

Universidade Federal de Uberlândia

Instituto de Economia

SISBI/UFU



1000228587

Mestrado em Desenvolvimento Econômico

**OS EFEITOS DA ABERTURA FINANCEIRA NOS ANOS
90: UMA COMPARAÇÃO ENTRE PAÍSES EMERGENTES**

Paula Andréa do Valle Hamberger

Uberlândia, MG

MAIO/2005

Universidade Federal de Uberlândia

Instituto de Economia

MON
330.34
H199e
TES/DEM

Mestrado em Desenvolvimento Econômico

**OS EFEITOS DA ABERTURA FINANCEIRA NOS ANOS 90: UMA
COMPARAÇÃO ENTRE PAÍSES EMERGENTES**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia (UFU) para obtenção do título de Mestre em Economia.

Mestranda: Paula Andréa do Valle Hamberger

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Dias Carcanholo

Co-Orientadora: Prof. Dra./Corrdenadora do Mestrado Vanessa Petrilli Corrêa

Co-Orientador: Prof. Dr. Henrique Dantas Nader

Uberlândia, MG

MAIO/2005

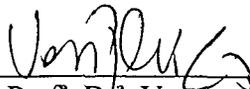
Dissertação defendida e aprovada em 08 de julho de 2005, pela banca examinadora:



Prof. Dr. Marcelo Dias Carcanholo
(Orientador)



Prof. Dr. Carlos Eduardo F. Carvalho
(Examinador)



Prof.ª Dr.ª Vanessa Petrelli Corrêa
(Examinadora)



Prof. Dr. Henrique Dantas Neder
(Examinador)



Prof.ª Dr.ª Vanessa Petrelli Corrêa
Coordenadora do Programa de Pós Graduação em Economia – IE/UFU

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS.....	VII
LISTA DE GRÁFICOS.....	IX
RESUMO.....	XII
ABSTRACT.....	XIV
INTRODUÇÃO	1
CAPÍTULO 1 – Fluxos de capital, abertura e financiamento do investimento: o debate teórico.....	5
1.1. Globalização, neoliberalismo e Consenso de Washington.....	5
1.2. Etapas do pensamento ortodoxo.....	9
1.2.1. O paradigma da repessão financeira e as justificativas para a abertura externa.....	11
1.2.2. A sequência ótima de abertura externa.....	15
1.2.3. O aparente revisionismo do Pós-Consenso de Washington.....	17
1.2.3.1. A nova agenda conforme Williamson.....	19
1.2.3.2. O paradigma da economia da informação.....	22
1.3. Abordagens alternativas	23
1.3.1. Taylor e os <i>submarkets</i>	23
1.3.2. O <i>approach</i> histórico-institucional - uma <i>rationale</i> para políticas intervencionistas.....	25
1.3.2.1. A hipótese de Zysman.....	26
1.3.2.2. Akyuz e Kotte e a liberalização financeira.....	27
1.3.3. O novo pensamento da CEPAL.....	30
1.3.4. A hipótese da fragilidade e vulnerabilidade – uma introdução	31

1.3.4.1.	Desregulamentação financeira interna e autonomia das autoridades monetárias.....	33
1.3.4.2.	Vulnerabilidade externa.....	35
1.3.4.3.	A hipótese da fragilidade financeira interna.....	36
1.3.4.4.	Vulnerabilidade externa e autonomia política.....	38
1.3.4.5.	Vulnerabilidade externa e determinação dos fluxos de capitais.....	40
1.3.5.	Conclusão.....	42

CAPÍTULO 2 - Os países emergentes e os fluxos de capitais na década de 90.....45

2.1.	América Latina	45
2.1.1.	Brasil.....	49
2.1.2.	Argentina – Abertura Externa e Dolarização	59
2.1.3.	México	67
2.1.4.	Chile	71
2.2.	Os Gansos Voadores – abertura financeira asiática.....	75
2.2.1.	A abertura financeira da Coreia.....	76
2.2.2.	Liberalização financeira da Malásia	79
2.3.	Conclusão	82

CAPÍTULO 3 – A abertura externa dos países emergentes e seus impactos ao longo da década de 90.....84

3.1	Vulnerabilidade externa como restrição ao crescimento.....	87
3.2	Inviabilidade estrutural externa.....	103
3.3	Análise comparativa dos indicadores de vulnerabilidade: países latino-americanos x asiáticos.....	136
3.4	Conclusão.....	150

