que não há flutuação plena e sim “flutuação suja”.

Como pode ser observado no Gráfico 1, a liquidez que atingiu a economia brasileira pós estabilização perdurou até a crise asiática em 1997, quando ocorreu um movimento de reversão dos fluxos de capitais, contrabalançado por uma política de atração via juros altos. A reversão mais profunda dos fluxos se confirmou após a Crise da Rússia no segundo semestre de 1998, gerando-se problemas crescentes de fechamento do balanço de pagamentos, que conduziram à crise brasileira de 1999. Pela análise do Gráfico 1 já é possível visualizar a maior variabilidade dos movimentos das contas Investimento em Carteira e de Outros Investimentos, confirmando a concepção tradicional sobre a maior estabilidade do Investimento Direto²⁸. Além disso, fica marcado também a diminuição do nível dos fluxos financeiros como um todo no período pós flexibilização do câmbio e até 2006.

Tabela 4 – Volatilidade da Conta Financeira Brasileira – primeiro nível de abertura

Brasil Conta Financeira	Média	Dv Padrão	Coef. Variação (CV)	Part. Média (PM)	Vol. Ponderada*
Q1 1995 até Q4 2007					
Conta Financeira	5.345,18	8.813,74	1,65	1,00	1,65
Outros Investimentos	-1.082,73	5.711,57	-5,28	-0,20	1,07
Investimento em Carteira	2.464,86	5.159,55	2,09	0,46	0,97
Investimento Direto	4.007,41	4.081,15	1,02	0,75	0,76
Q1 1995 até Q4 1998					
Conta Financeira	7.286,79	8.472,56	1,16	1,00	1,16
Outros Investimentos	-337,96	5.772,58	-17,08	-0,05	0,79
Investimento em Carteira	3.690,88	5.314,81	1,44	0,51	0,73
Investimento Direto	3.933,88	2.807,11	0,71	0,54	0,39
Q1 1999 até Q4 2007					
Conta Financeira	4.482,24	8.940,91	1,99	1,00	1,99
Outros Investimentos	-1.413,74	5.734,77	-4,06	-0,32	1,28
Investimento em Carteira	1.919,97	5.068,73	2,64	0,43	1,13
Investimento Direto	4.040,09	4.570,48	1,13	0,90	1,02

*Vol ponderada = CV X PM

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

Paralelamente, a análise dos dados na Tabela 1, confirma a maior volatilidade da conta Outros Investimentos e de Investimento Carteira. Isso se dá em todos os períodos analisados, tanto no período completo como sob diferentes experiências cambiais.

²⁸ Kregel (1996) e Griffith-Jones (2003) questionam as virtudes do Investimento Direto ao mesmo tempo em que sua maior estabilidade pode ser relativizada pelos reinvestimentos e repatriações de lucros.

Observe-se que a conta Investimento em Carteira (IC) apresenta uma elevação da sua variabilidade do período de câmbio flexível. Ou seja, esta conta apresentou uma volatilidade maior no segundo período, na medida em que o seu coeficiente de variação passou de 1,44 para 2,64. Outra dinâmica importante a considerar é a de que esta mesma conta apresentou uma queda de seus valores médios: de 3,691 bilhões de dólares para 1,920. Isto representou uma queda na participação média relativa de IC na Conta Financeira à despeito da manutenção do status de segunda conta mais importante a influenciar a volatilidade (CVxPM)²⁹.

Também é possível observar na Tabela 1 que a conta Outros Investimentos foi a que mais influenciou na variabilidade da Conta Financeira em ambos os períodos. Sob o período de câmbio administrado foi marcante sua baixa participação média (apenas -0,05) e sua influência negativa, no sentido de apresentar médias trimestrais de fluxos de capitais negativa. Outro fator relevante foi sua elevadíssima variabilidade (-17,08), mostrando que alternaram-se movimentos de forte entrada de recursos com movimentos de forte saída. Mesmo considerando o menor peso desta conta sobre a conta financeira vis à vis à de Investimento em Carteira, percebe-se que a primeira é a que exerce maior influência de volatilidade da Conta Financeira no período (CVxPM). Com câmbio flexível observa-se uma acentuada diminuição da volatilidade da conta OI (o coeficiente de variação cai para -4,06), mas um aumento de seu peso na Conta Financeira³⁰, e isto levou a que a conta sob análise continuasse sendo a principal responsável pela volatilidade da Conta Financeira. Desta forma, a menor variabilidade da conta foi compensada com o aumento de seus fluxos financeiros para manter o posto de conta mais influente na variabilidade da Conta Financeira.

²⁹ Entre 1999 e 2002 a queda dos valores médios é explicada pela forte redução da liquidez. Ou seja, ingressa muito menos recursos por esta conta. Note-se que após 2003 o baixo nível líquido da conta Investimentos em Carteira não é mais explicado por uma menor liquidez. O que explica o baixo nível não é um baixo ingresso (ativo) e sim a saída de recursos para pagamentos de dívidas anteriores contraídas (passivo); inclusive de recompra de títulos do Governo em mercado, como é o caso dos C-bonds (BIAGE e CORRÊA, 2007).

³⁰ Houve um aumento do peso de OI, sendo que os fluxos líquidos se tornaram ainda mais negativos (passou de -337,96 milhões de dólares a média trimestral para -1,413 bilhão).

Tabela 5 – Volatilidade da Conta Financeira Brasileira – segundo nível de abertura

Brasil Conta Financeira	Média	Dv Padrão	Coef. Variação	Part. Média	Vol. Ponderada
Q1 1995 até Q4 2007					
Conta Financeira	5.345,18	8.813,74	1,65	1,00	1,65
Outros Investimentos Passivo	270,86	5.775,32	21,32	0,05	1,08
Outros Investimentos Ativo	-1.353,59	2.970,26	-2,19	-0,25	0,56
Investimento em Carteira Passivo	2.584,36	5.065,25	1,96	0,48	0,95
Investimento em Carteira Ativo	-119,5	425,31	-3,56	-0,02	0,08
Q1 1995 até Q4 1998					
Conta Financeira	7.286,79	8.472,56	1,16	1,00	1,16
Outros Investimentos Passivo	215,23	4.733,04	21,99	0,03	0,65
Outros Investimentos Ativo	-553,19	2.217,71	-4,01	-0,08	0,3
Investimento em Carteira Passivo	3.823,50	5.084,98	1,33	0,52	0,7
Investimento em Carteira Ativo	-132,63	412,94	-3,11	-0,02	0,06
Q1 1999 até Q4 2007					
Conta Financeira	4.482,24	8.940,91	1,99	1,00	1,99
Outros Investimentos Passivo	295,59	6.244,94	21,13	0,07	1,39
Outros Investimentos Ativo	-1.709,33	3.213,21	-1,88	-0,38	0,72
Investimento em Carteira Passivo	2.033,64	5.028,93	2,47	0,45	1,12
Investimento em Carteira Ativo	-113,66	436,34	-3,84	-0,03	0,1

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

A partir daí, seguimos com o estudo e passamos a analisar as contas do “segundo nível de abertura da Conta Financeira” para entender melhor a dinâmica dos fluxos. Conforme as definições do *Balance of Payments Statistics* do FMI (2008), *ativos* representam obrigações de não-residentes para com o país e *passivos* obrigações do país com não-residentes (obrigações a serem pagas para não-residentes). Conforme já salientado anteriormente, temos, por exemplo, que as contas do primeiro nível de abertura se subdividem em contas “de estrangeiros” (passivas) e de “nacionais” (ativas). Nesse sentido, a tabela 2 desmembra as duas contas de maior influência na variabilidade da Conta Financeira a fim de verificar mais especificamente a influência dos fluxos financeiros externos.

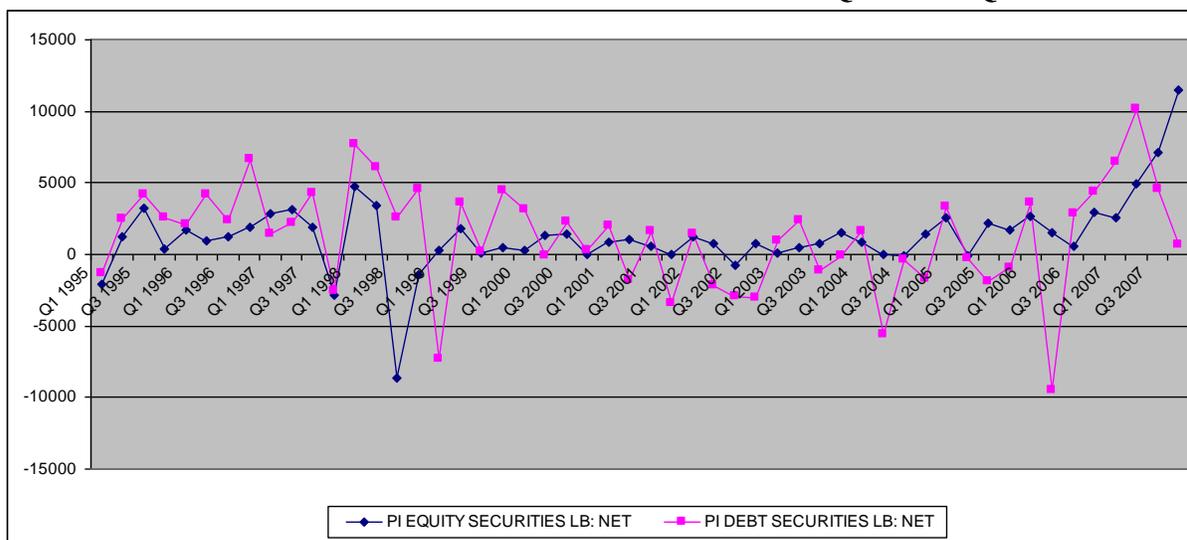
Através da análise da volatilidade ponderada na Tabela 2 constata-se que os fluxos financeiros de estrangeiros (passivo), tanto na conta Outros Investimentos como em Investimentos em Carteira, são os que mais influem na variabilidade da Conta Financeira. Isso se dá no período como um todo e nos dois sub-períodos trabalhados. Para o caso da conta Outros Investimentos Passivo a tônica é uma baixa participação média, mas uma elevada variabilidade, vide seu coeficiente de variação (que chega a ser 21,99). Com isso é

marcante a maior volatilidade ponderada da conta Outros Investimentos Passivo do que a Outros Investimentos Ativo, apesar de uma maior participação média dessa última. Ambas as contas são menos voláteis no segundo período.

No caso do Investimento em Carteira acontece o contrário, uma vez que os Investimentos em Carteira Passivo apresentam variabilidade menor do que os Investimentos em Carteira Ativo. No entanto, como a participação de IC ativo é muito baixa, o resultado é o de que sua influência sobre a volatilidade da conta IC é muito baixa, não devendo ser esta conta considerada importante para explicar a volatilidade de IC.

As conclusões apontadas aqui vão na mesma direção do trabalho de Biage e Corrêa (2007), quais sejam: os fluxos financeiros externos das contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos exercem influencia central na volatilidade da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos brasileiro pós estabilização. Os autores ressaltam ainda a importante participação da conta Outros Investimentos Ativo. Observa-se, no entanto, uma mudança de dinâmica. Destacam que no segundo período a volatilidade de IEC cresceu e seu volume médio caiu. No caso de OI, sua volatilidade permaneceu alta, só que os autores observam que é necessário analisar a dinâmica das sub-contas de OI, pois também se apresentou uma mudança de performance. Neste sentido, o trabalho de Biage e Corrêa (2007) segue ainda analisando o terceiro nível de abertura da Conta Financeira, vendo dessa forma quais as sub-contas que mais influem nas contas Outros Investimentos Ativo e Passivo e Investimento em Carteira Passivo.

Gráfico 3 – Investimento em Carteira Passivo – Brasil Q1 1995 a Q4 2007

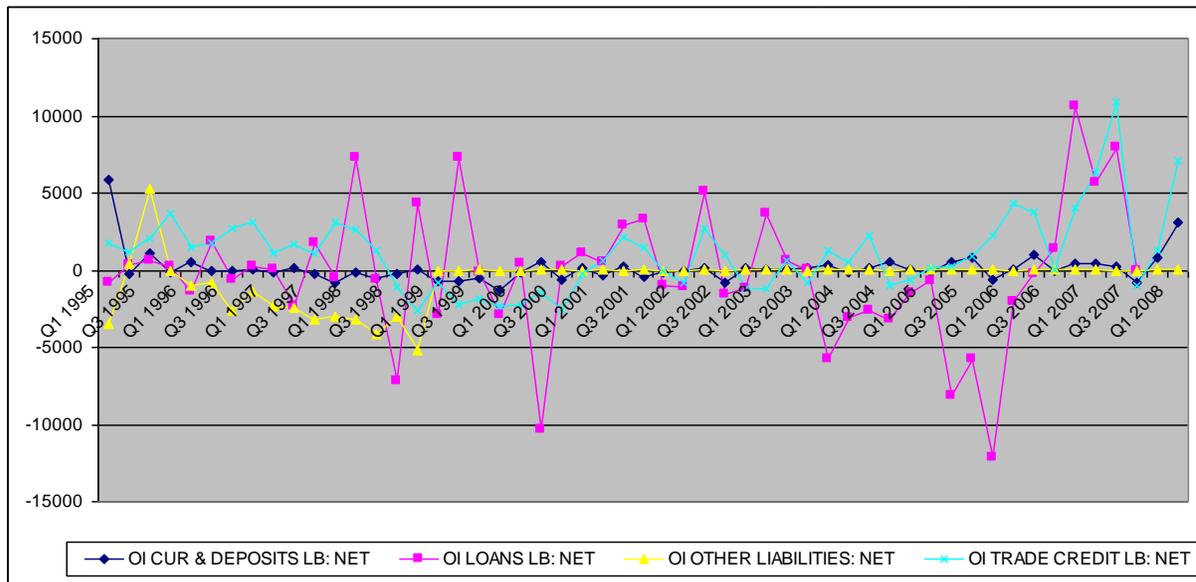


Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

No caso de nosso estudo, conforme visualizado através do Gráfico 3 para o terceiro nível de abertura da Conta Financeira, os Títulos de Renda Fixa adquiridos por estrangeiros (*PI Debt Securities LB*) são os que mais explicam a volatilidade da conta IC Passivo. É possível verificar visualmente que há uma mudança de dinâmica na aquisição de Títulos de Renda Fixa, pois estes passam de uma trajetória positiva e estável no período de câmbio administrado (até sofrer os efeitos da crise asiática e russa) para uma de maior volatilidade com menores valores no período de câmbio flexível. Nas palavras de Biage e Corrêa (2007):

“Ou seja, nos momentos de liquidez, em que se efetivou uma queda das taxas de juros dos Estados Unidos, ou em que as mesmas não apresentam expectativa de aumentos drásticos, os investidores globais aproveitam esta situação para tomar recursos emprestados a taxas mais baixas e aplicar em títulos geradores de uma maior rentabilidade (movimento de *carry trade*). Já nos momentos de expectativa de aumentos nas taxas de juros dos países centrais, os mesmos investidores reestruturaram suas carteiras, ocorrendo movimentos de *sell-off*, que atingiram frontalmente os títulos brasileiros e geraram a venda de papéis já colocados em mercado (afetando o índice EMBI+). Paralelamente, nos mesmos momentos ocorrem reduções de lançamentos de títulos novos, afetando os fluxos de Títulos de Renda Fixa (créditos)” (BIAGE e CORRÊA, 2007: 28).

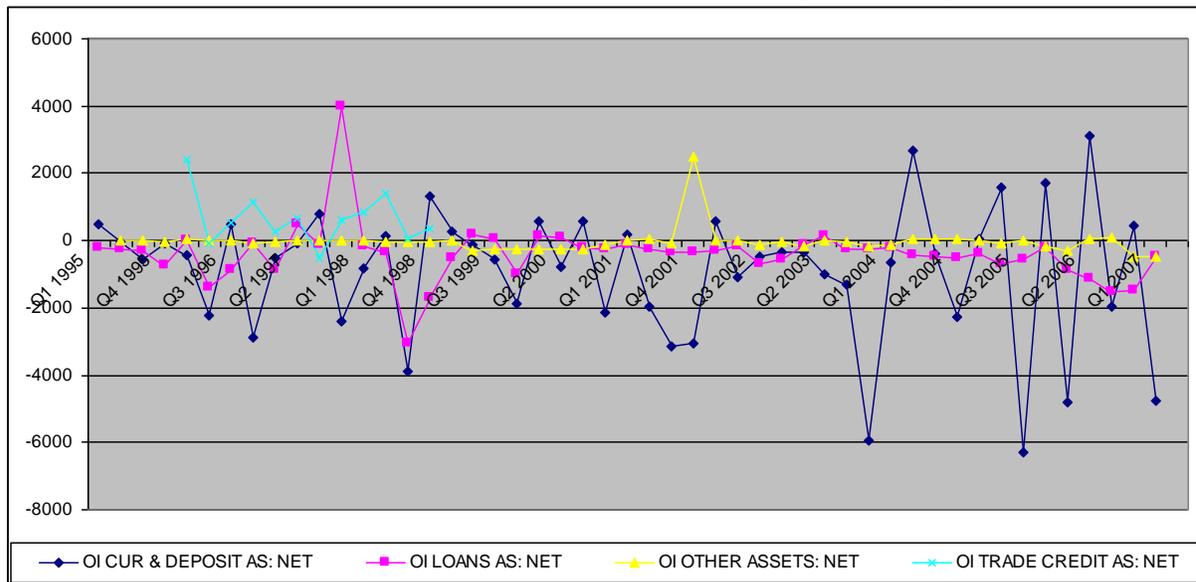
Gráfico 4 – Outros Investimentos Passivo – Brasil Q1 1995 a Q4 2007



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

Paralelamente, conforme o Gráfico 4, a conta Outros Investimentos Passivo tem na sub-conta Empréstimos e Financiamentos (*OI Loans LB:NET*) a maior responsável por sua volatilidade no período pós estabilização. Nota-se que nesta sub-conta estão, tanto os empréstimos de instituições bancárias como os socorros financeiros às autoridades monetárias. Assim, sua dinâmica no segundo período responde tanto aos acordos com o FMI, por exemplo, como às estratégias dos bancos internacionais. Esses últimos podem ser responsabilizados pela visível queda dos fluxos de Empréstimos e Financiamentos a partir de 2004, marcando uma mudança de estratégia bancária condizente com o início da elevação da taxa de juros americanas, que passa de 4% em 2004 para 7% em 2005. A alta volatilidade da Conta OI Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros no período de câmbio flexível pode ainda ser explicada, por outro lado, pelos empréstimos às Autoridades Monetárias que apresentaram momentos de fortes ingressos, seguidos, posteriormente, de momentos de forte saída (amortizações dessas dívidas).

Gráfico 5 – Outros Investimentos Ativo – Brasil Q1 1995 a Q4 2007



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

Resta observar que no caso da conta Outros Investimentos, os agentes brasileiros (ativo) também são responsáveis pela volatilidade da conta OI. Neste sentido, vale ressaltar ainda a importância central da sub-conta Moeda e Depósitos de brasileiros - ativo (*OI Cur & Deposit AS:NET*) para a variabilidade da conta Outros Investimento. Segundo nota explicativa do Banco Central (BCB, 2001), tal sub-conta refere-se à movimentação de depósitos mantidos por brasileiros no exterior, incluindo a variação dos depósitos no exterior dos bancos comerciais residentes e dos depósitos relativos ao excesso de posição comprada dos bancos residentes depositados no Banco Central. Em outras palavras, estes fluxos representam capitais de residentes (dentre eles os bancos) altamente voláteis. Desta forma, observa-se no Gráfico 5 que, no primeiro período em todos os momentos de crise houve um forte movimento negativo desta conta, indicando fuga de recursos, seguido de reingresso depois do ajuste para cima das taxas domésticas de juros, conseguindo-se dessa forma ganhos de arbitragem.

Ou seja, esta conta foi também uma das responsáveis pela alta volatilidade da conta OI, sendo importante os movimentos especulativos dos bancos residentes contra a moeda nacional.