CAPÍTULO 4 – Análises econométricas dos indicadores de vulnerabilidade.....153

4.1	Análise das taxas de crescimento das séries dos indicadores de vulnerabilidade.....	154.
-----	---	------

4.2	Análise da mudança de inclinação e intercepto das séries dos indicadores de vulnerabilidade frente às crises externas.....	161
4.2.1	Análise do efeito contágio da crise Brasil/1999 para países emergentes selecionados: Argentina, México, Chile, Coréia e Malásia.....	161
4.2.2	Análise do efeito contágio da crise da Argentina/2001-2 para países emergentes selecionados: Brasil, México, Chile, Coréia e Malásia.....	171
4.3	Análise descritiva das séries de indicadores de vulnerabilidade para os países selecionados: Brasil, Argentina, Chile, Coréia e Malásia.....	176
4.4	Análise do gráfico de dispersão dos indicadores de vulnerabilidade para os países selecionados: Brasil, Argentina, México, Chile, Coréia e Malásia.....	188
4.5	Conclusão.....	191
CONCLUSÕES.....		193
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....		198

LISTA DE TABELAS

Tabela 2.1.1 – Indicador de Vulnerabilidade.....	47
Tabela 2.1.2 – Distintos graus de abertura externa dos países latino-americanos: Importações/PIB.....	48
Tabela 2.1.3 – Ingresso de Capital Externo em países selecionados na América Latina.....	48
Tabela 2.1.1.1 – Movimento de Portfolio em US\$ Milhões.....	56
Tabela 2.1.2.1 – Alguns dados macroeconômicos sobre o Brasil de 1989 a 2003.....	60
Tabela 3.1.1 – Balanço de Pagamentos do Brasil em US\$ Milhões: contas selecionadas.....	88
Tabela 3.1.2 – Balanço de Pagamentos do Brasil em US\$ Milhões: contas selecionadas.....	88
Tabela 3.1.3 – Balanço de Pagamentos da Argentina em US\$ Milhões: contas selecionadas.....	89
Tabela 3.1.4 – Balanço de Pagamentos da Argentina em US\$ Milhões: contas selecionadas.....	90
Tabela 3.1.5 – Balanço de Pagamentos do México em US\$ Milhões: contas selecionadas.....	90
Tabela 3.1.6 – Balanço de Pagamentos do México em US\$ Milhões: contas selecionadas.....	92
Tabela 3.1.7 – O Balanço de Pagamentos da Malásia – contas selecionadas.....	98
Tabela 3.1.8 – O Balanço de Pagamentos da Malásia – contas selecionadas.....	98
Tabela 3.1.9 – Estrutura do Balanço de Pagamentos da Coréia – contas selecionadas.....	101
Tabela 3.1.10 – Estrutura do Balanço de Pagamentos da Coréia – contas selecionadas.....	101
Tabela 3.2.1 – Indicadores de Vulnerabilidade Brasil.....	105
Tabela 3.2.2 – Indicadores de Vulnerabilidade Externa Brasil.....	106
Tabela 3.2.3 – Indicadores de Vulnerabilidade Brasil (outros).....	107
Tabela 3.2.4 – Indicadores de Vulnerabilidade Brasil (outros).....	108
Tabela 3.2.5 – Indicadores de Vulnerabilidade – Argentina.....	110
Tabela 3.2.6 – Indicadores de Vulnerabilidade – Argentina.....	111
Tabela 3.2.7 – Indicadores de Vulnerabilidade do México.....	114
Tabela 3.2.8 – Indicadores de Vulnerabilidade do México.....	115
Tabela 3.2.9 – Balanço de Pagamentos do Chile em US\$ Milhões: contas selecionadas.....	120
Tabela 3.2.10 – Balanço de Pagamentos do Chile em US\$ Milhões: contas selecionadas.....	121
Tabela 3.2.11 – Indicadores de Vulnerabilidade do Chile.....	124
Tabela 3.2.12 – Indicadores de Vulnerabilidade do Chile.....	125
Tabela 3.2.13 – Indicadores de Vulnerabilidade da Coréia do Sul.....	126
Tabela 3.2.14 – Indicadores de Vulnerabilidade da Coréia do Sul.....	127
Tabela 3.2.15 – Indicadores de Vulnerabilidade da Malásia.....	130
Tabela 3.2.16 – Indicadores de Vulnerabilidade da Malásia.....	131
Tabela 3.3.1 – Indicador de Vulnerabilidade: Div. Ext./Export.....	140
Tabela 3.3.2 – Indicador de Vulnerabilidade: Div. Ext./Export.....	141
Tabela 3.3.3 – Indicador de Vulnerabilidade: Dívida Externa/PNB.....	143
Tabela 3.3.4 – Indicador de Vulnerabilidade: Dívida Externa/PNB.....	144
Tabela 3.3.5 – Saldo Transações Correntes sobre PNB ou PIB.....	146
Tabela 3.3.6 – Saldo Transações Correntes sobre PNB ou PIB.....	147