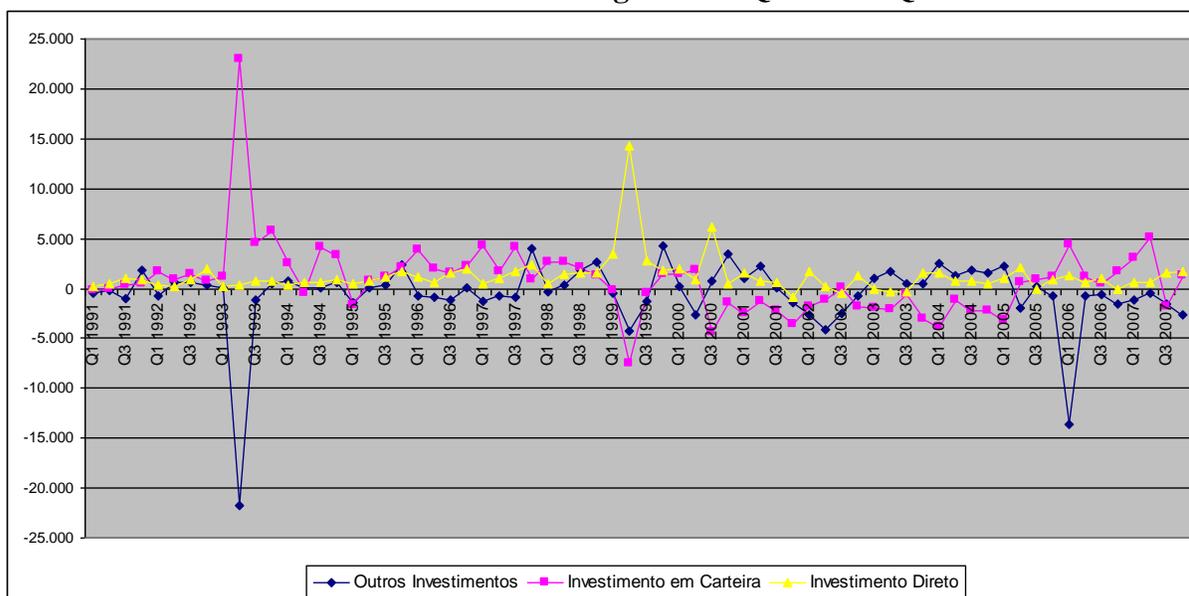
Em termos gerais podemos, então, ver que a volatilidade do balanço de pagamentos é forte no primeiro período e fortemente determinada pelo movimento de Investimentos em

Carteira, através da aquisição de Títulos de Renda Fixa por estrangeiros, e de empréstimos bancários (especialmente os de curto prazo). Outro elemento fundamental foram os movimentos especulativos de moeda e depósitos. No segundo período a volatilidade continua, mas podemos dizer que a situação é relativamente menos instável. Grande parte da volatilidade é devida aos movimentos de empréstimos do FMI, na conta Outros Investimentos de Estrangeiros. De outro lado, ainda que tenha crescido a volatilidade da conta IC de estrangeiros, este movimento não afetou tanto a conta financeira pelo fato de que o peso destes fluxos caiu. Ou seja, os fluxos mais instáveis tiveram uma menor participação, por um lado, e os Investimentos Diretos aumentaram sua participação, por outro lado.

3.1.2. O caso Argentino

Também no caso argentino a experiência de câmbio administrado dos anos 1990 coincide com o período de liquidez internacional, sendo que neste país o câmbio foi regulado através da “lei de convertibilidade” implantada por Carlos Menem e Domingo Cavallo. O fim dessa experiência cambial foi marcado pela crise cambial de 2001, sendo que a Argentina também foi afetada pelo efeito contágio das crises do México, Ásia, Rússia e Brasil, contrarrestadas pelas reações das taxas de juros internas.

Gráfico 6 – Conta Financeira Argentina – Q1 1991 a Q4 2007



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

No Gráfico acima pode ser verificado o movimento dos fluxos financeiros para a economia argentina desde o plano de convertibilidade até 2007. A primeira observação a ser feita é a visivelmente mais marcante, ou seja; a enorme elevação dos fluxos financeiros para a conta Investimento em Carteira no terceiro trimestre de 1993, por um lado, e a acentuada queda da conta Outros Investimentos no mesmo período, por outro. Tal movimento é fruto das forças além do mercado, pois marca o processo de renegociação das dívidas impagáveis do governo argentino sob a égide do Plano Brady. Nesse sentido, o ocorrido foi a troca das dívidas externas do governo Argentino para com os bancos estrangeiros por títulos de longo prazo do governo, o que incidiu diretamente sobre a conta Outros Investimentos, por serem registrados nela os empréstimos e financiamentos bancários, e sobre a conta Investimento em Carteira, que contabiliza os títulos de renda fixa.

“El 31 de marzo de 1993, la Argentina emitió 25.000 millones de dólares en bonos (...). El plan permitió a los bancos acreedores desprenderse de los créditos incobrables que tenían con la Argentina, cambiándolos por bonos que vendieron a sus clientes, muchos de ellos pequeños ahorristas en EE.UU. Con bajas tasas de interés y vencimientos hasta el año 2023, la operación también resultaba favorable para la Argentina y fue presentada entonces por el gobierno de Carlos Menem como ‘la solución al problema de la deuda’” (CLARÍN, 2001).

Outra ressalva a ser feita é a acentuada queda dos fluxos financeiros para a conta Outros Investimentos no primeiro trimestre de 2006. Assim como para o Plano Brady, esse movimento é descolado do movimento de mercado, pois marca a antecipação do pagamento da dívida com o FMI pelo governo Kirchner, pondo fim a um acordo previsto até 2008³¹.

A análise do gráfico marca a maior variabilidade da conta Investimento em Carteira para todo o período. Por outro lado, a conta Investimento Direto parece apresentar certa estabilidade com alguns picos anormais como em 1999 e 2000. A conta Outros Investimentos, excluindo o Plano Brady, parece ter uma baixa participação relativa até sentir os efeitos da crise asiática, que põe em movimento uma considerável variabilidade até culminar com uma acentuada queda pós desvalorização. A reação das contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos é sentida de forma mais acentuada na

³¹ “Con el desembolso de poco más de US\$9.500 millones, el gobierno argentino puso punto final esse martes a médio siglo de tormentosa relación com el Fondo Monetário Internacional” (BBC, 2006).

crise brasileira de 1999 e no período que se segue conhecido como *feast or famine* da liquidez internacional (movimentos abruptos de expansão e retração) e que engloba a crise cambial argentina de 2001.

Tabela 6 – Volatilidade da Conta Financeira Argentina – primeiro nível de abertura

Argentina Conta Financeira	Média	Dv Padrão	Coef. Variação	Part. Média	Vol. Ponderada
Q1 1994 até Q4 2007					
Conta Financeira	1.522,77	2.846,59	1,87	1,00	1,87
Investimento Direto	1.337,43	2.070,98	1,55	0,88	1,36
Outros Investimentos	-4,42	1.816,77	-410,72	0,00	1,19
Investimento em Carteira	202,62	2.530,31	12,49	0,13	1,66
Q1 1994 Q4 2001					
Conta Financeira	2.693,24	2.803,08	1,04	1,00	1,04
Investimento Direto	1.760,46	2.574,44	1,46	0,65	0,96
Outros Investimentos	235,61	1.840,83	7,81	0,09	0,68
Investimento em Carteira	697,17	2.687,29	3,85	0,26	1,00
Q1 2002 Q4 2007					
Conta Financeira	-105,70	2.013,09	-19,05	1,00	-19,05
Investimento Direto	748,88	752,28	1,00	-7,09	-7,12
Outros Investimentos	-338,38	1.768,13	-5,23	3,20	-16,73
Investimento em Carteira	-485,45	2.165,32	-4,46	4,59	-20,49

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

Na tabela acima se confirmam as conclusões visuais sobre as contas mais voláteis da Conta Financeira. O coeficiente de variação traduz a maior variabilidade da conta Investimento em Carteira e Outros Investimentos, sendo o destaque para o valor elevado do coeficiente de variação para o período todo da conta Outros Investimentos (-410,72). Tal conta apresenta média trimestral dos fluxos financeiros positivo (235,61 milhões de dólares), participação média baixa (0,09) e o coeficiente de variação mais alto (7,81) para o período de câmbio administrado, que, no entanto, resulta na conta que menos influi na variabilidade da Conta Financeira no período³².

Para o período de câmbio flexível a média trimestral torna-se negativa (-338,38), a participação média eleva-se consideravelmente (3,20) e o coeficiente de variação continua o mais elevado das três contas, conduzindo a conta Outros Investimentos ao posto de segunda maior a influir sobre a variabilidade da Conta Financeira sob câmbio flexível.

³² Nota-se que para fazer o cálculo da volatilidade da Conta Financeira do balanço de pagamentos argentino optou-se por partir do ano de 1994, pois assim ficaria excluído o ano do Plano Brady.

Dessa forma, pode-se dizer que esta conta se aproveita dos momentos de liquidez, pois sob câmbio administrado, onde predominou na maior parte do tempo certa liquidez internacional, sua volatilidade se deu em torno de valores positivos com uma baixa participação média. Porém, quando se apresentou períodos com movimentos abruptos, e até restrição, da liquidez internacional, como foi por boa parte do período sob câmbio flexível, a participação dessa conta na tendência negativa dos fluxos financeiros foi substancial, pois manteve seu elevado coeficiente de variação associado a uma média trimestral negativa e uma importante elevação de sua participação média. De forma simplificada, o que queremos dizer é que tal conta em momentos de liquidez tem pouca significância para a variabilidade da Conta Financeira, porém em momentos de retração de liquidez ela joga um papel relevante no sentido de aprofundar a tendência negativa.

A conta Investimento em Carteira foi a que mais influenciou na variabilidade da Conta Financeira. De forma geral sua participação média importante, associada a uma considerável variabilidade (vide os coeficientes de variação) fez com que esta conta fosse a de maior impacto em todos os períodos analisados. Assim como no caso da conta Outros Investimentos, vale observar a mudança da média trimestral dos fluxos financeiros da conta Investimento em Carteira, que passa de 697,17 milhões de dólares no período de câmbio administrado para -485 milhões de dólares no período de câmbio flexível, mostrando que esta conta é fortemente suscetível ao período de liquidez.

Tabela 7 – Volatilidade da Conta Financeira Argentina – segundo nível de abertura

Argentina Conta Financeira	Média	Dv Padrão	Coef. Variação	Part. Média	Vol. Ponderada
Q1 1994 até Q4 2007					
Conta Financeira	1.522,77	2.846,59	1,87	1,00	1,87
Outros Investimento Passivo	1.048,12	1.803,73	1,72	0,69	1,18
Outros Investimento Ativo	-1.049,67	1.870,08	-1,78	-0,69	1,23
Investimento em Carteira Passivo	403,40	2.702,14	6,70	0,26	1,77
Investimento em Carteira Ativo	-210,88	575,69	-2,73	-0,14	0,38
Q1 1994 até Q4 2001					
Conta Financeira	2.693,24	2.803,08	1,04	1,00	1,04
Outros Investimento Passivo	1.172,70	1.944,96	1,66	0,44	0,72
Outros Investimento Ativo	-937,09	2.133,37	-2,28	-0,35	0,79
Investimento em Carteira Passivo	1.111,87	2.869,64	2,58	0,41	1,07
Investimento em Carteira Ativo	-414,70	639,37	-1,54	-0,15	0,24
Q1 2002 até Q4 2007					
Conta Financeira	-105,70	2.013,09	-19,05	1,00	-19,05
Outros Investimento Passivo	874,79	1.612,87	1,84	-8,28	-15,26
Outros Investimento Ativo	-1.206,31	1.458,35	-1,21	11,41	-13,80
Investimento em Carteira Passivo	-582,30	2.138,36	-3,67	5,51	-20,23
Investimento em Carteira Ativo	72,69	304,86	4,19	-0,69	-2,88

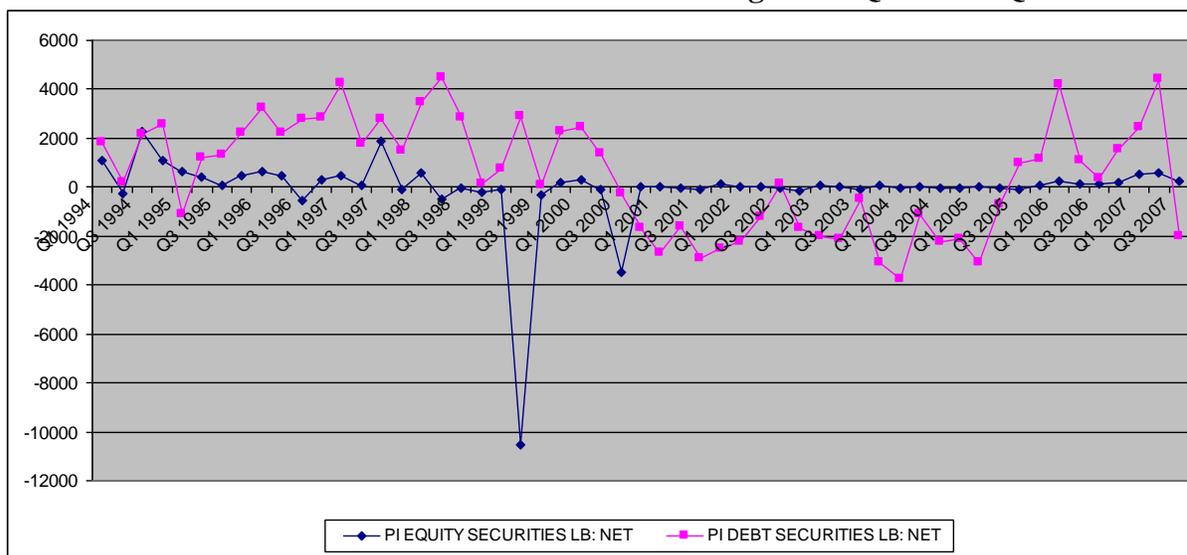
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

Como se verifica na tabela acima, a conta Outros Investimentos Passivo e Outros Investimentos Ativo apresentaram quase a mesma influência sobre a variabilidade da Conta Financeira, tendo o coeficiente de variação, a participação média e a média trimestral de fluxos financeiros muito similares em todos os períodos analisados. A observação fica por conta da queda acentuada da entrada de fluxos financeiros estrangeiros (passa de uma média trimestral de 1,17 bilhões de dólares para 874,79 milhões de dólares) e do aumento igualmente elevado da saída de fluxos financeiros nacionais (passa de -937 milhões de dólares para -1,2 bilhões de dólares) quando da comparação do período de câmbio administrado, marcadamente de maior liquidez internacional, com do período de câmbio flexível, onde há uma maior restrição a liquidez internacional. Além disso, verifica-se através da volatilidade ponderada uma maior participação da conta Outros Investimentos Passivo (-15,26) na variabilidade da Conta Financeira neste segundo período.

Na conta Investimento em Carteira a maior influência dos fluxos financeiros externos é marcante, sendo o principal responsável pela variabilidade da Conta Financeira em todos os períodos analisados. A observação fica por conta da mudança da média trimestral de fluxo financeiro para essa conta do período de câmbio administrado para o

período de câmbio flutuante, passando de 1,206 bilhões de dólares para -582,30 milhões de dólares, demonstrando que o período de restrição de liquidez tem influência sobre essa conta. Ademais a elevação acentuada do coeficiente de variação, em comparação com o das outras contas, é um fator que corrobora tal conclusão. Por outro lado, a conta Investimento em Carteiro Ativo tem uma participação insignificante na variabilidade da Conta Financeira em todos os períodos.

Gráfico 7 – Investimento em Carteira Passivo – Argentina Q1 1994 a Q4 2007

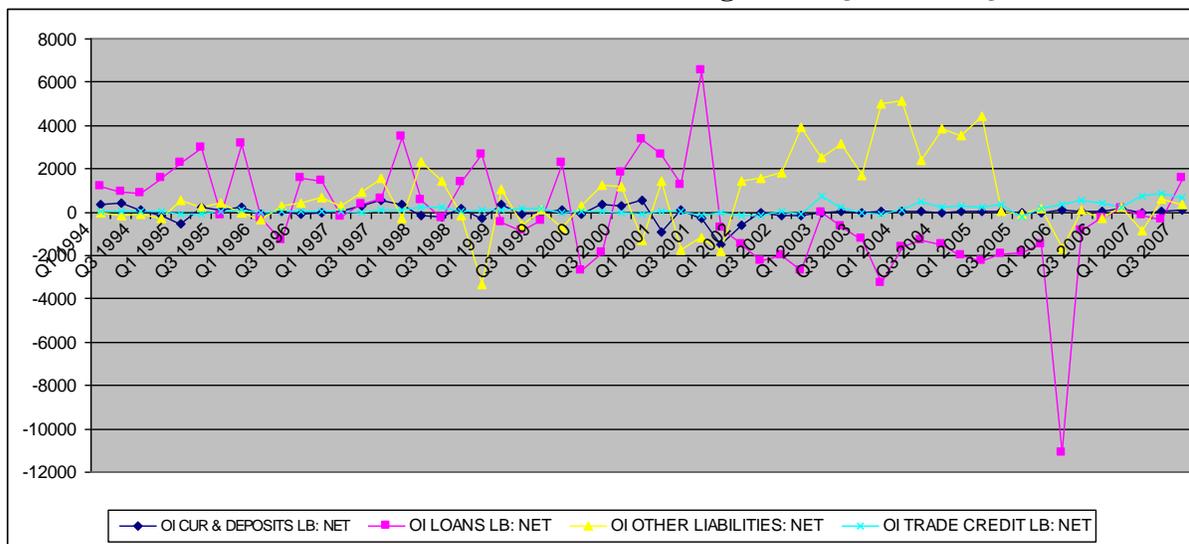


Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

Quanto ao terceiro nível de abertura da Conta Financeira do balanço de pagamentos argentino, verifica-se no Gráfico 7 que a volatilidade da conta Investimento em Carteira Passivo (que foi a principal responsável pela volatilidade da Conta Financeira) teve nas transações com Títulos de Renda Fixa (*PI Debt Securities LB*) a explicação última de sua variabilidade, tanto no período de câmbio administrado como no flexível. Condizente com a experiência brasileira, verifica-se que estes fluxos financeiros se orientaram principalmente pelo diferencial de juros, uma vez que é evidente que enquanto perdurou um elevado diferencial de juros associado à convertibilidade do peso houve forte ingresso de recursos. No entanto, ao se apresentar a crise econômica de 2001 juntamente com a desvalorização no início de 2002 (que conduziu a menores taxas de juros, a despeito de uma inicial elevação como reflexo da crise) estes fluxos retraíram-se fortemente. Ou seja,

houve uma perda relativa no volume de recursos. Paralelamente, a dinâmica também é semelhante à brasileira no sentido que estes fluxos são mais voláteis no segundo período.

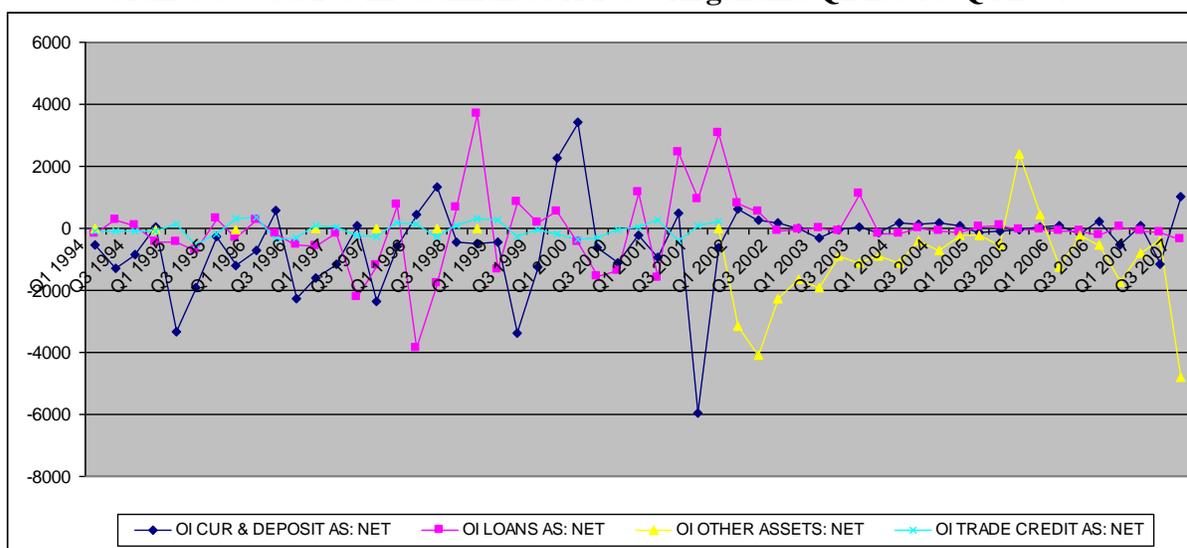
Gráfico 8 – Outros Investimentos Passivo – Argentina Q1 1994 a Q4 2007



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

No caso da conta Outros Investimentos Passivo, verifica-se no Gráfico 8 que a sub-conta Empréstimos e Financiamentos (*OI Loans LB:NET*) é marcadamente a principal responsável pela volatilidade, tendo apresentado duas dinâmicas distintas. No período onde o câmbio foi administrado sua variação se deu em torno de valores positivos, traduzindo assim tanto a posição dos empréstimos de organismos multilaterais como, principalmente, a estratégia de bancos internacionais, que se aproveitaram da paridade do peso com o dólar para deslançar seus empréstimos. Por outro lado, no período com câmbio flexível os fluxos financeiros para esta sub-conta giraram em torno de valores negativos, marcando os pagamentos dos empréstimos ao FMI (como no segundo semestre de 2006) e a mudança de estratégia dos bancos, reflexo da crise de 2001 e da tendência de alta dos juros americanos a partir de 2004, assim como no caso brasileiro. Ou seja, também aqui a dinâmica é semelhante à brasileira.

Gráfico 9 – Outros Investimentos Ativo – Argentina Q1 1994 a Q4 2007



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

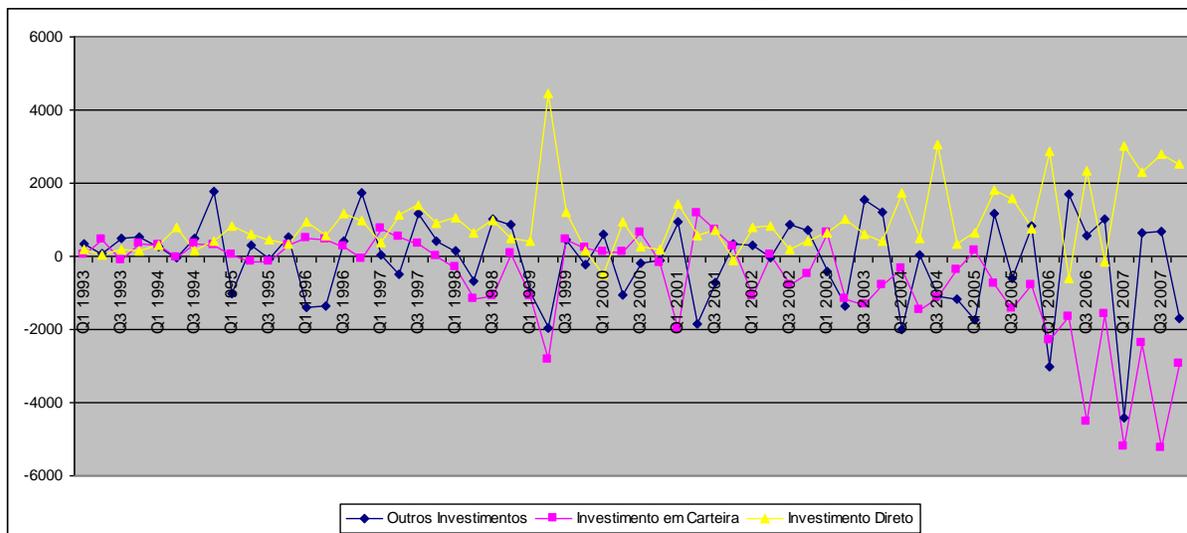
Conforme o Gráfico 9, a conta Outros Investimentos Ativo teve parte importante de sua variabilidade explicada pela variação dos fluxos financeiros da sub-conta Moeda e Depósitos (*OI Cur & Deposit AS:NET*). Condizente com o caso brasileiro, tal movimento traduz a busca de ganhos de arbitragem em momentos de instabilidade pré-criSES, explorados principalmente no período de convertibilidade onde a taxa de juros foi o principal instrumento para “fechar” o balanço de pagamentos. Um exemplo marcante dessa mecânica está no ano de 2000 onde houve forte repatriação dos depósitos de argentinos que, assim, aproveitaram-se da brutal elevação da taxa de juros nacional para evadirem-se rapidamente pós-desvalorização. À diferença para o caso brasileiro é que esta dinâmica foi muito mais pernicioso para a vulnerabilidade externa do país, pois a conta Outros Investimentos Ativo teve maior importância na variabilidade da Conta Financeira argentina. Assim, no período com câmbio administrado esse movimento especulativo foi um dos determinantes principais da variabilidade da Conta Financeira.

3.1.3. O caso chileno

A experiência de câmbio administrado no Chile teve início em 1989 e seguiu através da manutenção de bandas cambiais durante toda a década de 1990. Nesse período o Banco Central chileno teve de intervir tanto contra pressões para a valorização cambial do

peso, na primeira metade da década, como contra pressões para a desvalorização pós-crise asiática. Além disso, a diferença entre as duas experiências cambiais, sendo que adoção do câmbio flutuante inicia-se em setembro de 1999, é a prática de controle de capitais de curto prazo na primeira metade da década de 1990, que não houve sob câmbio flutuante, e o período de liquidez, que é reconhecidamente menor no início da década de 2000.

Gráfico 10 – Conta Financeira Chilena – Q1 1993 a Q42007



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

No Gráfico acima é visualmente evidente a maior variabilidade de todas as contas da Conta Financeira pós crise asiática. Desta forma, o período com câmbio flexível parece ser marcadamente mais volátil que o período com câmbio administrado e controle de capitais. O fato interessante é o movimento conjunto de acentuada queda das contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos nos períodos de crise em outras economias, como russa em 1998, brasileira em 1999, argentina em 2001 e em fins do período, a partir de 2006. O investimento direto, como constatado em outros países, parece ter uma menor variabilidade, à despeito da discussão já realizada sobre suas conseqüências sobre o cobre chileno.

Tabela 8 – Volatilidade da Conta Financeira Chilena – primeiro nível de abertura

Chile	Média	Dv Padrão	Coef. Variação	Part. Média	Vol. Ponderada
Q1 1993 até Q4 2007					
Conta Financeira	215	1441	6,716	1,00	6,716
Investimento em Carteira	-623,64	1.369,86	-2,20	-2,91	6,39
Investimento Direto	920,08	950,10	1,03	4,29	4,43
Outros Investimentos	-92,89	1.189,33	-12,80	-0,43	5,54
Q1 1993 até Q3 1999					
Conta Financeira	842	1070	1,271	1,00	1,271
Investimento em Carteira	-54,96	740,59	-13,48	-0,07	0,88
Investimento Direto	783,58	821,32	1,05	0,93	0,98
Outros Investimentos	110,19	904,04	8,20	0,13	1,07
Q4 1999 até Q4 2007					
Conta Financeira	-299	1514	-5,060	1,00	-5,060
Investimento em Carteira	-1.088,92	1.586,85	-1,46	3,64	-5,31
Investimento Direto	1.031,76	1.042,91	1,01	-3,45	-3,49
Outros Investimentos	-259,05	1.371,39	-5,29	0,87	-4,59

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

Na tabela acima se reconhece a menor variabilidade da conta Investimento Direto em todos os períodos analisados. Como se pode perceber pelos dados relativos aos fluxos médios de recursos, o resultado da Conta Financeira é fortemente explicado pelos Investimentos Diretos (ID). A conta ID apresenta uma baixa volatilidade e influencia na volatilidade da Conta Financeira, tanto quanto as contas de IC e de OI. Estas duas últimas apresentam alto coeficiente de variação, mas um peso pequeno na conta. Como resultado do fato de que os ID terem um peso marcadamente forte, a Conta Financeira acaba não apresentando uma alta volatilidade no período.

Note-se que esta dinâmica é diferente da apresentada pelos outros países até agora analisados. No caso do Chile os Investimentos Diretos são predominantes na Conta financeira, por conta do peso deste componente (0,93) no período de câmbio administrado. A conta Outros Investimentos mantêm os valores do coeficiente de variação elevados em todos os períodos analisados, inclusive sendo a conta que mais influi na variabilidade da Conta Financeira na primeira fase, mesmo apresentando uma baixa participação média. Igualmente, a conta Investimento em Carteira possui valor para o coeficiente de variação bastante elevado neste período de câmbio administrado (-13,48). Ou seja, estas duas últimas contas apresentam fortes movimentos de entrada e saída de recursos, mas peso pequeno. A explicação deste fato pode ser buscada fundamentalmente no controle de

capitais de curto prazo praticado na economia chilena na primeira metade da década de 1990, cuja repercussão pode ser estendida até o final da década³³.

O período de câmbio flexível apresenta uma importante modificação na dinâmica da Conta Financeira Chilena. A mais importante, diz respeito à perda de participação dos Investimentos Diretos. Ademais, há uma mudança de performance dos Investimentos em Carteira.. Eles passam a apresentar um resultado negativo, em magnitude semelhante aos ingressos dos Investimentos Diretos. A variabilidade dos ICs, é baixa, o que denota uma saída contínua de recursos por esta conta (ao invés de movimentos abruptos de ingressos e saídas). A conta que mantém uma volatilidade mais forte é a de Outros Investimentos. Como resultado desta dinâmica, a volatilidade da conta financeira no segundo período é maior.

Tabela 9 – Volatilidade da Conta Financeira Chilena – segundo nível de abertura

Chile	Média	Dv Padrão	Coef. Variação	Part. Média	Vol. Ponderada
Q1 1993 até Q4 2007					
Conta Financeira	215	1441	6,716	1,00	6,716
Outros Investimento Passivo	416,54	860,33	2,07	1,94	4,01
Outros Investimento Ativo	-509,43	1.110,54	-2,18	-2,37	5,18
Investimento em Carteira Passivo	279,98	406,07	1,45	1,31	1,89
Investimento em Carteira Ativo	-903,62	1.270,63	-1,41	-4,21	5,92
Q1 1993 até Q3 1999					
Conta Financeira	842	1070	1,271	1,00	1,271
Outros Investimento Passivo	331,72	634,49	1,91	0,39	0,75
Outros Investimento Ativo	-221,53	708,93	-3,20	-0,26	0,84
Investimento em Carteira Passivo	350,28	329,93	0,94	0,42	0,39
Investimento em Carteira Ativo	-405,23	775,93	-1,91	-0,48	0,92
Q4 1999 até Q4 2007					
Conta Financeira	-299	1514	-5,060	1,00	-5,060
Outros Investimento Passivo	485,93	1.013,20	2,09	-1,62	-3,39
Outros Investimento Ativo	-744,98	1.318,49	-1,77	2,49	-4,41
Investimento em Carteira Passivo	222,47	456,06	2,05	-0,74	-1,52
Investimento em Carteira Ativo	-1.311,39	1.451,38	-1,11	4,38	-4,85

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

À diferença dos outros casos estudados até aqui, nas das duas contas mais voláteis do segundo nível de abertura da Conta Financeira os fluxos financeiros nacionais foram os que mais influenciaram a volatilidade da Conta Financeira para todos os períodos

³³ O Investimento em Carteira passa de uma média trimestral de fluxos financeiros de -54,96 milhões de dólares sob o período de câmbio administrado para 1,088 bilhões de dólares no período de câmbio flexível onde predominou a livre entrada e saída de recursos

analisados (Outros Investimentos Ativo e Investimento em Carteira Ativo). Ressalta-se a participação média relativa sempre elevada da conta Investimento em Carteira Ativo e a reação dessa conta na mudança do período de câmbio administrado para câmbio flutuante. De fato, a média de fluxos financeiros da conta Investimento em Carteira Ativo passa de -405,23 milhões de dólares para -1,311 bilhões de dólares, o que indica a forte saída de residentes para aplicarem em títulos no exterior. No caso da conta Outros Investimentos Ativo, vemos que esta passa de uma média de -221,53 milhões de dólares trimestrais para -774,98 milhões de dólares.

No caso do fluxo de estrangeiros, a dinâmica da conta de Investimentos em Carteira Passivo também apresenta uma queda de recursos no segundo período, ainda que relativamente menos importante do que a apresentada pelos demais países periféricos nessa segunda fase. O interessante a observar é que nesta segunda fase a volatilidade dessa conta é substancialmente maior, seguindo a tendência dos demais países periféricos, mas como seu peso sobre a conta financeira continua não sendo tão forte, esta conta não foi central para explicar a volatilidade da Conta Financeira.

Paralelamente a conta Outros Investimentos Passivo apresentou um aumento de recursos, mas um crescimento em sua volatilidade. Observando a abertura dessa conta, que consta nos gráficos no Anexo 2 deste trabalho, vemos que este movimento é devido essencialmente aos Empréstimos e Financiamentos. A conta Moeda e Depósitos de Estrangeiros não é importante.

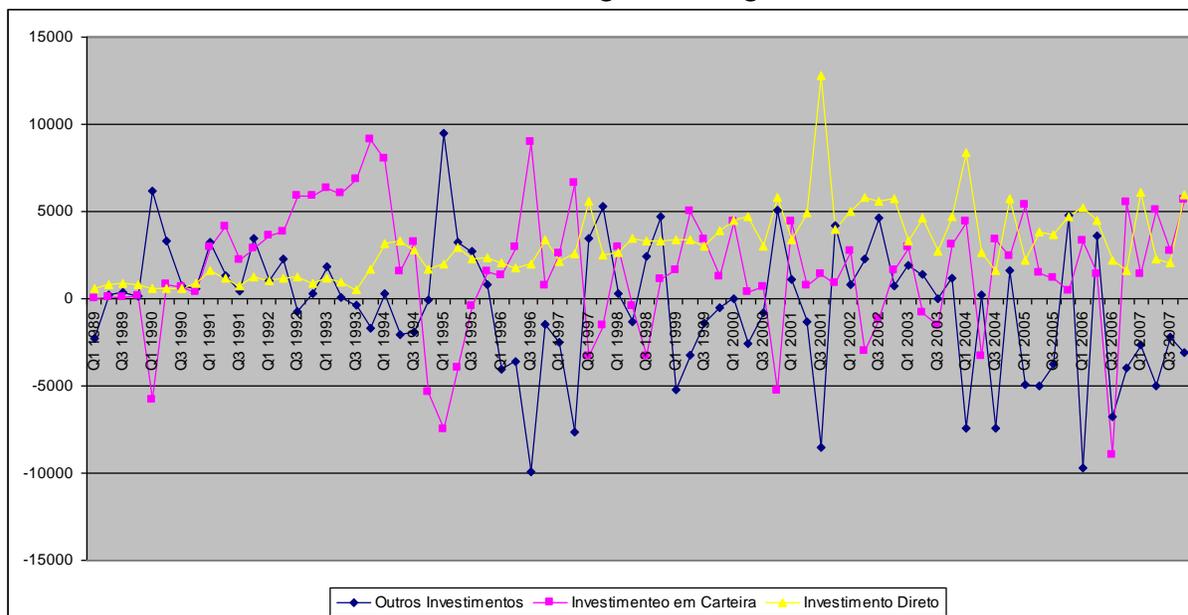
Em termos gerais, o crescimento da volatilidade da conta financeira chilena no segundo período se explica em grande parte pela perda de participação dos Investimentos Diretos. A conta Investimentos de Carteira de Estrangeiros não é central para a explicação da volatilidade. Paralelamente, a volatilidade de nacionais é muito importante e a principal conta a volatilizar é a referente a Moeda e Depósitos Ativo (gráfico no Anexo 2).

3.1.4. O caso mexicano

País que inaugurou as crises cambiais latino-americanas da década de 1990 igualmente adiantou o processo de desvalorização cambial, acontecendo os dois eventos paralelamente. Ao longo de todo ano de 1994 o país sofreu forte saída de capitais, que foi

combatida com extensa utilização das reservas para manter as bandas cambiais implementadas pelo governo desde 1989. No entanto, este “contra-ataque” consumiu quase a totalidade das reservas, que saiu de 28 bilhões de dólares em fins de 1993 para menos de 7 bilhões em fins de 1994, e conduziu à desvalorização e à adoção do câmbio flutuante ainda no mesmo ano.

Gráfico 11 – Conta Financeira Mexicana – Q1 1989 a Q4 2007



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

No Gráfico acima pode ser constatado o movimento que propiciou a crise cambial e a desvalorização de fins de 1994. O fluxo financeiro que o capitaneou foi o de Investimento em Carteira, com uma acentuada queda a partir de 1994. A conta Outros Investimentos, por outro lado, apresentou um movimento contrário, com forte elevação em fins de 1994. Tal acontecimento nesta última conta, assim como para o caso argentino, representou um movimento além do mercado, pois marcou os empréstimos orquestrados pelos EUA às Autoridades Monetárias para salvar a economia mexicana. Outro fato como esse aconteceu no primeiro trimestre de 1990, onde houve um repique da conta Outros Investimentos em oposição à queda da conta Investimento em Carteira, que foi a tradução do Plano Brady para a reestruturação da dívida externa.

Para o período como um todo se verifica uma substancial elevação da participação da conta Investimento Direto e uma queda acentuada das contas Outros Investimentos e,

principalmente, Investimento em Carteira. Conforme já relatado quando tratamos a abertura comercial e financeira do México, este movimento aconteceu predominantemente depois da crise de 1994, pois até então a abertura financeira completa e descontrolada privilegiou o Investimento em Carteira como forma de financiar os déficits das transações correntes. Ademais foi a partir de 1995 que o ingresso do México no TLCAN se consumou de fato, influenciando fortemente nos fluxos de Investimento Direto.

Outra característica que já pode ser constatada visualmente através do Gráfico 11 é maior volatilidade das contas Outros Investimentos e Investimento em Carteira pós 1994, que representou a adoção do câmbio flexível. Para ambas constata-se a reação negativa para com as crises em outras economias, tais como asiática, russa, brasileira e argentina.

Tabela 10 – Volatilidade da Conta Financeira Mexicana – primeiro nível de abertura

México	Média	Dv Padrão	Coef. Variação	Part. Média	Vol. Ponderada
Q1 1989 até Q4 2007					
Conta Financeira	4261,27	3978,29	0,93	1,00	0,93
Investimento em Carteira	1.652,43	3.559,52	2,15	0,39	0,84
Investimento Direto	3.048,55	2.062,24	0,68	0,72	0,48
Outros Investimentos	-439,72	3.785,46	-8,61	-0,10	0,89
Q1 1989 até Q4 1994					
Conta Financeira	4596,11	3728,24	0,81	1,00	0,81
Investimento em Carteira	2.642,81	3.704,79	1,40	0,58	0,81
Investimento Direto	1.263,52	786,03	0,62	0,27	0,17
Outros Investimentos	689,78	1.974,59	2,86	0,15	0,43
Q1 1995 até Q4 2007					
Conta Financeira	4106,72	4114,49	1,00	1,00	1,000
Investimento em Carteira	1.195,34	3.430,47	2,87	0,29	0,84
Investimento Direto	3.872,41	1.945,27	0,50	0,94	0,47
Outros Investimentos	-961,02	4.293,86	-4,47	-0,23	1,05

Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

A tabela 10 confirma as conclusões já observadas. A conta Outros Investimentos mantém uma dinâmica parecida em todos os períodos analisados, apresentando ao mesmo tempo o coeficiente de variação mais elevado e a menor participação média das três contas analisadas. A observação fica por conta da mudança da média de fluxos financeiros trimestrais, que passa de 689,78 milhões de dólares para -961,02 milhões de dólares e caracteriza assim uma tendência maior a saída dos fluxos financeiros no período sob câmbio flexível.

A análise da conta Investimento em Carteira demonstra que, no período de câmbio administrado, coincidente com uma alta liquidez internacional houve forte ingresso de

recursos por via desta conta, sendo que apresenta uma média trimestral de seus fluxos financeiros de 2,642 bilhões de dólares e uma participação média de 0,58 na Conta Financeira. Ela é a conta que mais influi na variabilidade da Conta Financeira no período, visto que apresenta uma volatilidade ponderada (0,81) muito superior ao das outras contas. Paralelamente, no período sob câmbio flexível sua participação, cai fortemente, apresentando-se também um aumento de sua volatilidade (2,87). Ou seja, a dinâmica dos Investimentos em Carteira segue em linhas gerais a dinâmica do Brasil e Argentina, qual seja: na medida em que se apresentou possibilidade de ganhos de arbitragem com a taxa de juros o Investimento em Carteira teve importante participação na Conta Financeira.

Outro fator importante foi o crescimento dos Investimentos Diretos. Na verdade, o que se observou então foi que a conta Financeira não apresentou volatilidade muito maior no segundo período provavelmente por conta do extraordinário aumento da participação dos Investimentos Diretos, um elemento estabilizador. Estes fluxos saíram de uma média trimestral de fluxos financeiros de 1,263 bilhões de dólares, para 3,872 bilhões, e uma participação média de 0,27, para 0,94 sobre a Conta Financeira no período.