Tabela 3.3.7 – Saldo das Transações Correntes sobre Exportações.....	148
Tabela 3.3.8 – Saldo das Transações Correntes sobre Exportações.....	149
Tabela 4.1 – Metodologia da análise econométrica.....	153
Tabela 4.1.1 – Taxa de Crescimento dos Indicadores de Vulnerabilidade selecionados.....	155
Tabela 4.2.1.1 – Valores da mudança de Nível e Inclinação das retas de cada série dos indicadores selecionados.....	161
Tabela 4.2.1.2 – Valores da mudança de Nível e Inclinação das retas de cada série dos indicadores selecionados.....	164
Tabela 4.2.1.3 – Valores da mudança de Nível e Inclinação das retas de cada série dos indicadores selecionados.....	168
Tabela 4.2.2.1 – Valores da mudança de Nível e Inclinação das retas de cada série dos indicadores selecionados.....	172
Tabela 4.2.2.2 – Valores de mudança de Nível e Inclinação das retas de cada série dos indicadores selecionados.....	173
Tabela 4.2.2.3 – Valores da mudança de Nível e Inclinação das retas de cada série dos indicadores selecionados.....	175
Tabela 4.3.1 – Cálculo de Estatísticas Descritivas de cada série dos indicadores selecionados – Média.....	177
Tabela 4.3.2 – Cálculo de Estatísticas Descritivas de cada série dos indicadores selecionados – Desvio Padrão.....	181
Tabela 4.3.3 – Cálculo de Estatísticas Descritivas de cada série dos indicadores selecionados – Coeficiente de Variação.....	183

LISTA DE GRÁFICOS E FIGURAS

FIGURAS

Figura 1 – <i>Index of Financial Liberalization</i>	5
---	---

GRÁFICOS

Gráfico 2.1.1.1 – Conta capital Brasil – contas selecionadas.....	51
Gráfico 2.1.1.1 – Investimento direto no exterior e estrangeiro no Brasil.....	52
Gráfico 2.1.1.3 – Investimento estrangeiro sob a forma de portfolio.....	53
Gráfico 2.1.1.4 – 90/92 Fluxos de entrada na conta capital Brasil.....	54
Gráfico 2.1.1.5 – Conta capital de 1991 até I/2003.....	56
Gráfico 2.1.1.6 – Movimento de portfolio 1991 a 2003.....	58
Gráfico 2.1.1.7 – Estrutura do saldo em transações correntes do Brasil de 1990 a 2004.....	59
Gráfico 2.1.2.1 – Serviço da Dívida Externa/Exportações (%).....	63
Gráfico 2.1.2.2 – Estrutura do saldo das transações correntes da Argentina 1990 a 2003.....	64
Gráfico 2.1.2.3 – Conta capital da Argentina de 1990 a 2003.....	65
Gráfico 2.1.2.4 – Reservas Internacionais x Dívida Externa de 1990 a 2004.....	66
Gráfico 2.1.2.5 – Investimento estrangeiro direto x portfolio Argentina.....	66
Gráfico 2.1.3.1 – Estrutura do investimento México – contas selecionadas.....	68
Gráfico 2.1.3.2 – Estrutura do saldo de transações correntes do México de 1990 a 2003.....	69
Gráfico 2.1.3.3 – Dívida externa total do México em relação ao saldo das transações correntes de 1990 a 2003.....	71
Gráfico 2.1.4.1 – Conta capital Chile – contas selecionadas.....	72
Gráfico 2.1.4.2 – Estrutura do balanço de pagamentos Chile.....	74
Gráfico 2.2.1.1 – Estrutura de investimentos externos – contas selecionadas.....	78
Gráfico 2.2.1.2 – Estrutura do balanço de pagamentos – contas selecionadas.....	78
Gráfico 2.2.2.1 – Estrutura do balanço de pagamentos da Malásia (contas selecionadas).....	80
Gráfico 2.2.2.2 – Estrutura conta capital Malásia (contas selecionadas).....	81
Gráfico 3.1 – Movimento de portfolio 1991 a 2003.....	84
Gráfico 3.1.1 – IED e sob a forma de porfolio – Brasil, Argentina, Chile e México.....	93
Gráfico 3.1.2 – Estrutura das transações correntes – Brasil.....	94
Gráfico 3.1.3 – Estrutura das transações correntes – Argentina.....	95
Gráfico 3.1.4 – Estrutura das transações correntes – México.....	95
Gráfico 3.1.5 – Estrutura das transações correntes – Chile.....	96
Gráfico 3.1.6 – Dívida externa total – do Brasil, Argentina e México.....	97
Gráfico 3.1.7 – Produto interno bruto da Malásia.....	99
Gráfico 3.1.8 – Estrutura percentual anual das variações das exportações, importações e saldo.....	100
Gráfico 3.1.9 – Estrutura de balanço de pagamentos da Coréia – contas selecionadas.....	102
Gráfico 3.1.10 - IED e portfolio – Malásia x Coréia em US\$ Milhões de dólares.....	103