Tabela 11 – Volatilidade da Conta Financeira Mexicana – segundo nível de abertura

México	Média	Dv Padrão	Coef. Variação	Part. Média	Vol. Ponderada
Q1 1989 até Q4 2007					
Conta Financeira	4261,27	3978,29	0,93	1,00	0,93
Investimento Estrangeiro Direto	1.086,52	3.399,46	3,13	0,25	0,80
Outros Investimento Passivo	119,29	2.964,16	24,85	0,03	0,70
Outros Investimento Ativo	-559,01	3.195,60	-5,72	-0,13	0,75
Investimento em Carteira Passivo	1.685,60	3.466,35	2,06	0,40	0,81
Investimento em Carteira Ativo*	-41,32	1.028,73	-24,90	-0,01	0,24
Q1 1989 até Q4 1994					
Conta Financeira	4596,11	3728,24	0,81	1,00	0,81
Investimento Estrangeiro Direto	1.263,52	786,03	0,62	0,27	0,17
Outros Investimento Passivo	956,79	2.060,97	2,15	0,21	0,45
Outros Investimento Ativo	-267,01	1.687,03	-6,32	-0,06	0,37
Investimento em Carteira Passivo	2.983,59	3.314,63	1,11	0,65	0,72
Investimento em Carteira Ativo	-340,78	1.459,51	-4,28	-0,07	0,32
Q1 1995 até Q4 2007					
Conta Financeira	4106,72	4114,49	1,00	1,00	1,000
Investimento Estrangeiro Direto	4.477,58	2.307,05	0,52	1,09	0,56
Outros Investimento Passivo	-267,24	3.243,91	-12,14	-0,07	0,79
Outros Investimento Ativo	-693,78	3.698,01	-5,33	-0,17	0,90
Investimento em Carteira Passivo	1.086,52	3.399,46	3,13	0,26	0,83
Investimento em Carteira Ativo*	141,46	551,75	3,90	0,03	0,13

* Por insuficiência dos dados foi calculada essa conta até o segundo semestre de 2004.

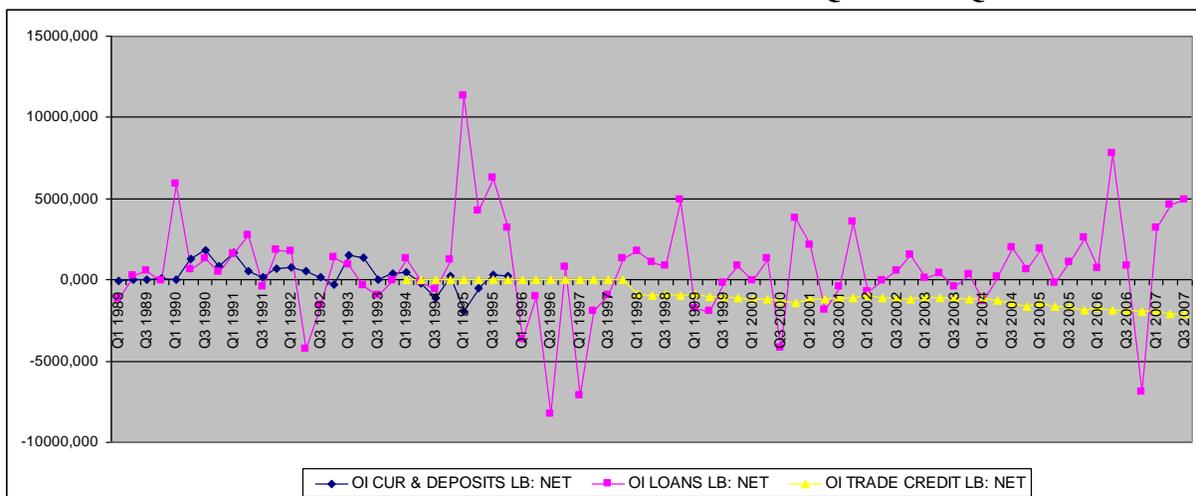
Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

O desmembramento das três contas trabalhadas indicou a importante participação dos fluxos financeiros externos na variabilidade da Conta Financeira mexicana. A primeira observação cabe ao Investimento Estrangeiro Direto que passa de uma média trimestral de fluxos financeiros de 1,263 bilhões de dólares sob câmbio administrado para 4,477 bilhões no período com câmbio flexível. Com isso sua participação média vai de 0,27 no primeiro período para 1,09 no segundo, mantendo um coeficiente de variação praticamente estável, produz uma volatilidade ponderada que passa de 0,17 para 0,56. Ou seja, parte do fato de a conta Financeira mexicana não ter apresentado uma volatilidade expressiva no segundo período tem a ver com o peso estabilizador da conta Investimento Direto no segundo período.

Na conta Investimento em Carteira os fluxos financeiros externos são os predominantes, já que sempre apresentam uma média trimestral de fluxos financeiros e uma participação média muito superiores aos fluxos nacionais. Sua importância é diferente ao longo dos dois períodos, pois como observado a conta Investimento em Carteira possui uma menor participação na Conta Financeira e uma maior volatilidade após a flexibilização do câmbio. Desta forma, sua média trimestral de fluxos financeiros cai de 2,983 bilhões de dólares (a maior do período, inclusive surpreendentemente superando os Investimentos Estrangeiros Diretos) para 1,086 bilhões de dólares, conduzindo a uma queda da participação média de 0,65 para 0,26 da Conta Financeira. O resultado é que sua participação na variabilidade da Conta Financeira, mesmo com o aumento de seu coeficiente de variação, deixa de ser a mais importante no período e perde o posto para a conta Outros Investimentos Ativo. Ainda assim, no período como um todo a conta Investimento em Carteira Passivo é a de maior influência na variabilidade da Conta Financeira.

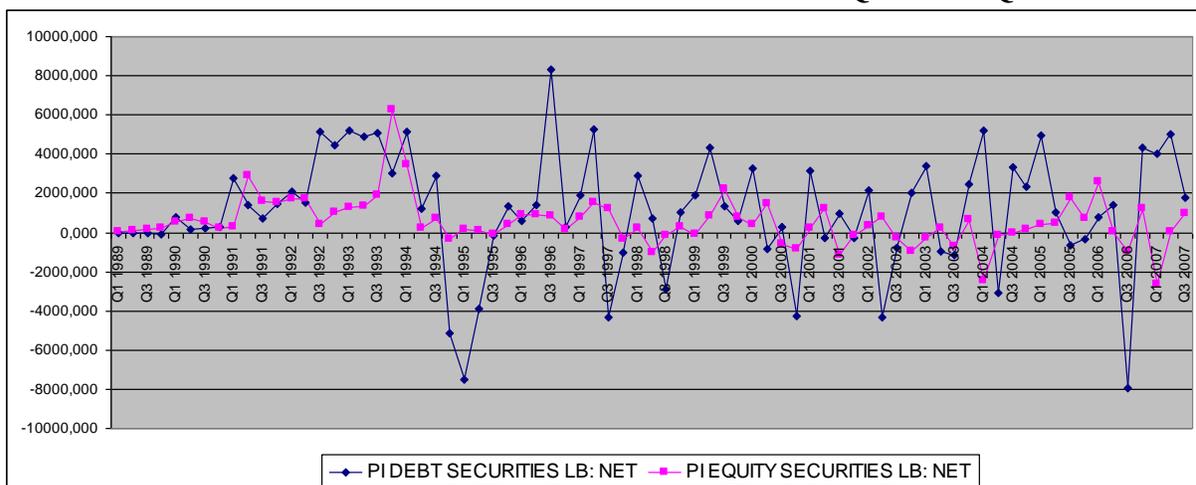
A conta Outros Investimentos apresenta uma influência muito similar entre os fluxos financeiros externos e internos. O que vale ressaltar é que sob período de câmbio administrado, onde a economia mexicana se financiou com recursos mais voláteis, a conta Outros Investimentos Passivo teve um papel preponderante, em contraste com o período subsequente onde mesmo com uma maior variabilidade (coeficiente de variação mais elevado no período) esta conta apresentou uma substancial perda de sua participação média e logo menor influência sobre a variabilidade da Conta Financeira no período.

Gráfico 12 – Outros Investimentos Passivo – México Q1 1989 a Q4 2007



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

Gráfico 13 – Investimento em Carteira Passivo – México Q1 1989 a Q4 2007

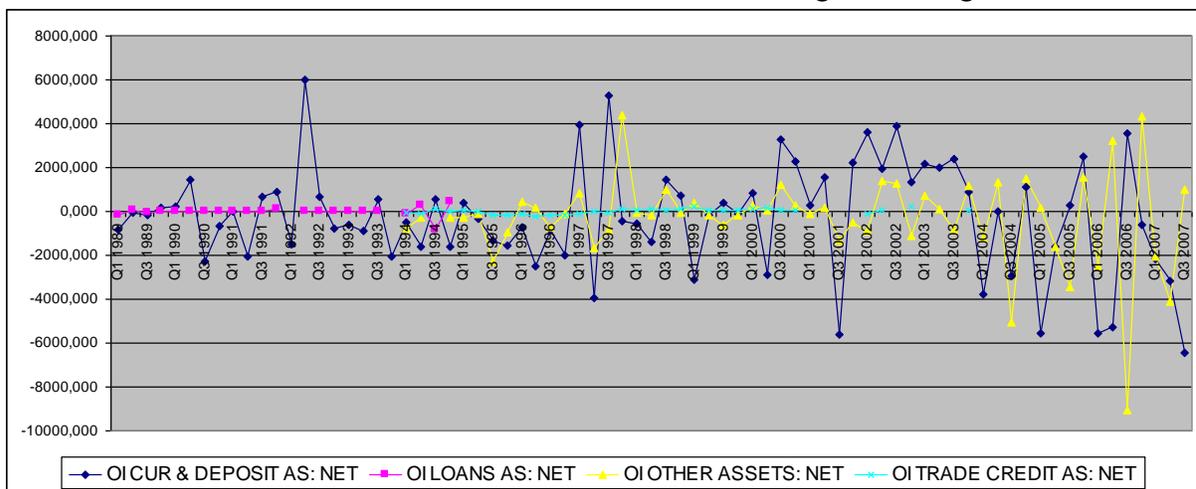


Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

A análise visual do terceiro nível de abertura da Conta Financeira, nos Gráficos 12 e 13, indica fatos já comentados para os casos brasileiros e argentinos, onde a variabilidade da Conta Financeira deveu-se principalmente aos fluxos financeiros externos. Assim, à despeito da pouca disponibilidade de dados, constatou-se que: i) a sub-conta Empréstimos e Financiamentos (*OI Loans LB:NET*) exerceu importante papel na variabilidade da conta Outros Investimentos Passivo e ii) os fluxos financeiros para os Títulos de Renda Fixa (*PI Debt Securities LB*) foram os predominantes na conta Investimento em Carteira Passivo, apresentando dinâmicas distintas para o período de câmbio e administrado para o período de câmbio flexível. No primeiro período foi marcante maior estabilidade e forte influxo

para a aquisição de Títulos de Renda Fixa por estrangeiros, uma vez que, como já citado, a economia neste período financiou-se por fluxos voláteis. No período com câmbio flexível onde predominou o Investimento Direto, a variabilidade da aquisição de Títulos de Renda Fixa aumentou, no entanto o nível destes fluxos foi menor. Portanto, esta experiência foi condizente com as experiências argentinas e brasileiras onde o câmbio administrado foi acompanhado por maior fluxo financeiro para os Títulos de Renda Fixa enquanto que o câmbio flexível foi marcado por maior variabilidade destes fluxos ao mesmo tempo em que apresentou menores valores.

Gráfico 14 – Outros Investimentos Ativo – México Q1 1989 a Q4 2007



Fonte: Elaborado pelo autor com dados do FMI (*BOP Statistics*)

Outra convergência da experiência mexicana com a argentina e brasileira pode ser encontrada na abertura da conta Outros Investimentos Ativo, apresentada no Gráfico 14. Nela constata-se que a sub-conta Moeda e Depósitos (*OI Cur & Deposit AS:NET*), assim como nos outros casos, é a responsável pela variabilidade da conta Outros Investimentos Ativo. A diferença, no entanto, fica por conta de: i) esta variabilidade ser determinante na variabilidade da Conta Financeira, pois a conta Outros Investimentos Ativa é central, diferentemente do caso brasileiro e; ii) a maior importância dessa variabilidade prevaleceu no período com câmbio flexível, em desacordo com o caso argentino. Neste último aspecto, cabe recordar a apresentação da abertura externa da economia mexicana feita no capítulo anterior, pois demonstrou que o financiamento do déficit das transações correntes até a crise de 1994 ocorreu através do favorecimento dos fluxos financeiros externos voláteis

pelas políticas neoliberais. Na medida em que houve forte repercussão da crise de 1994 e maior ingresso de capitais estrangeiros por meio do Investimento Estrangeiro Direto (na dinâmica das *maquilas*) o fluxo financeiro de nacionais passou a ter maior participação na variabilidade da Conta Financeira, e assim seus movimentos especulativos através da sub-conta Moeda e Depósitos passaram a ser centrais.

3.2. Fluxos financeiros externos e sua inter-relação com variáveis macroeconômicas: uma análise de impactos por meio da metodologia VAR (vetor auto-regressivo)

A relação entre fluxos de capitais e diferencial de juros foi analisada por Larrain et al (1997). O estudo com uma perspectiva mais geral, englobando vários países periféricos, concluiu que o diferencial de juros se mostrou, à época, importante para explicar os fluxos de capitais de curto prazo. No caso dos capitais de longo prazo, a conclusão foi a de que o impacto não era tão direto, mas observou-se que as taxas serviram também como sinalizador para o movimento dos fluxos de capitais em geral, especialmente no caso da América Latina.

Veríssimo e Holland (2004) através da metodologia VAR analisaram a inter-relação entre os fluxos de capitais (vistos por meio de diversas séries), medidas liberalizantes para os fluxos de capitais, diferencial de juros e risco país para o Brasil no período de 1995 a 2002. Suas conclusões indicam que as medidas liberalizantes, por sua vez, tiveram pouca importância em qualquer outra série analisada. Paralelamente, o diferencial de juros recebeu influência dos fluxos de capitais ao passo que influenciou no risco país.

Em Vieira (2004) os fluxos de capitais (IDE e Portfólio) são inter-relacionados com as variáveis diferencial de juros (em relação ao juros estadunidense), risco país e endividamento público para a economia brasileira no período de janeiro de 1995 a outubro de 2002. Seu objetivo foi verificar o papel do diferencial de juros e do risco país sobre o endividamento público, e deste sobre os fluxos de capitais. Para tanto foi utilizada a metodologia VAR, pois conforme o autor:

“A utilização do modelo VAR é justificada em função não apenas da necessidade de se analisar o impacto dinâmico de distúrbio aleatórios no sistema de variáveis, sem a preocupação convencional de se estabelecer *a priori* quais as variáveis endógenas e exógenas do modelo, mesmo porque não se pretende aqui construir

um modelo sobre fluxo de capital, ou risco país, ou diferencial de juros, ou mesmo sobre endividamento público, mas uma análise que forneça subsídios para o entendimento da interação entre as mesmas no tempo” (VIEIRA, 2004: 137).

A conclusão alcançada pelo autor foi que o diferencial de juros e o risco país exercem forte influência sobre o endividamento público que, por sua vez, não tem significância na explicação de nenhuma outra variável analisada. Os fluxos de capitais recebem certa influência do diferencial de juros e pouca do risco país. No entanto, na mão contrária, “os fluxos de capitais têm importância significativa nas mudanças do risco país, fato, este, indicativo de que as avaliações sobre o grau de solvência da economia são em parte explicadas pelo próprio volume de entrada ou saída de capitais externos” (VIEIRA, 2004: 141).

Em Biage, Corrêa e Neder (2008) os autores buscaram principalmente a inter-relação da taxa de juros, outros agregados macroeconômicos e os fluxos mais voláteis do balanço de pagamentos brasileiro, por meio da metodologia VEC. As variáveis utilizadas foram: os fluxos de capitais selecionados como os mais voláteis do balanço de pagamentos brasileiro, considerando a mesma metodologia aqui adotada, só que com dados mensais e considerando um nível de abertura a mais do que o efetuado em nosso trabalho; a dívida pública; a taxa de câmbio; a taxa de inflação; e a taxa de juros de longo prazo, essa última apenas para o período de câmbio flutuante. No que se refere aos fluxos levantados como os mais voláteis os selecionados foram: títulos de renda fixa de Estrangeiros, os fluxos de Moeda e Depósitos de Brasileiros, os fluxos de Outros Investimentos de Estrangeiros.

A conclusão do trabalho foi a de que no período de câmbio administrado os fluxos de capitais mais voláteis apresentaram relação entre si, sendo que eles são fortemente determinados por si próprios. Enquanto isto a dívida pública não era um fator determinante dos fluxos e sim sofria influência dos mesmos, assim como o Risco País. Os fluxos também não eram determinados pelas taxas de juros domésticas, ocorrendo a determinação inversa. No caso do segundo período, referente à fase de câmbio flutuante os fluxos de capitais mais instáveis continuaram a serem essencialmente determinados por si próprios, sendo que a relação entre eles diminuiu, indicando uma queda do efeito contágio. Paralelamente, a taxa de juros doméstica passa a ser mais exógena ao modelo e gerando impactos sobre a dívida pública e o risco país. Estas duas variáveis continuam mais endógenas ao modelo e sofrendo influência das demais variáveis.

Ou seja, esta análise apresenta resultados semelhantes aos indicados por Vieira (2004), mas apresenta uma divergência com o trabalho de Larrain et al (1997). Lembremos, no entanto, que este último trabalho analisa um período em que o país estava submetido ao regime de câmbio administrado e que eles analisam um conjunto de países e não só o Brasil.

No caso específico do Brasil, Corrêa, Biage e Neder (2008) comentam o fato de que a taxa Selic não teria sido determinante dos fluxos de capitais mais voláteis por que os fluxos considerados no modelo foram os de Investimentos em Carteira de Estrangeiros em títulos de renda Fixa e os de Moeda e depósitos de Estrangeiros e brasileiros. No caso do primeiro, observaram que no período de câmbio administrado os títulos de Renda Fixa negociados no exterior dominaram esta série, pois os fluxos dirigidos a títulos negociados no país estavam controlados. Ou seja, os fluxos negociados no exterior, realmente não sofrem muita influência da taxa de juros doméstica. Os fluxos que sofreram influência da Selic foram os de Moeda e Depósitos de Estrangeiros.

O importante dessa conclusão é a de que o Risco País e a Dívida são impactados pela instabilidade provocada pela volatilidade dos fluxos de capitais, tanto no primeiro, quanto no segundo período e não o inverso. No segundo período a taxa de juros Selic também apresentou forte exogenia, pois o regime de Metas de Inflação teoricamente desconecta os ajustes dos juros da necessidade de atrair capitais. Ainda assim, a conclusão do estudo, ao analisar a função impulso resposta foi a de que os juros respondem com defasagem a choques nos fluxos de capitais mais voláteis, indicando que eles não estão descolados da dinâmica da instabilidade.

Ou seja, a indicação de todos os trabalhos relacionados ao Brasil foi a de que o Risco País sofria influência dos juros, muito mais do que o contrário. A dívida Pública também, sendo que os fluxos de capitais eram fortemente determinados por elementos exógenos ao modelo.

Pela análise da volatilidade dos fluxos financeiros da economia brasileira apresentada acima, vimos pelos gráficos dos fluxos que muitos dos movimentos de reversão coincidem com incidências de efeito contágio no período 1994 a 2001 (até a crise Argentina). Depois dessa fase, no período de retorno de liquidez (2003-2007) o que se pode levar em conta é que nesta fase os países periféricos apresentam melhores condições de

ajustamento, com uma melhora nos “indicadores macroeconômicos”. No que se refere aos fluxos de capitais em geral, houve uma melhora da Balança Comercial e uma queda da participação dos fluxos de capitais mais voláteis como os de Investimentos em Carteira.

Isto, no entanto, não indicou a existência de uma menor volatilidade dos fluxos com maior potencial de flexibilidade. Vimos que os Investimentos em Carteira, apesar de menos expressivos, apresentaram volatilidade maior no segundo período, sendo que grande parte desta volatilidade pode ser associada a mudanças na política monetária norte-americana, como pode ser atestado pela análise dos fatos ocorridos no interregno 2004-2007.

Desta forma, para o caso Brasileiro já levantamos alguns trabalhos que relacionaram os fluxos de capitais mais voláteis com variáveis macroeconômicas, tendo sido possível mostrar a relação entre eles, sendo que a análise dos gráficos nos mostrou os principais momentos de maior volatilidade.

A partir daí, não consideramos necessário retomar o caso do Brasil, sendo que no presente momento estenderemos nossa análise à construção de um modelo VAR levando em conta os fluxos de capitais estrangeiros mais voláteis e variáveis macroeconômicas para os casos do México e Argentina. Não consideramos o caso do Chile por que não foi possível levantar todas as variáveis necessárias ao estudo no período considerado. No mesmo sentido dos trabalhos resumidos, buscar-se-á como os fluxos de capitais externos são influenciados por variáveis macroeconômicas internas e de que forma influenciam elas nos países trabalhados até aqui. Sendo assim, segue-se uma apresentação das características do trabalho com séries temporais e a modelagem VAR utilizada, depois as variáveis trabalhadas e os resultados para cada país.

3.2.1. Séries temporais e modelagem VAR (vetor auto-regressivo)

Para o trabalho proposto será utilizado o estudo de séries temporais. As séries temporais são resultados de variáveis aleatórias e uma seqüência dessas variáveis indexadas no tempo é chamada de processo estocástico (estocástico é sinônimo de aleatório). Para se realizar alguns testes econométricos é necessário que o processo estocástico da série seja estacionário (WOOLDRIDGE, 2006: 342), a fim de simplificar, uma vez que a modelagem VAR requer que as variáveis sejam estacionárias. Então, a primeira tarefa a ser feita é

analisar cada variável para determinar sua ordem de integração. Os testes ADF e PP podem ser usados para verificar a existência ou não de raízes unitárias em cada variável. Se todas as variáveis forem estacionárias é possível prosseguir com a análise VAR.

3.2.1.1. Testes de Estacionariedade

Uma vez que estamos trabalhando com variáveis através do tempo é comum que sua média e variância mudem em diferentes períodos. Além disso, também é recorrente que, a depender do período, mude a relação entre as observações na série. Tais características fazem parte de uma série temporal não estacionária. Conforme Gujarati (2000) um processo estocástico é estacionário se suas média e variância forem constantes ao longo do tempo e o valor da covariância entre dois períodos de tempo depender apenas da distância ou defasagem entre os dois períodos, e não do período de tempo efetivo em que a covariância é calculada.

Formalmente, um processo estocástico possui uma média finita e variância estacionária fraca (*covariance stationary*) se para todo t e $(t - s)$ apresenta-se :

$$1 - \text{Com média: } E(y_t) = E(Y_{t-s}) = \mu;$$

$$2 - \text{Com variância: } \text{var}(y_t - \mu)^2 = \text{var}(y_{t-1} - \mu)^2 = \sigma^2;$$

$$3 - \text{Covariância: } E[(y_t - \mu)(y_{t+s} - \mu)] = E[(y_{t-j} - \mu)(y_{t-j-s} - \mu)] = \gamma_s$$

Em que, y_t é uma série temporal, $E(.)$ é a esperança matemática, μ é a média, σ^2 é a variância e γ_s é a covariância na defasagem s , ou seja, é a covariância entre os valores de y_t e y_{t+s} . Onde μ , σ^2 , γ_s , são constantes - se uma série temporal for estacionária, sua média, variância e auto-covariância permanecem as mesmas independente do período de tempo em que sejam medidas.

Como a maioria das séries econômicas não são estacionárias em nível, a utilização de séries temporais não-estacionária em modelos econométricos pode gerar o problema de regressão espúria. Um teste é feito para distinguir as regressões significativas das

regressões espúrias. As regressões espúrias costumam apresentar valores de R^2 elevados. Conforme Granger e Newbold (1974), a combinação de R^2 elevado e DW (teste *Durbin-Watson*) baixo pode ser um indicador de regressão espúria. Essa relação espúria surge devido à presença de uma possível tendência em ambas as séries. Pelo fato dos resíduos de uma regressão espúria serem não estacionários, os testes usuais (t , F , R^2) não são válidos. Portanto, torna-se necessária a realização de testes para verificar se um processo estocástico é estacionário, dado que as estimações dos modelos que utilizam dados no tempo dependem da estacionariedade das séries.

Uma função de autocorrelação (FAC) é usada para indicar se a tendência está presente em uma série. Os testes formais podem ajudar a determinar se o sistema contém ou não tendência e se esta é determinística (estacionária) ou estocástica (não estacionária). Os testes de raiz unitária são usados para detectar a presença de raiz unitária ou a presença de uma tendência determinística, ou seja, vai testar a estacionariedade da série (ENDERS, 1995: 211). Diz-se que uma série é não estacionária se possui, pelo menos, uma raiz unitária. Segundo Fava (2000), a denominação de raiz unitária é devida ao fato de que o número de diferenças necessárias para tornar uma série estacionária corresponde ao número de raízes sobre o círculo unitário. Esse número de diferenças necessárias para tornar uma série estacionária é chamado de ordem de integração.

Uma forma de verificar a existência de raiz unitária é através do teste *Dickey e Fuller* (DF). Para uma apresentação formal admite-se que a série é gerada por um processo auto-regressivo de primeira ordem, AR (1). Dessa maneira para descrever as restrições de estacionariedade para um processo auto-regressivo é preciso primeiramente considerar a condição para um processo AR(1) ser estacionário:

$$y_t = a_0 + a_1 y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

Onde ε_t , chamado de ruído branco, é o termo de erro estocástico que segue as hipóteses clássicas de média igual a zero, variância (σ^2) constante e é não auto-correlacionado. O teste de raiz unitária verifica exatamente se os valores passados tem influência sobre os valores presentes da seguinte forma:

$$y_t = \rho y_{t-1} + u_t \quad (3.2)$$

Em que ρ é um parâmetro que relaciona o valor presente da série ao seu valor passado e u_t representa o termo de resíduos que satisfaz as hipóteses clássicas de ter média zero, variância constante e não são auto correlacionados. Assim, caso $-1 < \rho < 1$, y_t é uma série estacionária e se $\rho=1$ será não estacionária, caracterizando um típico caso de caminho aleatório (*random walk*). Portanto a hipótese a ser testada é:

$$H_0: \rho=1 \text{ contra } H_1: \rho < 1$$

O teste consiste estimar a equação pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), para obter o valor estimado para o parâmetro ρ e o seu desvio-padrão. A estatística t para o parâmetro estimado é ao final comparada com os valores críticos encontrados nas tabelas apropriadas de *Dickey e Fuller*. Caso o valor da estatística t calculada exceder os valores críticos absolutos tabelados, não será aceita a hipótese nula, afirmando a estacionariedade da série trabalhada.

O teste DF envolve a estimação das seguintes equações:

$$y_t = \delta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.3)$$

$$y_t = \alpha_1 + \delta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.4)$$

$$y_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \delta y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.5)$$

Note que t é o termo de tendência, α_1 é uma constante e α_2 é um parâmetro.

Podem-se reescrever as equações 3.3, 3.4 e 3.5 subtraindo-se y_{t-1} de ambos os lados. Além disso, considera-se Δ o operador de diferenças ($\Delta y_t = y_t - y_{t-1}$) e $\gamma = \delta - 1$ (WOOLDRIDGE, 2006:567):

$$\Delta y_t = \gamma y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.6)$$

$$\Delta y_t = \alpha_1 + \gamma y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.7)$$

$$\Delta y_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \gamma y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (3.8)$$

Aqui apresenta-se a deficiência do teste DF, que é a adoção da hipótese de que os resíduos de todos os modelos sejam ruídos brancos. No entanto, o resíduo pode não ser um ruído branco e apresentar a auto-correlação do termo de erro, então é adicionado um componente para “branquear” o ruído e tem-se o teste *Dickey Fuller* aumentado (ADF):

$$\Delta y_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \gamma y_{t-1} + \beta_i \sum_{i=1}^m \Delta y_{t-i} + \varepsilon \quad (3.9)$$

Onde o número de termos de diferença defasados a incluir na equação 3.8 ($\beta_i \sum_{i=1}^m \Delta y_{t-i}$) é determinado empiricamente, testando até incluir termos suficientes de modo que o termo de erro na equação seja serialmente independente. Os valores críticos para verificar a significância da estatística t obtida são os mesmos do teste DF, uma vez que suas estatísticas de teste possuem a mesma distribuição assintótica.

Um outro teste utilizado para detectar a presença de raiz unitária é o de *Phillips-Perron* (PP). A diferença dos testes já descritos, neste os resíduos não necessitam ser ruídos brancos. Os modelos e os valores críticos do teste PP são os mesmos do teste DF. No entanto, analisa-se a estatística z , que é uma correção da estatística t , considerando a possibilidade dos resíduos serem auto-correlacionados e/ou heterocedásticos (PINTO, 2007).

Resumidamente, partimos das seguintes regressões:

$$y_t^* = a_0^* + a_1 y_{t-1}^* + u_t \quad (3.10)$$

$$y_t = \tilde{a}_0 + \tilde{a}_1 y_{t-1} + \tilde{a}_2 (t - T/2) + u_t \quad (3.11)$$

Substituindo \tilde{a}_0 por μ , \tilde{a}_1 por α e \tilde{a}_2 por β podemos estimar a seguinte regressão:

$$y_t = \mu + \beta(t - T/2) + \alpha y_{t-1} + u_t \quad (3.12)$$

Onde β , μ e α são os coeficientes de regressão de mínimos quadrados.

Phillips-Perron (1988) caracterizam suas distribuições e derivam seus testes estatísticos que podem ser usados para testar hipóteses sobre os coeficientes de regressão a_i e \tilde{a}_i sob a hipótese nula de que os dados são gerados por $y_t = y_{t-1} + u_t$. Onde o termo de distúrbio u_t é ruído branco.

Enquanto o teste DF assume a independência e homogeneidade do erro, o teste PP permite que os distúrbios sejam fortemente dependentes e heterogeneamente distribuídos. Os testes PP se modificaram dos testes DF em ajustamento para considerar a heterogeneidade do erro. Dessa forma, o teste PP pode ser aplicado em vários processos para detectar a presença de raiz unitária assim como os testes DF (PINTO, 2007).

3.2.1.2. Vetores Auto-Regressivos

De acordo com Vieira (2004) a vantagem da modelagem VAR é a não distinção *a priori* entre as variáveis endógenas e exógenas. Todas são tratadas de forma semelhante e busca-se determinar o grau de influência de todas sobre todas. Portanto, tal metodologia é mais útil para determinar a inter-relação entre as variáveis do que a forma como as variáveis se comportam, ou seja, modelar a variável em si.

A metodologia VAR lembra a modelagem de equações simultâneas, uma vez que consideramos diversas variáveis endógenas ao mesmo tempo. Cada variável endógena é explicada por seus valores defasados (ou passados) e pelos valores defasados de todas as demais variáveis endógenas no modelo; em geral não há variáveis exógenas no modelo (GUJARATI, 2000).

Um modelo VAR, entre duas variáveis (W e Y), com n defasagens pode ser expresso da seguinte forma:

$$W_t = a + \sum_{j=1}^n \beta_j W_{t-1} + \sum_{j=1}^n \delta_j Y_{t-j} + \varepsilon_{wt} \quad (3.13)$$

$$Y_t = a' + \sum_{j=1}^n \varphi_j W_{t-1} + \sum_{j=1}^n \lambda_j Y_{t-j} + \varepsilon_{yt} \quad (3.14)$$

Onde Y_t é influenciado por realizações correntes e passadas da variável W_t e, ao mesmo tempo, W_t é influenciado por realizações correntes e passadas da variável Y_t . O modelo assume que ambas as séries são estacionárias, os termos de erro ε_{wt} e ε_{yt} (chamados de impulsos ou inovações) são ruídos brancos, com todas as características que isso implica.

O modelo VAR por não exigir uma determinação inicial do modo de funcionamento das variáveis trabalhadas e utilizar os valores defasados dessas variáveis envolve duas escolhas importantes: quais variáveis econômicas a serem incluídas no modelo e qual o número de defasagens. Em um primeiro momento, seriam incluídas todas as variáveis que têm efeitos econômicos importantes em suas relações de interdependência. Porém, a inclusão de variáveis é limitada pelo número de observações, pois se perdem graus de liberdade. Assim cabe ao pesquisador, restringido pelos graus de liberdade, o bom senso da escolha do número de variáveis.

No caso do número de defasagens, existem testes específicos para esta determinação, pois a inclusão de muitas defasagens pode esbarrar no mesmo problema com os graus de liberdade, por um lado, e a inclusão de poucas defasagens pode significar um modelo mal especificado, por outro. Os critérios de informações Schwarz (SC) e Akaike (AIC) são uns dos critérios utilizados para determinar o número de defasagens n utilizadas pelas generalizações multivariadas³⁴. Com base nesses critérios serão definidos o número de *lags* utilizados pelo modelo. Para isso, parte-se dos modelos VAR com o maior número

³⁴ Além desses são também utilizados os critérios de informações Hannan-Quinn (HQ) e Log-Verosimilhança, assim como e as estatísticas de testes do traço e do auto-valor.

de defasagens possíveis e vai se reduzindo o número de defasagens até alcançar os menores valores nos critérios de informação.

O critério de Scharz (SC) é definido por:

$$SC = T \log |\Omega| + K \log(T) \quad (3.15)$$

Onde: $|\Omega|$ é o determinante da matriz variância-covariância dos resíduos; T é o número de observações utilizadas e K é o número total de parâmetros estimados em todas as equações.

Assim, um VAR composto por k equações, n defasagens e um intercepto em cada equação, resultará em $K = k^2n + k$ uma vez que cada uma das k equações terá kn regressores defasados e um intercepto. Caso o teste SC sugira um modelo com um número de defasagens n , no qual os resíduos se mostrem correlacionados, é preciso proceder-se ao incremento de defasagens adicionais suficientes para a determinação de um modelo cujos resíduos sejam não correlacionados.

O critério Akaike, por sua vez, é definido como:

$$AIC = T \log |\Omega| + 2K \quad (3.16)$$

Onde, igualmente ao critério anterior, $|\Omega|$ é o determinante da matriz variância-covariância dos resíduos; T é o número de observações utilizadas e K é o número total de parâmetros estimados em todas as equações.

3.2.1.3. Decomposição de Variância e Função de Impulso-Resposta

Como extensões do modelo VAR são utilizados dois instrumentos para verificar a inter-relação das variáveis trabalhadas: A decomposição de Variância (ADV) e a Função de Impulso-Resposta (FIR). Ambos testam a reação das variáveis diante de choques em outras variáveis.

As funções impulso-resposta traçam o efeito de um choque no tempo t dos termos de erro de uma variável particular sobre os valores correntes e futuros das variáveis pertencentes ao VAR, mantendo-se todos os outros choques constantes, tendo em vista que um choque para uma variável y_t qualquer afeta essa mesma variável y_t e é também transmitido para todas as variáveis endógenas através da estrutura dinâmica do VAR. De forma simplificada, a função impulso-resposta descreve o caminho e as defasagens temporais necessárias para que as variáveis retornem à sua trajetória original após um choque nos termos de erro de uma variável específica. Para formalizar partimos da seguinte matriz:

$$\begin{bmatrix} y_t \\ z_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \bar{y} \\ \bar{z} \end{bmatrix} + \sum_{i=0}^{\infty} \begin{bmatrix} \phi_1^i \phi_3^i \\ \phi_2^i \phi_4^i \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \epsilon_{yt-i} \\ \epsilon_{zt-i} \end{bmatrix} \quad (3.17)$$

Na equação acima fica evidente a possível interação entre as variáveis $\{y_t\}$ e $\{z_t\}$. Os coeficientes ϕ_i são usados para captar os efeitos de ϵ_{yt} e ϵ_{zt} em uma trajetória temporal de $\{y_t\}$ e $\{z_t\}$. Os quatro ϕ_i são os multiplicadores de impacto (coeficientes de impulso-resposta), por exemplo, o coeficiente ϕ_{3i} é o impacto instantâneo da mudança de uma unidade em ϵ_{zt} sobre $\{y_t\}$. Os efeitos acumulados podem ser obtidos pelo somatório dos coeficientes de impulso-resposta. Uma restrição a este sistema é a Decomposição de *Cholesky*. É possível restringir o sistema de tal modo que ϵ_{yt} não tenha um efeito contemporâneo em z_t . Considere o vetor de erros:

$$\begin{bmatrix} e_{1t} \\ e_{2t} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & -b_1 \\ -b_2 & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \epsilon_{yt} \\ \epsilon_{zt} \end{bmatrix} \quad (3.18)$$

Restringindo $b_2=0$, os termos de erro podem ser decompostos por:

$$\begin{aligned} e_{1t} &= \epsilon_{yt} - b_1 \epsilon_{zt} \\ e_{2t} &= \epsilon_{zt} \end{aligned} \quad (3.19)$$

Pela equação 3.19 todos os erros observados de e_{2t} são atribuídos a ϵ_{zt} . A decomposição de *Cholesky* constrói um sistema tal que um choque em ϵ_{yt} não tem efeito direto em z_t , há um efeito indireto dos valores defasados de y_t que afetam z_t . O ponto chave é que um choque em ϵ_{zt} afeta diretamente e_{1t} e e_{2t} . Portanto a ordenação tem que seguir de uma forma que ϵ_{zt} seja o único com um impacto imediato potencial em todas as outras variáveis.

Na apresentação acima foi utilizada a Decomposição de *Cholesky* sem erros padrão. É importante notar que, ao realizar a decomposição de *Cholesky*, um certo ordenamento causal das variáveis é imposto. Desta forma, ao mudar a ordem das equações, as funções de impulso resposta podem mudar consideravelmente.

A função de decomposição de variância mensura a importância relativa de cada inovação aleatória para as variáveis componentes do sistema, informando a proporção dos movimentos de uma variável que é devida aos seus próprios choques e aos choques das outras variáveis do VAR. Em outras palavras, enquanto a Função de Impulso-Resposta verifica o resultado de um choque em uma variável específica sobre as outras variáveis, a decomposição de variância identifica a contribuição de cada variável na variação da série em estudo. Por exemplo: se o choque da variável ϵ_{zt} não explica nenhuma das previsões de variância do erro da variável $\{y_t\}$, pode-se dizer que a seqüência $\{y_t\}$ é exógena. Isso significa que a seqüência $\{y_t\}$ se movimenta independentemente dos choques de ϵ_{zt} e da seqüência $\{z_t\}$. Por outro lado, se os choques ϵ_{zt} explicarem todas as previsões de variância do erro na seqüência $\{y_t\}$ em todos os horizontes, diz-se que $\{y_t\}$ é totalmente endógena.

Assim como na FIR, a deficiência da Decomposição de Variância apresenta-se na utilização da Decomposição de *Cholesky*, em que todo o período à frente de previsão do erro (a variância de z_t) seja derivado de ϵ_{yt} . Os efeitos restritivos dessas suposições são reduzidos à medida que o horizonte de tempo aumenta

De acordo com Biage, Corrêa e Neder (2006), e na falta de uma outra justificativa, o ordenamento adotado na Decomposição de *Cholesky* será aquele onde as variáveis mais afetadas, no sentido de causalidade de Granger, devem preceder as variáveis causadoras no ordenamento. Além disso, tal ordenamento deve ainda responder a uma concepção econômica e ao entendimento do pesquisador:

“Portanto, pode-se afirmar que na estruturação de análise de impactos de choques em inovações estocásticas entre variáveis macroeconômicas, por meio de decomposição de variância, é possível de construir um conjunto amplo de modelos. Assim, elaborar o modelo adequado para a análise depende do entendimento das relações de causalidade, no sentido Granger, tal que possibilite a seqüência lógica de evoluções dos impactos estocásticos (...). Por exemplo, o entendimento de que a taxa SELIC causa a taxa INFLAÇÃO, ou vice versa (no caso de causalidade bidirecional) é uma temática, se assim podemos dizer, de concepção econômica” (BIAGE, CORRÊA E NEDER, 2006: 12).

3.2.2. Variáveis e Dados

Em nosso modelo as variáveis trabalhadas serão: i) fluxos de capitais externos voláteis, com o objetivo de ver a relação dos mesmos com as variáveis macroeconômicas internas selecionadas. Optamos por trabalhar com os fluxos das contas Investimento em Carteira Passivo e Outros Investimentos Passivo, que na primeira parte deste trabalho foram identificadas como contas que influenciavam fortemente a volatilidade da Conta Financeira de todos os países analisados, ficando a exceção para o caso chileno; ii) taxa de juros interna, a fim de ver como reage/influencia as demais variáveis; iii) Dívida pública e inflação, como espelho dos “fundamentos” e como resultante das políticas de estabilização; e iv) Risco País³⁵, que pode indicar tanto a visão dos investidores sobre a economia nacional como dar medida do grau de liquidez internacional.

³⁵ “Uma das formas de medir o interesse dos capitais sobre os títulos (públicos e privados) de um país que não tenha moeda conversível é observar a rentabilidade mínima, em dólar, requerida pelos mercados para os credores deterem tais papéis. Para levantar esta rentabilidade costuma-se utilizar como parâmetro os Títulos da Dívida Externa Soberana, que são considerados os títulos mais confiáveis do país em questão, sendo que geram rentabilidade em dólar. Então, nos mercados financeiros atuais, a diferença, em pontos, entre a rentabilidade em mercado de tais títulos e a do Treasury Bond norte americano (T-bond – considerado o título mais seguro dos mercados financeiros) dá uma indicação do grau de confiança dos aplicadores acerca dos papéis do país sob análise. Concretamente, esta diferença é uma das expressões que se convencionou chamar de Risco País, sendo que o indicador mais utilizado é medido pelo índice EMBI+, calculado pelo J.P. Morgan” (BIAGE, CORRÊA E NEDER, 2006: 3)

O período trabalhado será do ano de 1998 até 2007. Isso é fruto da restrição da obtenção de dados para todas as séries. Além disso, os dados foram organizados de forma trimestral, por conta dos fluxos financeiros externos que são encontrados dessa forma nos dados de FMI. Outra ressalva fica por conta da insuficiência de dados para o caso chileno, especialmente a não obtenção do risco país e da dívida pública, o que nos levou optar por não realizar esta parte do estudo para tal país. Desta forma, para o México e Argentina os dados do Investimento em Carteira Passivo, Outros Investimentos Passivo, taxa de juros, dívida pública, inflação e risco país estão organizados de forma trimestral de 1998 até 2007, resumidos na tabela abaixo:

Tabela 12 – Variáveis Utilizadas

Variável	Especificação	Descrição	Fonte
Outros Investimentos Passivo (OIP)	Other Investment Liabilities: net	US\$ Milhões, trimestral	FMI
Investimento em Carteira Passivo (ICP)	Portfolio Investment Liabilities: net	US\$ Milhões, trimestral	FMI
Taxa de juros (TJUROS)	*Argentina: Lending Rate	%a.a., taxa média trimestral	FMI
	*México:Lending Rate	%a.a., taxa média trimestral	FMI
Taxa de Inflação (TINFLA)	National CPI	índice mensal, media trimestral	FMI
Dívida Pública (DÍVIDA)	*Argentina: Dívida Pública Federal (%PIB)	%PIB a.a., trimestral	Banco Central da Argentina
	*México: Dívida Total Líquida do Setor Público (%PIB)	%PIB a.a., trimestral	Banco Central do México
Risco País (EMBI)	*Índice Embi+ Argentina	Em pontos, media trimestral	JP. Morgan
	*Índice Embi+ México	Em pontos, media trimestral	JP. Morgan

3.2.3. Resultados

Nesta seção serão tratados os resultados dos testes econométricos para cada país separadamente. Os resultados seguirão o roteiro para uma elaboração confiável do modelo VAR e da interação dinâmica entre as variáveis:

- 1- Teste de Raiz Unitária
- 2- Escolha da ordem das variáveis

- 3- Critério de Informação
- 4- Decomposição de Variância
- 5- Função Impulso-Resposta

3.2.3.1. O caso argentino

Os resultados para o teste de estacionariedade foram os seguintes:

Tabela 13 – Testes de Raiz Unitária – ADF e PP – Argentina: Q1 1998 a Q4 2007

Variável	Constante	Tendência	t-ADF	p-value	Defasagem	Ordem de Integração	
OIP	NÃO	NÃO	-4,6694	0,0000	***	0	I(0)
ICP	NÃO	NÃO	-3,9227	0,0002	***	0	I(0)
TJUROS	NÃO	NÃO	-2,0364	0,0413	**	0	I(0)
TINFLA	SIM	NÃO	-3,5725	0,0113	**	1	I(1)
DÍVIDA	NÃO	NÃO	-6,7382	0,0000	***	0	I(1)
EMBI	NÃO	NÃO	-5,1461	0,0000	***	0	I(1)

Variável	Constante	Tendência	t-PP	p-value	Bandwidth	Ordem de Integração	
OIP	NÃO	NÃO	-4,7489	0,0000	***	3	I(0)
ICP	NÃO	NÃO	-3,8726	0,0003	***	1	I(0)
TJUROS	NÃO	NÃO	-2,0770	0,0377	**	1	I(0)
TINFLA	NÃO	NÃO	-2,1723	0,0304	**	4	I(1)
DÍVIDA	NÃO	NÃO	-6,7161	0,0000	***	2	I(1)
EMBI	NÃO	NÃO	-5,1619	0,0000	***	2	I(1)

Nota: **,*** indicam rejeição da hipótese nula ($H_0: \Phi=0$) a um nível de confiança de 5 e 1%.

Nota-se que houve uma compatibilidade entre os resultados dos testes ADF e PP para todas variáveis trabalhadas. Assim, Outros Investimentos Passivo, Investimento em Carteira Passivo e a taxa de juros são estacionárias em nível, ou seja, I(0), enquanto a inflação, dívida e Risco País são estacionárias em primeira diferença, tornando-se DINFLA, DDÍVIDA e DEMBI.

A ordem das variáveis adotada para a Decomposição de *Cholesky*, utilizada nas análises derivadas do VAR, seguirá o conceito apresentado por Biage, Corrêa e Neder (2006) qual seja: as variáveis mais afetadas, no sentido de causalidade de Granger, devem preceder as variáveis causadoras; e quando da bidirecionalidade da causalidade, haverá uma organização conforme a “concepção econômica”. Isso se deve, conforme apresentado formalmente na apresentação sobre a Decomposição de Variância e Função Impulso-

Resposta, devido ao fato que a ordem das variáveis afeta os resultados destes dois testes. Assim, a ordem das variáveis adotadas para o caso argentino do primeiro trimestre de 1998 ao quarto trimestre de 2007 será: ICP, DEMBI, TJUROS, DINFLA, OIP e DDÍVIDA.

Tabela 14 – Ordem de defasagem do VAR para o Argentina: Q1 1998 a Q4 2007

Argentina	Akaike AIC	Schwarz SC
VAR (3)	75,26966	80,49134
VAR (2)	74,45508	77,95673
VAR (1)	73,64989	75,49733

Conforme a tabela 14 o VAR(1) será o adotado para realizar as análises de inter-relação entre as variáveis trabalhadas. Por apresentar os menores valores nos critérios de informação indica que é o modelo mais bem especificado entre os três trabalhados.

Tabela 15 – Decomposição de Variância para o Argentina: Q1 1998 a Q4 2007

Variance Decomposition of ICP:							
Period	S.E.	ICP	DEMBI	JUROS	DINFLA	OIP	DDIVIDA
1	2339.946	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	2554.024	93.19795	1.729094	0.374645	2.200650	2.334321	0.163343
5	2671.972	85.68159	2.438951	3.529283	5.253983	2.882471	0.213720
10	2693.459	84.32347	2.697375	4.313423	5.273396	2.996444	0.395895

Variance Decomposition of DEMBI:							
Period	S.E.	ICP	DEMBI	JUROS	DINFLA	OIP	DDIVIDA
1	781.7581	0.145208	99.85479	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	906.0898	0.109078	78.07850	5.552851	1.105959	0.336237	14.81738
5	1020.563	0.450717	62.32333	11.99165	4.345288	7.753002	13.13601
10	1036.154	0.451833	60.91972	12.81642	4.621841	7.965118	13.22506

Variance Decomposition of JUROS:							
Period	S.E.	ICP	DEMBI	JUROS	DINFLA	OIP	DDIVIDA
1	8.070925	0.163800	0.447657	99.38854	0.000000	0.000000	0.000000
2	11.57649	0.765385	9.507733	61.36364	20.14843	0.485693	7.729122
5	14.40393	0.761851	10.49610	46.23750	22.01733	11.19327	9.293951
10	14.61508	0.754659	10.63083	46.51194	21.50488	11.26448	9.333211

Variance Decomposition of DINFLA:							
Period	S.E.	ICP	DEMBI	JUROS	DINFLA	OIP	DDIVIDA
1	2.168944	0.517565	0.366791	21.82482	77.29082	0.000000	0.000000
2	3.762420	1.047413	4.192026	7.255723	75.81787	4.325879	7.361091
5	4.304379	1.011083	3.747022	5.657691	67.03150	15.51380	7.038909
10	4.306922	1.010226	3.746867	5.666840	67.00415	15.53684	7.035075

Variance Decomposition of OIP:							
Period	S.E.	ICP	DEMBI	JUROS	DINFLA	OIP	DDIVIDA
1	2122.243	6.517828	0.774942	1.030549	4.279513	87.39717	0.000000
2	2147.246	6.531922	1.183824	1.573069	4.417785	86.11602	0.177382
5	2157.520	6.484339	1.199503	1.632315	4.652859	85.71840	0.312580
10	2157.836	6.483098	1.200349	1.637273	4.657615	85.70205	0.319610

Variance Decomposition of DDIVIDA:							
Period	S.E.	ICP	DEMBI	JUROS	DINFLA	OIP	DDIVIDA
1	15.44557	0.306711	22.22550	1.342153	24.92941	0.014873	51.18135

2	18.83895	0.991965	14.96832	4.028731	22.50240	21.80391	35.70467
5	19.79589	0.922184	14.09530	8.560892	21.78838	21.56738	33.06587
10	19.96574	0.911406	14.10517	9.031002	21.60605	21.67302	32.67336

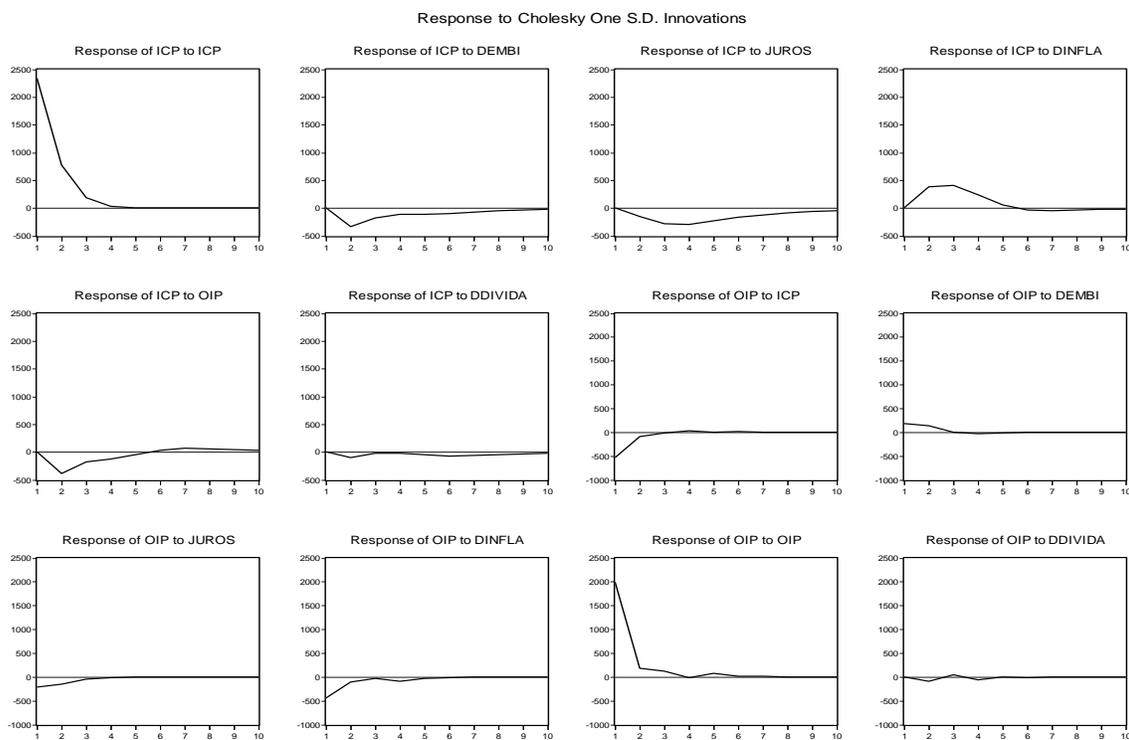
Cholesky Ordering: ICP DEMBI JUROS DINFLA OIP DDIVIDA

A análise de Decomposição de Variância da tabela 15 indicou que os fluxos de capitais externos para a economia argentina possuem elevado grau de exogenia, pois suas variações são explicadas eminentemente por choques nas próprias variáveis. Na conta Outros Investimentos Passivo (OIP), ela mesma responde pelas suas variações até o décimo lag e de forma acentuada (85,70%). Em segundo lugar, a inflação e a conta Investimento em Carteira Passivo (ICP) respondem por 4,27% e 6,51% respectivamente já no primeiro lag. Por fim, o Risco País e a taxa de juros indicam baixa participação enquanto a dívida pública é praticamente nula na explicação das variações de OIP.

A conta Investimento em Carteira Passivo possui a mesma dinâmica, tendo suas variações recebido influência principalmente dela mesma (com 84,32% no último lag). As outras variáveis influem de maneira secundária, com juros explicando 4,31% e o Risco País 2,69% de sua variação. O fato a se ressaltar é participação nula da dívida para a explicação destes fluxos financeiros nos dez períodos da análise.

Por sua vez, a influência dos fluxos financeiros externos é pouco sentida na variação das outras variáveis em estudo, ficando a exceção por conta do OIP que responde por 21,80% da variação da dívida já no segundo lag e por 11,19% a partir do quinto lag na taxa de juros. Sua influência sobre a variação da inflação também é sentida de forma acentuada a partir do quinto lag, evidenciando uma maior imbricação sobre a taxa de juros, uma vez que no período analisado a variável inflação teve forte influência sobre a variação das outras variáveis, inclusive a taxa de juros.

Figura 1 – Função de Impulso (todas variáveis) – Resposta (OIP e ICP) para a Argentina



A análise da Função Impulso-Resposta de todas variáveis em estudo sobre os fluxos financeiros externos corrobora as indicações resultantes da análise de Decomposição de Variância. Na figura 2, observa-se que as principais variáveis a influir individualmente na variação dos fluxos financeiros externos foram os próprios fluxos financeiros externos, como se observa no caso da resposta de ICP ao próprio ICP e de OIP ao próprio OIP. Outras dinâmicas a ressaltar foram: a resposta de ICP aos juros que, apesar de suave, é duradoura até o oitavo período; a resposta de ICP a inflação que atinge maiores valores e dura até o quinto período; e a menor reação dos fluxos financeiros externos, dentre o impulso de todas as variáveis, à dívida pública.

3.2.3.2. O caso mexicano

No caso do México, os resultados para o teste de estacionariedade foram os seguintes:

Tabela 16 – Testes de Raiz Unitária – ADF e PP – México: Q1 1998 a Q4 2007

Variável	Constante	Tendência	t-ADF	p-value		Defasagem	Ordem de Integração
OIP	NÃO	NÃO	-5,8275	0,0000	***	1	I(0)
ICP	SIM	NÃO	-6,3986	0,0000	***	0	I(0)
TJUROS	NÃO	NÃO	-3,1676	0,0023	***	2	I(0)
TINFLA	SIM	SIM	-7,9201	0,0000	***	2	I(0)
DÍVIDA	NÃO	NÃO	-9,4131	0,0000	***	0	I(1)
EMBI	NÃO	NÃO	-6,3798	0,0000	***	1	I(1)

Variável	Constante	Tendência	t-PP	p-value		Bandwidth	Ordem de Integração
OIP	NÃO	NÃO	-6,3247	0,0000	***	6	I(0)
ICP	SIM	NÃO	-6,4022	0,0000	***	3	I(0)
TJUROS	NÃO	NÃO	-3,6480	0,0006	***	19	I(1)
TINFLA	SIM	NÃO	-7,3799	0,0000	***	16	I(0)
DÍVIDA	NÃO	NÃO	-9,5123	0,0000	***	2	I(1)
EMBI	SIM	SIM	-3,5435	0,0485	**	3	I(0)

Nota: **, *** indicam rejeição da hipótese nula ($H_0: \Phi=0$) a um nível de confiança de 5 e 1%.

A compatibilidade entre os resultados para os dois testes de raiz unitária ocorreu com a sugestão de estacionariedade em nível para OIP, ICP e TINFLA, e estacionariedade em primeira diferença para a DÍVIDA. No caso de TJUROS e EMBI o resultado dos testes não coincidiu, onde o teste ADF acusou estacionariedade em nível para TJUROS e em primeira diferença para EMBI, sendo o resultado oposto do teste PP. Como forma de resolver essa incompatibilidade, optou-se por uma análise da função de autocorrelação, que mede o grau de correlação com seus próprios valores defasados, o que resultou na opção por trabalhar com TJUROS e EMBI em primeira diferença, sendo, portanto, DJUROS e DEMBI.

A ordem das variáveis para a Decomposição de *Cholesky* seguirá o argumento já apresentado. Assim, na realização das análises de Decomposição de Variância e Função Impulso-Resposta a ordem das variáveis foi: TINFLA, DDÍVIDA, DEMBI, DJUROS, ICP e OIP.

Tabela 17 – Ordem de defasagem do VAR para o México: Q1 1998 a Q4 2007

México	Akaike AIC	Schwarz SC
VAR (3)	60,17415	65,18863
VAR (2)	59,23279	62,62878
VAR (1)	58,71965	60,52961

Conforme a tabela 17 o VAR(1) será o adotado para realizar as análises de inter-relação entre as variáveis para o caso mexicano no período de 1998 a 2007. Por apresentar os menores valores nos critérios de informação indica que é o modelo mais bem especificado entre os três trabalhados.

Tabela 18 – Decomposição de Variância para o México: Q1 1998 a Q4 2007

Variance Decomposition of INFLACAO:							
Period	S.E.	INFLACAO	DDIVIDA	DEMBI	DJUROS	ICP	OIP
1	0.760439	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	1.086286	88.55367	1.295426	3.746265	5.809587	0.552613	0.042440
5	1.774866	66.18935	8.458521	10.71175	12.64394	1.897029	0.099414
10	2.389609	59.04403	10.56616	13.06324	14.50657	2.673917	0.146084

Variance Decomposition of DDIVIDA:							
Period	S.E.	INFLACAO	DDIVIDA	DEMBI	DJUROS	ICP	OIP
1	0.757273	8.311713	91.68829	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.981521	5.224502	70.95320	0.628751	8.671247	10.65035	3.871950
5	1.040286	4.701648	64.24700	3.371258	9.591125	12.40200	5.686975
10	1.041221	4.700937	64.17525	3.401161	9.620157	12.39508	5.707415

Variance Decomposition of DEMBI:							
Period	S.E.	INFLACAO	DDIVIDA	DEMBI	DJUROS	ICP	OIP
1	77.71733	2.361478	32.01794	65.62058	0.000000	0.000000	0.000000
2	79.60528	2.589989	31.62427	62.80352	0.077524	2.247109	0.657589
5	79.74297	2.589104	31.58652	62.60130	0.098096	2.437978	0.687005
10	79.74821	2.594478	31.58383	62.59600	0.099877	2.438320	0.687500

Variance Decomposition of DJUROS:							
Period	S.E.	INFLACAO	DDIVIDA	DEMBI	DJUROS	ICP	OIP
1	2.546119	1.031094	23.10485	33.98205	41.88201	0.000000	0.000000
2	2.881001	1.906420	29.55306	31.06430	35.30800	1.494604	0.673625
5	2.922814	1.915481	28.76848	30.71836	34.38707	3.112536	1.098079
10	2.922983	1.915974	28.76813	30.71725	34.38595	3.112871	1.099828

Variance Decomposition of ICP:							
Period	S.E.	INFLACAO	DDIVIDA	DEMBI	DJUROS	ICP	OIP
1	3319.287	11.69585	4.541713	1.157411	0.927933	81.67709	0.000000
2	3351.136	11.72446	5.015635	1.498832	0.953768	80.43211	0.375193
5	3374.088	11.65125	5.461104	1.637665	1.255537	79.42284	0.571602
10	3374.851	11.65265	5.468687	1.644679	1.266635	79.39006	0.577284

Variance Decomposition of OIP:							
Period	S.E.	INFLACAO	DDIVIDA	DEMBI	DJUROS	ICP	OIP
1	2478.716	4.082608	0.044044	18.01734	0.296643	0.059292	77.50008
2	2705.116	3.827929	4.272572	16.82425	0.423025	8.955399	65.69682
5	2737.620	3.856847	4.184532	16.46948	0.447959	10.80990	64.23128
10	2737.829	3.863258	4.185594	16.46987	0.450057	10.80943	64.22180

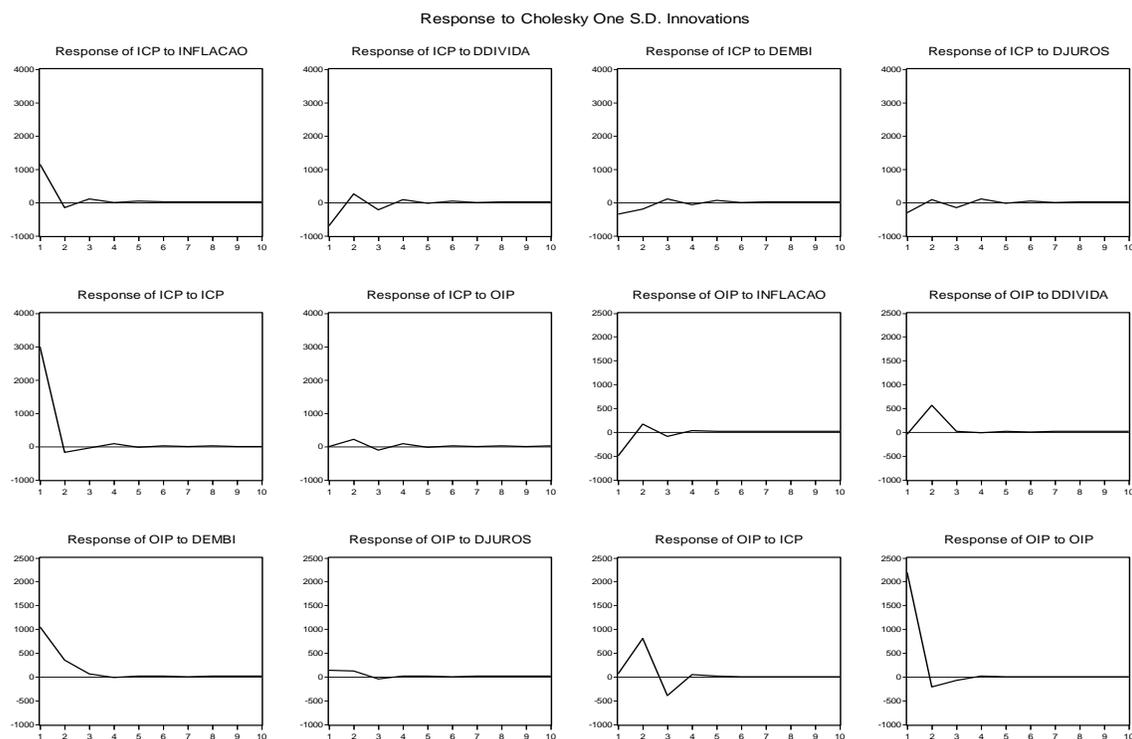
Cholesky Ordering: INFLACAO DDIVIDA DEMBI DJUROS ICP OIP							
--	--	--	--	--	--	--	--

A Decomposição de Variância para o caso mexicano indica que a variação do Investimento em Carteira Passivo é causada eminentemente por ele mesmo, pois apresenta um alto valor já no primeiro lag (81,67%) que pouco se dissipa ao longo do tempo. As outras variáveis que exercem influência sobre sua variação são a inflação (em torno de 11% em todos os períodos) e a dívida (com 5%), tendo pouca importância as outras séries.

No caso do OIP a explicação da própria variável é menor, sendo 77,5% no primeiro lag e 64,22% no último, abrindo espaço para outras influências. Assim, o Risco País apresenta um elevado valor já no primeiro lag (18,01%) que quase se mantém até o décimo lag (16,46%). O ICP apresenta valores crescentes, passando de nenhuma influência no primeiro lag para 10,8% no último, mostrando a importante inter-relação entre os fluxos financeiros externos. Por fim, inflação e a dívida apresentam valores menores enquanto os juros valores nulos.

A influência dos fluxos financeiros externos é pouco sentida nas outras variáveis que não elas próprias, o que indica sua pouca relação com as variáveis macroeconômicas internas, uma vez que não exerce influência sobre e tampouco recebe delas.

Figura 2 – Função de Impulso (todas variáveis) – Resposta (OIP e ICP) para o México



Em acordo com as conclusões da Decomposição de Variância, a Função Impulso-Resposta sugere que o próprio ICP exerce um maior choque sobre ele mesmo. Por sua vez, OIP além de sofrer forte reação ao choque nele mesmo, responde ainda com alguma reação quando do choque no Risco País, no ICP e na dívida.

3.3. Síntese e Conclusões

Na primeira parte deste capítulo foi analisada a volatilidade da Conta Financeira do balanço de pagamentos brasileiro, mexicano, argentino e chileno³⁶. Em acordo com o estudo de Biage e Corrêa (2007) e ampliando para outros países, verificou-se que os fluxos financeiros externos da conta Investimento em Carteira foram os principais responsáveis pela volatilidade das Contas Financeiras, especialmente quando da ocorrência de crises e movimentos de retração da liquidez internacional. A exceção ficou por conta da economia

³⁶ Ver Anexo III para um Quadro Resumo das Conclusões da primeira parte deste capítulo

chilena, onde a volatilidade foi atribuída eminentemente aos fluxos financeiros nacionais. Tal acontecimento pode ser explicado pelas características próprias da economia nacional, e pelas especificidades de sua inserção externa, porém não se deve esquecer de sua experiência marcante de controle dos fluxos de capitais de curto prazo no início da década de 1990.

No caso brasileiro ficou patente a maior importância dos fluxos financeiros externos para a variabilidade da Conta Financeira, em todos os períodos analisados e especialmente para o caso do Investimento em Carteira. Dessa forma, a sub-conta do terceiro nível de abertura que mais influenciou na variabilidade da Conta Financeira foi a de Títulos de Renda Fixa adquiridos por estrangeiros (*PI Debt Securities LB*), que teve como característica: i) a busca pelo ganho de arbitragem entre as taxas de juros interna e externa e; ii) sua determinação pela liquidez internacional.

A conta Outros Investimentos Passivo, que também são representantes dos fluxos financeiros externos, exerceram sua influência através, principalmente, da sub-conta Empréstimos e Financiamentos (*OI Loans LB:NET*). Sua característica, por englobar os empréstimos de bancos internacionais, teve ligação direta com momentos de liquidez da economia internacional, sendo condicionado fortemente pelo diferencial de juros. Com isso, sob o período de câmbio flexível onde a economia brasileira apresentou taxas de juros menores esses fluxos financeiros foram mais voláteis e com períodos de forte fuga da economia nacional.

Pelo lado dos fluxos financeiros nacionais, a conta Outros Investimentos Ativo exerceu papel secundário na determinação da variabilidade da Conta Financeira. Sua variabilidade se deu principalmente pela sub-conta Moeda e Depósitos (*OI Cur & Deposit AS:NET*), que marca o movimento especulativo de residentes tentando antecipar as variações de juros no período de câmbio administrado e as variações cambiais no período de câmbio flexível. No entanto, a baixa participação da conta Outros Investimentos Ativo na variabilidade da Conta Financeira tornou essa prática menos prejudicial para a vulnerabilidade externa do país.

Igualmente ao caso brasileiro, a variabilidade da Conta Financeira do balanço de pagamentos argentino se explica principalmente pelos fluxos financeiros externos do Investimento em Carteira. Ficou marcado que estes movimentos foram determinados pela

sub-conta Títulos de Renda Fixa adquiridos por estrangeiros (*PI Debt Securities LB*), que apresentou duas dinâmicas distintas a depender da liquidez internacional e do diferencial de juros: i) no período de câmbio administrado onde os juros foram estruturalmente altos para manter a paridade cambial, esses fluxos financeiros variaram de forma amena e em torno de valores positivos e; ii) no período de câmbio flexível onde os juros puderam ser reduzidos e a liquidez internacional se contraiu, esses fluxos tornaram-se eminentemente negativos e com maior variabilidade. Não à toa que a conta Investimento em Carteira Passivo passou de uma média trimestral de fluxos financeiros de 1,11 bilhões de dólares com variabilidade de 2,58 para uma média trimestral de fluxos financeiros de -582 milhões de dólares com variabilidade de -3,67.

A segunda conta a exercer maior influência sobre a variabilidade da Conta Financeira argentina foi a de Outros Investimentos Ativo, demonstrando a importante influência dos fluxos financeiros de residentes. Sua determinante principal foi a sub-conta Moeda e Depósitos (*OI Cur & Deposit AS:NET*), que, assim como no caso brasileiro, marcou o movimento especulativo dos residentes tentando antecipar a variação da taxa de juros interna, evidente visualmente nos períodos pré-crise no Gráfico 9. O fato específico desta experiência foi que este movimento especulativo de residentes se deu fundamentalmente no período onde o câmbio foi administrado e a taxa de juros utilizada como instrumento para “fechar” o balanço de pagamentos, perdendo força no período posterior pós crise onde as taxas de juros foram menores.

Dessa forma, no período de câmbio flexível os fluxos financeiros externos da conta Outros Investimentos Passivo alcançaram o posto de segunda maior conta a exercer influência sobre a variabilidade da Conta Financeira, à diferença do período com câmbio administrado prevalecente a conta Investimento em Carteira Passivo e Outros Investimentos Ativo.

A experiência mexicana corrobora as conclusões já apontadas para o caso brasileiro e argentino, quais sejam: i) os Títulos de Renda Fixa adquiridos por estrangeiros (*PI Debt Securities LB*) são os fluxos financeiros externos com maior responsabilidade na variabilidade da Conta Financeira, sendo a especificidade do caso mexicano o favorecimento desses fluxos no período de câmbio administrado; e ii) à diferença do caso brasileiro e em sintonia com a experiência argentina, os fluxos financeiros de residentes na

sub-conta Moeda e Depósitos (*OI Cur & Deposit AS:NET*) da conta Outros Investimentos Ativo aparecem como segunda maior influência na variabilidade da Conta Financeira. No entanto, à diferença do caso argentino, tal influência predominou no período de câmbio flexível, demonstrando que a despeito da menor influência da aquisição de Títulos de Renda Fixa por estrangeiros, a determinação especulativa da volatilidade da Conta Financeira permaneceu.

Na segunda parte deste capítulo, pelo estudo da inter-relação dos fluxos financeiros externos com variáveis macroeconômicas internas da economia argentina por meio da metodologia VAR, as análises indicaram que os fluxos financeiros externos (Outros Investimentos de Estrangeiros e Investimento em Carteira de Estrangeiros) são fortemente exógenos, pois são explicados em grande parte por eles mesmos. Tal observação corrobora com nossa indicação de que os fluxos financeiros mais voláteis respondem fortemente à liquidez internacional, tendo os fundamentos da economia nacional menor importância na sua dinâmica.

Certa influência da taxa de juros e do Risco País foi sugerida na variação da conta Investimento em Carteira Passivo, mesmo porque é nessa conta que se registram as transações com títulos e ações e foi ela a maior responsável pela variabilidade da Conta Financeira do balanço de pagamentos argentino. Isso afirma a indicação feita na primeira parte deste capítulo, onde é verificada a busca de ganhos de arbitragem dos investidores estrangeiros em Títulos de Renda Fixa.

Para o caso mexicano as análises indicaram que o Investimento em Carteira Passivo é eminentemente exógeno enquanto a conta Outros Investimentos Passivo apresenta importante inter-relação com o Risco País. Tal constatação, a despeito da diferença da conta em questão, demonstra a mesma dinâmica apresentada no caso acima, qual seja: a conta mais volátil no período apresenta uma maior relação com o Risco País, observado para o caso do Investimento em Carteira Passivo da Argentina. Além disso, tal observação corrobora mais uma vez para a indicação de que os fluxos financeiros mais voláteis respondem diretamente à liquidez internacional, em detrimento dos fundamentos da economia nacional.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo deste trabalho buscou-se evidenciar que parte importante dos fluxos financeiros encaminhados para os países periféricos latino americanos respondem à movimentos expectacionais e especulativos. Tal dinâmica torna-se especialmente importante quando predomina um déficit crônico nas transações correntes, necessitando um recorrente saldo positivo da Conta Financeira.

No campo teórico apresentamos a visão ortodoxa sobre vulnerabilidade externa que está embasada no modelo neoclássico de equilíbrio geral. Os modelos de crises cambiais de primeira, segunda e terceira gerações têm como fundamento a Lei de Say e a consequente característica de neutralidade da moeda. Esse entendimento conduz à posição exógena da atividade especulativa, que só tem lugar na teoria quando ocorre ou um desequilíbrio proporcionado pelo Governo (modelos de primeira e segunda geração) ou por conta das falhas de mercado (modelos de terceira geração).

Por outro lado, na teoria keynesiana vimos que as economias são intrinsecamente instáveis, sendo que os ciclos financeiros não podem ser previstos, uma vez que não se sabe o momento de reversão. Deste modo, a instabilidade não é causada por erros de algum agente externo ao modelo, conforme indica a teoria ortodoxa, e também não se deve meramente à “falta de informação”. O argumento aqui defendido é o de que a instabilidade financeira é endógena ao sistema.

Além disso, na medida em que se trabalha com incerteza sobre o futuro, incerteza nas decisões dos agentes, especialmente quanto às decisões de investimento, não ergodicidade dos acontecimentos e custos de reversão das decisões, a moeda torna-se uma fonte segura e líquida de conservar a riqueza. A taxa de juros é resultado da oferta e demanda de moeda, sendo um fenômeno estritamente monetário. Dessa forma, a moeda não é neutra dentro do sistema econômico, podendo afetar as variáveis reais e ser fonte permanente de especulação, pois sua posse em momentos de instabilidade pode gerar ganhos de arbitragem.

Sob a desregulamentação financeira, que se espalhou pelo mundo durante a década de 1990, a atividade deste agente torna-se ainda mais deletéria, uma vez que tem como opção a aposta contra um amplo espectro de ativos de diversas economias nacionais. Para o caso dos países latino americanos, especificamente o Brasil, trabalhos empíricos indicaram

que parte dos fluxos financeiros da Conta Financeira do balanço de pagamentos tem perfil especulativo e com grande possibilidade de reversão. Essa característica indica maior vulnerabilidade externa, pois mesmo apresentando bons indicadores relacionados aos fundamentos da economia nacional, a predominância de fluxos financeiros voláteis e especulativos pode proporcionar reversões abruptas a depender da liquidez internacional.

A partir dessa concepção passou-se a estudar a abertura externa do Brasil, México, Argentina e Chile, a fim de verificar o nível de abertura financeira de cada economia e sua relação com os fluxos financeiros internacionais. O entendimento, nesse sentido, foi de que uma economia financeiramente aberta é mais propensa a se utilizar de fluxos financeiros mais voláteis.

O estudo da abertura externa dos países trabalhados indicou que a partir da década de 1990 esses países incrementaram sua abertura financeira e chegaram ao final da década com níveis muito similares, principalmente no aspecto de plena liberdade de entrada e saída de capitais e na emissão de títulos em moeda estrangeira. A diferença ficou no fato de Argentina e México terem ampliado sua abertura financeira até o terceiro nível, com a possibilidade limite de depósitos em moeda estrangeira, e o Chile ter utilizado controle de capitais de curto prazo na primeira metade da década de 1990.

Diante da observação das Contas Financeiras do Brasil, México e Argentina pode-se indicar que os fluxos financeiros externos encaminhados para a aquisição de Títulos de Renda Fixa, na conta Investimento em Carteira de Estrangeiros, foram determinantes na volatilidade da Conta Financeira desses países. A dinâmica desses fluxos respondeu principalmente à liquidez internacional e ao diferencial de juros, pois sua busca foi o ganho especulativo com a arbitragem entre as taxas de juros internas e externas, sendo marcante nos três países analisados o maior influxo desses capitais quando da experiência de câmbio administrado, onde os juros tornaram-se estratégicos para a manutenção da paridade cambial.

Além disso, pode-se ainda indicar que os Empréstimos e Financiamento de estrangeiros foi a principal sub-conta da conta Outros Investimento de Estrangeiros e, assim, teve grande importância na variabilidade da Conta Financeira do Brasil, México e Argentina. Nessa sub-conta estão registradas tanto as ajudas financeiras às autoridades monetárias como os empréstimos de instituições bancárias. Portanto, a dinâmica desses

fluxos tem ligação com os empréstimos do FMI e com as estratégias dos bancos internacionais. Nesse último aspecto, fica patente a busca pelo ganho especulativo, como no exemplo da experiência argentina constatada no Gráfico 8, onde esses fluxos foram eminentemente positivos enquanto perdurou a paridade cambial com o dólar, as altas taxas de juros e a liquidez internacional. Com a desvalorização e a restrição de liquidez a partir de 2001, desarmou-se a arbitragem e esses fluxos passaram a ser predominantemente negativos. Em menor medida aconteceu o mesmo com Brasil e México.

Outra indicação do presente estudo é a importância central da sub-conta Moeda e Depósito de nacionais na conta Outros Investimentos Ativo. No caso da Argentina e do México, e em menor medida do Brasil, esta conta foi determinante na variabilidade da Conta Financeira. Desta forma, a dinâmica dos fluxos financeiros referentes à movimentação de depósitos mantidos por residentes no exterior, incluindo a variação dos depósitos no exterior dos bancos comerciais residentes e dos depósitos relativos ao excesso de posição comprada dos bancos residentes depositados no Banco Central, é importante para entender a volatilidade da Conta Financeira.

Basicamente, a busca desses fluxos financeiros de residentes foi: i) o ganho de arbitragem entre a taxa de juros interna e externa, como patente no caso argentino (Gráfico 9) onde esses fluxos reagiram prontamente a cada crise externa; ii) e/ou o ganho especulativo através das variações cambiais, como no caso mexicano, que diante da perda de influência dos fluxos financeiros externos (especialmente os Investimentos em Carteira de Estrangeiros privilegiados sob o câmbio administrado) passou a sofrer forte influência dos fluxos financeiros de residentes.

Por fim, a análise dos fluxos financeiros da economia chilena indica a marcante divergência com os outros países analisados, pois os fluxos financeiros de residentes são os principais determinantes da variabilidade da Conta Financeira, além de apresentarem sempre a maior participação média, em detrimento dos fluxos financeiros externos. Dessa forma, pelas especificidades da experiência chilena, a dinâmica da volatilidade da Conta Financeira não pode ser equiparada com as outras economias analisadas, sendo indicação para futuros trabalhos.

Dessa forma, indicou-se nesse trabalho a característica volátil e especulativa de boa parte dos fluxos de capitais da Conta Financeira argentina, brasileira e mexicana. A

divergência, tanto na história de abertura financeira como na análise empírica, ficou por conta da experiência chilena, pois os fluxos financeiros voláteis e especulativos mais marcantes das outras economias não esteve presente nessa última.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGACINO, R. **Chile 25 años después: claroscuros, ilusiones y fisuras de una contrarrevolución madura**. Disponível em: <www.redem.buap.mx/rafael.htm>, 1998.

ALVES JUNIOR, A. J. ; PAULA, Luiz Fernando Rodrigues de ; FERRARI FILHO, Fernando . **Crise Cambial, Instabilidade Financeira e Reforma do Sistema Financeiro Internacional: Uma Abordagem Pós-Keynesiana**. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, v. 4, n. 1, p. 79-106, 2000.

ANDIMA. **O novo Perfil do Sistema Financeiro – Relatório Econômico**. Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto, Rio de Janeiro, 2001

AMADO, A. M. **Controle de capitais e instabilidade financeira: uma abordagem Pós Keynesiana**. In: Sicsú, J. ; Ferrari Filho, F.. (Org.). **Câmbio e Controle de Capitais: Avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos**. 1 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

PINTO, A. C. B. **Câmbio e Performance Inflacionária em Regimes de Câmbio Flexível e Metas de Inflação: Uma Investigação para Países Selecionados da América Latina**. Dissertação de Mestrado. Uberlândia: 2007

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Notas Metodológicas do Balanço de Pagamentos**. Notas técnicas do Banco Central do Brasil. Nº 1, junho de 2001.

BASUALDO, E. M. ; KULFAS, M. **La fuga de capitales en la Argentina**. In: GAMBINA, J. et al. **La Globalización Económico-Financiera**. Buenos Aires: CLACSO, 2002.

BBC. **Argentina suelta la mano del FMI**. 03/01/2006. Disponível em: <http://news.bbc.co.uk/1/hi/spanish/business/newsid_4578000/4578156.stm> Acesso em: 20/10/2008.

BIAGE, M e CORRÊA, V. P. **Abertura financeira e volatilidade da conta financeira do balanço de pagamentos brasileiro – a vulnerabilidade continua**. Uberlândia: mimeo 2007.

BIAGE, Milton ; CORRÊA, V. P. ; NEDER, Henrique Dantas . **Risco País, fluxos de capitais e determinação da taxa de juros no Brasil- uma análise por meio da metodologia VAR**. In: XI Encontro Nacional de Economia Política, 2006, Vitória. Anais do XI Encontro Nacional de Economia Política. Vitória : SEP, 2006. v. 1. p. 1-25.

BIAGE, Milton ; CORRÊA, V. P. ; NEDER, Henrique Dantas . **Risco País, fluxos de capitais e determinação da taxa de juros no Brasil: uma análise de impactos por meio da metodologia VEC**. Revista de Economia, v. 9, p. 110-150, 2008.

CAPUTO, O. **La crisis Actual de la Economía Chilena em los Marcos de la Globalización de la Economía Mundial.** Disponível em: <www.redem.buap.mx/orlando.htm> , 2000.

CAPUTO, O. **Mensaje presidencial y ‘Pacto de Silencio’.** Disponível em: <www.redem.buap.mx/orlando.htm>, 2007.

CAPUTO, O. **La crisis de la economía chilena: El cobre, del sueldo de Chile al crecimiento empobrecedor.** In: GAMBINA, J. et al. *La Globalización Econômico-Financiera.* Buenos Aires: CLACSO, 2002.

CARCANHOLO, M. D.; AMARAL, M. S. **Inserção Externa Ativa ou Superexploração do Trabalho? A acumulação de capital na Argentina pós-crise.** In: XII Encontro Nacional de Economia Política, 2007, São Paulo.

CARCANHOLO, M. D. **Estratégia de Abertura Externa: as experiências latino-americanas não aprendidas.** In: II Seminário Internacional da Rede de Estudos sobre Economia Mundial, 2001, Rio de Janeiro

CARCANHOLO, M. D. **Abertura externa e liberalização financeira: impactos sobre crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90.** Tese de doutorado. UFRJ, 2002

CARCANHOLO, M. D. **A Falsa Via Chilena: Lógica, contradições e limites do modelo.** Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política, Rio de Janeiro, v. 15, p.34-61, 2004.

CANO, W. **Soberania e Política Econômica na América Latina.** São Paulo: Editora Unesp, 2000.

CARDIM DE CARVALHO, F. **Mr.Keynes and the Post Keynesians.** Cheltenham: Edward Elgar, 1992.

CINTRA, M. A. M. e PRATES, D. M. **Os fluxos de capitais internacionais para o Brasil desde os anos 90.** Texto Para discussão IE/Unicamp, 2006

CLARÍN. **Del Plan Brady al Plan Mulford: la larga marcha de la deuda externa.** 17/05/2001. Disponível em: < <http://www.clarin.com/diario/2001/05/17/e-00501.htm>> Acesso em 20/10/2008.

CANUTO, O. . **A crise asiática e seus desdobramentos.** Econômica, Niterói, v. II, n. 4, p. 25-60, 2000.

CORRÊA, V. P. **Fluxos de capitais, volatilidade e vulnerabilidade externa – uma análise do caso brasileiro pós abertura financeira.** Uberlândia: mimeo. 2007.

CURADO, M.; CANUTO, O. . **Modelos de crises cambiais de ´terceira geraç versus fatos estilizados na América Latina**. Economia e Sociedade, Campinas, v. 16, 2001.

EICHENGREEN, Barry. **Toward a new international financial architecture: a practical post Asia agenda**. Institute for international Economics, 1999.

ENDERS, W. **Applied Econometrics Series**, New York: John Wiley, 1995.

FAVA, V. L. **Testes de Raízes Unitária e Co-Integraç**. In: VASCONCELLOS, M. A. S., ALVES, D. (Orgs) Manual de econometria: nível intermediário. São Paulo: Atlas, 2000.

FFRENCH-DAVIS, R. **El impacto de las exportaciones sobre el crecimiento em Chile**. Revista de la Cepal, 76, Abril: 143-160, 2002.

FFRENCH-DAVIS, R. et al. **Movimentos de capitais, estratégia exportadora e estabilidade macroeconômica no Chile**. In: Ffrench-Davis, R; Griffith-Jones, S. Os fluxos financeiros na América Latina: um desafio ao progresso. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997.

FISHER. **Capital account liberalization and the role of the IMF**. Essays in international finance no 207, 2002.

FREITAS, C.P.; PRATES, D. M. **Abertura financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México**. Revista de Economia Política, vol.11, dezembro 1998.

FREITAS, C.P.; PRATES, D. M. **Investimentos estrangeiros nos sistemas financeiros latino-americanos no contexto da globalizaç: os casos da Argentina, do Brasil e do México**.

http://www.sep.org.br/artigo/_721_25b29d09ae7d29fcff66cca55b225868.pdf?PHPSESSID=93c69bf512f15aacfd4cac3a9c, 2008

GAMBINA, J. et al. **Vulnerabilidad externa y dependência de la economia argentina**. In: GAMBINA, J. et al. La Globalización Econmico-Financiera. Buenos Aires: CLACSO, 2002.

GARLIPP, J.R.D. **Economia Desregrada**. In: XAVIER, C.L. Economia Desigual. Uberlândia: Editora da UFU, 2004.

GARCIA, M. G. P.; DIDIER. **Risco Cambial e Risco Brasil**. Texto para Discuss, Puc/Rio: 2001.

GARCIA, M. G. P.; OLIVARES, L. G. A. **O prmio de risco da taxa de câmbio no Brasil durante o Plano Real**. Texto para discuss, PUC/Rio, N. 409, 2000.

GONÇALVES, R. . **Continuidade, antiliberalismo e ruptura. Lições da Argentina para o Brasil**. Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política, Rio de Janeiro, n. 14, p. 135-147, 2004.

GRANGER, C.W.J. e NEWBOLD, P. **Spurious Regression in Econometrics**, Journal of Econometrics, Vol. 2, pp.111-120, 1974.

GRIFFITH-JONES, S. **The context for Capital Account Liberalisation; where goes the international financial system**. University of Sussex: Institute of Development Studies, 2003.

GRIFFITH-JONES, S., SUNKEL, O. **O fim de uma Ilusão: as crises da dívida e do desenvolvimento na América Latina**. São Paulo: Brasiliense, 1990.

GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 3.ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

HERMANN, J. . **A Experiência Argentina de Liberalização Financeira nos Anos 1990: uma análise crítica**. Economia Aplicada, São Paulo, v. 5, n. 2, p. 281-313, 2001.

IMF. **Global financial stability report: market developments and issues**. Washington, DC: IMF, abril 2003.

ITO, T & PORTER, D. **Dealing with Asian financial crises**. European Economic Perspectives, CERP, 1998.

KEYNES, J. M. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo, Ed. Atlas, 1982.

KREGEL, J. A. **Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais**. Revista Economia e Sociedade, n.7, 1996, Campinas.

KRUGMAN, P. **A model of balance of payment crises**. Journal of Money, Credit and Banking, n.11, p.311-325, Aug. 1979.

KRUGMAN, P. **What happened to Asia?** 1998. Disponível em <<http://www.mit.edu>>. Acesso em 14 jul. 2007.

LARRAIN, F; LABAN, R; e CHUMACERO, R. **What determines capital inflows? An empirical analysis for Chile**. Development Discussion Paper, 590, Harvard Institute for International Development, 1997.

LAUAR, V. G. ; CUNHA, P. H. **A Recuperação da Economia Argentina: origens, dinâmica e desafios**. In: XII Encontro Nacional de Economia Política, 2007, São Paulo.

LE FORT, G; Lehmann, S. **El encaje y la entrada neta de capitais: Chile en el decenio de 1990**. Revista de la Cepal, 81, dezembro: 33-64, 2003.

MATTEI, L. ; SANTOS Jr. J. A. **Industrialização e Substituição de Importações no Brasil e na Argentina: uma análise histórica comparada**. In: XII Encontro Nacional de

Economia Política, 2006, Vitória. Anais do XII Encontro Nacional de Economia Política, 2006.

MIGUEL, Paulo Pereira. **Paridade de Juros, Fluxos de Capitais e eficiência do mercado de Câmbio no Brasil: evidência dos anos 90**. Dissertação apresentada à FEA/USP, 2001.

MINSKY, H. **Stabilizing an Unstable Economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MISHKIN, Frederic S., **Is Financial Globalization Beneficial?**(December 2005). NBER Working Paper No. W11891. Disponível em SSRN: <http://ssrn.com/abstract=872727>. Acesso em 10 jul. 2007.

MOLLO, M. de L. R. **Instabilidade do Capitalismo, Incerteza e Papel das Autoridades Monetárias: uma leitura de Minsky**. Revista de Economia Política, vol.8, n.1, janeiro-março 1988.

MOLLO, M. de L. R. **Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a Questão da Neutralidade da Moeda**. Revista de Economia Política, vol. 24, n°3 (95), julho-setembro, 2004.

MUNHOZ, V. C. V. ; CORRÊA, V. P. . **Volatilidade dos fluxos de capitais do Balanço de Pagamentos brasileiro: uma análise por meio do Modelo ARCH (modelo autorregressivo com heterocedasticidade condicional)**. In: XXXIV Encontro de Economia, 2006, Salvador. Anais do XXXIV Encontro de Economia. Salvador : Anpec, 2006. v. 1. p. 1-25.

NASSIF, L. **Os Cabeças-de-Planilha: como o pensamento econômico da era FHC repetiu os equívocos de Rui Barbosa**. Rio de Janeiro: Ediouro, 2007.

OBSTFELD, M. **The logic of currency crises**. National Bureau of Economic Research. Working Papers, n.4.640, Feb. 1994

OBSTFELD, M. **Models of currency crises with self-fulfilling features**. European Economic Review, 1996.

PRATES, D. M.. **A inserção externa da economia brasileira no governo Lula**. In: Política Econômica em foco, n° 7, Campinas: 2006.

PRATES, D. M.; FARHI, M. **Economias emergentes e ciclos de liquidez**. IV Colóquio de Economia da América Latina, FGV, SP, 2004.

ROS, J.; BOUILLON, C. **La liberalización de la balanza de pagos en México: Efectos en el crecimiento, la desigualdad y la pobreza**. 2000.

SÁNCHEZ, F. P. **La formación de capital em México y la globalización financiera**. Economía Informa, 349, Unam: novembro-dezembro 2007.

SICSÚ, J. **A liberalização financeira brasileira: 1988-2002**. In: Sicsú, J. Emprego, Juros e Câmbio – Finanças Globais e Desemprego. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007a.

SICSÚ, J. **Rumos da liberalização financeira brasileira**. In: Sicsú, J. Emprego, Juros e Câmbio – Finanças Globais e Desemprego. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007b.

STIGLITZ, J. **Bleak growth prospects for the developing world**. International Herald Tribune, 1999.

VERÍSSIMO, M. P. ; HOLLAND, Márcio . **Liberalização da Conta de Capital no Brasil no Período Recente**. In: IX Encontro Regional de Economia da ANPEC Nordeste e Forum BNB de Desenvolvimento, 2004, Fortaleza. ANAIS do IX Encontro da ANPEC Nordeste, 2004. p. 01-24.

VIEIRA, F. V. . **Endividamento Público e Impactos sobre os Fluxos de Capitais, Risco-País e Diferencial de Juros no Brasil: Modelo VAR e Testes de Causalidade**. Análise Econômica, UFRGS, v. 22, p. 129-148, 2004.

WALLERSTEIN, I. **Mundialização ou era de transição? Uma visão de longo prazo da trajetória do sistema-mundo**. In: CHESNAIS, F. (Org) 2003. Uma nova fase do capitalismo?. São Paulo: Xamã, 2003.

WOOLDRIDGE, J.M. **Introdução à econometria**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006.

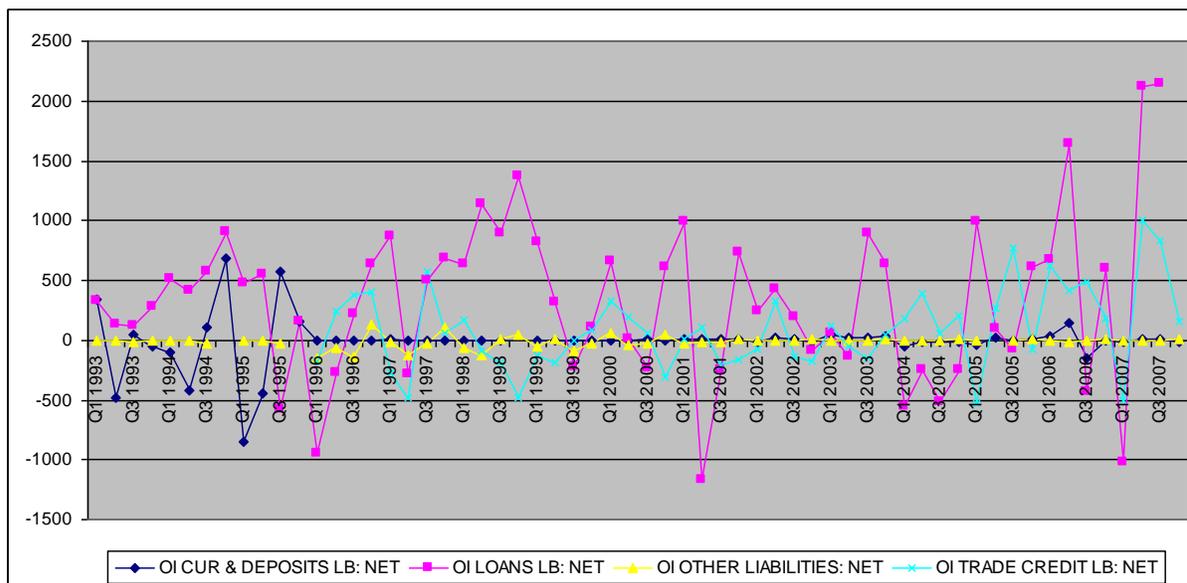
ANEXO I

Contas	Número de ordem
1. Investimento Direto (líquido)	1
1.1 Investimento brasileiro direto	2
1.2 Investimento estrangeiro direto	3
1.2.1 Participação no capital	4
1.2.2 Empréstimo intercompanhia	5
2. Investimento em Carteira (líquido)	6
2.1 Investimento brasileiro em carteira	7
2.1.1 Ações de companhias estrangeiras	8
2.1.1.1 <i>Brazilian Depositary Receipts - BDR</i>	9
2.1.1.2 Demais	10
2.1.2 Títulos de renda fixa LP e CP	11
2.1.2.1 Títulos de renda fixa LP	12
2.1.2.2 Títulos de renda fixa CP	13
2.2 Investimento estrangeiro em carteira	14
2.2.1 Ações de companhias brasileiras	15
2.2.1.1 Negociadas no país	16
2.2.1.2 Negociadas no exterior (<i>Depositary Receipts</i>)	17
2.2.2 Títulos de renda fixa LP e CP	18
2.2.2.1 Negociados no país LP e CP (líquido)	19
2.2.2.1.1 Títulos de renda fixa LP	20
2.2.2.1.2 Títulos de renda fixa CP	21
2.2.2.2 Negociadas no exterior (<i>Depositary Receipts</i>)	22
2.2.2.2.1 Bônus LP	23
2.2.2.2.2 <i>Notes e commercial papers LP</i>	24
2.2.2.2.3 Títulos de renda fixa CP	25
3. Derivativos (líquido)	26
4. Outros Investimentos (líquido)	27
4.1 Outros investimentos brasileiros (líquido)	28
4.1.1 Empréstimo e financiamento LP e CP (líquido)	29
4.1.1.1 Empréstimo e financiamento LP	30
4.1.1.2 Empréstimo e financiamento CP (líquido)	31
4.1.2 Moeda e depósito (líquido)	32
4.1.3 Outros ativos LP e CP (líquido)	33
4.1.3.1 Outros ativos LP (líquido)	34
4.1.3.2 Outros ativos CP (líquido)	35
4.2 Outros investimentos estrangeiros (líquido)	36
4.2.1 Crédito comercial - fornecedores LP e CP (líquido)	37
4.2.1.1 Crédito comercial - fornecedores LP	38
4.2.1.2 Crédito comercial - fornecedores CP (líquido)	39
4.2.2 Empréstimos e financiamentos LP e CP (líquido)	40
4.2.2.1 Autoridade monetária (líquido)	41
4.2.2.1.1 Operações de regularização (líquido)	42
4.2.2.1.2 Outros empréstimos LP	43
4.2.2.2 Demais setores LP e CP (líquido)	44
4.2.2.2.1 Empréstimos e financiamentos - demais setores LP	45
4.2.2.2.2 Empréstimos e financ. - demais setores CP (líquido)	46
4.2.3 Moeda e depósito (líquido)	47
4.2.4 Outros passivos LP e CP (líquido)	48
4.2.4.1 Outros passivos LP (líquido)	49
4.2.4.2 Outros passivos CP (líquido)	50

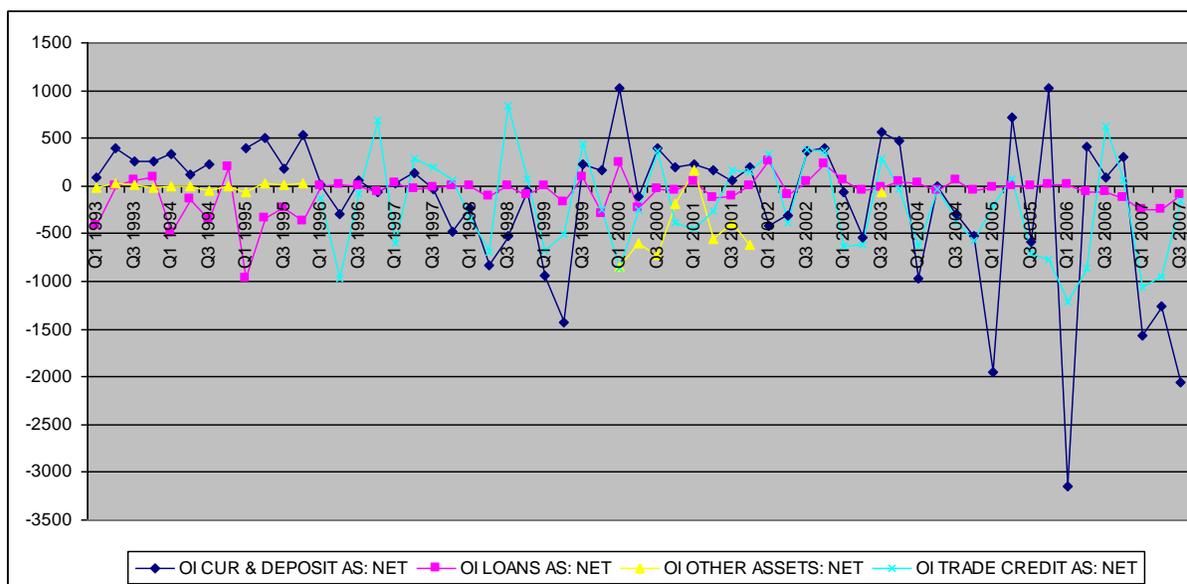
ANEXO II

Conta Financeira Chilena – terceiro nível de abertura- Q1 1993 a Q4 2007

Outros Investimentos Passivo



Outros Investimentos Ativo



ANEXO III

Resumo dos Resultados

Argentina	<ul style="list-style-type: none">- As contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos foram as de maior variabilidade. No entanto, esta última apresentou uma baixa participação média, principalmente no período de maior liquidez. Por outro lado, a conta Investimento em Carteira foi a principal responsável pela Variabilidade da Conta Financeira.- No caso da conta Investimento em Carteira de Estrangeiros verificou-se que os fluxos financeiros encaminhados para a aquisição de Títulos de Renda Fixa foram os principais determinantes de sua variabilidade. Além disso, tais fluxos apresentaram dinâmicas distintas a depender do regime cambial (e consequentemente dos níveis das taxas de juros).- Na conta Outros Investimentos de argentinos cabe ressaltar a predominância da sub-conta Moeda e Depósitos na sua variabilidade, que é guiada claramente pelo diferencial de juros, evidenciando uma importante atividade especulativa.- Na conta Outros Investimentos de Estrangeiros a sub-conta Empréstimo e Financiamentos apresentou uma atividade especulativa a depender do regime cambial e consequentemente dos níveis das taxas de juros.
Brasil	<ul style="list-style-type: none">- Os fluxos financeiros externos das contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos foram os principais responsáveis da volatilidade da Conta Financeira em todos os períodos analisados.- No caso da conta Investimento em Carteira de Estrangeiros verificou-se que os fluxos financeiros encaminhados para a aquisição de Títulos de Renda Fixa foram os principais determinantes de sua variabilidade. Além disso, tais fluxos apresentaram dinâmicas distintas a depender do regime cambial (e consequentemente dos níveis das taxas de juros).- No caso da conta Outros Investimentos de Estrangeiros a sub-conta Empréstimos e Financiamentos foi a principal responsável por sua variabilidade no período pós estabilização.- Na conta Outros Investimentos de brasileiros cabe ressaltar a predominância da sub-conta Moeda e Depósitos na sua variabilidade, evidenciando uma clara atividade especulativa.
Chile	<ul style="list-style-type: none">- À diferença de todos os casos estudados, os fluxos financeiros de chilenos foram os principais responsáveis pela variabilidade da Conta Financeira, tendo os fluxos financeiros de estrangeiros uma importância secundária. Nesse sentido, foi ressaltada a diferença no processo histórico de abertura financeira dessa economia, que implantou importante controle de capitais no início da década de 1990.
México	<ul style="list-style-type: none">- As contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos foram as de maior importância na variabilidade da Conta Financeira.- No caso do Investimento em Carteira os fluxos financeiros externos foram os determinantes em todos os períodos, principalmente via aquisição de Títulos de Renda Fixa por estrangeiros.- No caso dos Outros Investimentos, os fluxos financeiros apresentaram dinâmicas distintas a depender do regime cambial. Sob câmbio administrado, onde predomina taxas de juros mais elevadas, os fluxos financeiros externos na sub-conta Empréstimos e Financiamentos foram os determinantes. E sob câmbio flexível, onde há maior volatilidade cambial, predominou os fluxos financeiros de mexicanos, na sub-conta Moeda e Depósito. Tal movimento indica a importante atividade especulativa que caracteriza essa conta.