Gráfico 3.2.1 – Dívida externa total de países emergentes (selecionados).....	104
Gráfico 3.2.2 – Indicadores de vulnerabilidade envolvendo saldo das T/C.....	112
Gráfico 3.2.3 – Estrutura do saldo das transações correntes do Brasil e da Argentina.....	113
Gráfico 3.2.4 – Dívida externa total do México – comparada com Brasil e Argentina.....	116
Gráfico 3.2.5 – Estrutura do saldo de transações correntes do México.....	117
Gráfico 3.2.6 – PIB do México.....	118
Gráfico 3.2.7 – Investimento estrangeiro direto e sob a forma de portfólio – Brasil, Argentina, México e Chile.....	119
Gráfico 3.2.8 – Conta corrente Chile – contas selecionadas.....	121
Gráfico 3.2.9 – Estrutura do balanço de pagamentos da Coreia – contas selecionadas.....	128
Gráfico 3.2.10 – Transações correntes da Coreia de 1990 a 2003.....	129
Gráfico 3.2.11 – O balanço de pagamentos da Malásia – (contas selecionadas).....	132
Gráfico 3.2.12 – Os juros líquidos/exportações – Brasil, Argentina e México.....	133
Gráfico 3.2.13 – Dívida externa bruta/PIB – Brasil, Argentina e México.....	133
Gráfico 3.2.14 – Dívida externa bruta/PIB – países asiáticos.....	134
Gráfico 3.2.15 – Reservas internacionais sobre dívida externa – Brasil, Argentina e México.....	135
Gráfico 3.2.16 – Dívida externa total/exportações (anos).....	135
Gráfico 3.2.17 – Dívida externa total/exportações (anos) Ásia.....	136
Gráfico 3.3.1 – Estrutura do balanço de pagamentos do Chile.....	139
Gráfico 3.3.2 – Indicador de vulnerabilidade – div. externa/exportações.....	142
Gráfico 3.3.3 – Dívida externa sobre o PIB ou PNB.....	145
Gráfico 3.3.4 – Saldo das transações correntes sobre PIB ou PNB (US\$ milhões)...	147
Gráfico 3.3.5 – Saldo das transações correntes sobre exportações.....	150
Gráfico 4.1.1 – Taxa de crescimento do indicador: estoque de reservas internacionais sobre dívida externa total.....	156
Gráfico 4.1.2 – Taxa de crescimento do indicador: estoque de reservas internacionais sobre exportações.....	157
Gráfico 4.1.3 – Taxa de crescimento: dívida externa total sobre exportações.....	157
Gráfico 4.1.4 – Taxa de crescimento: dívida externa sobre PIB ou PNB.....	158
Gráfico 4.1.5 – Taxa de crescimento: saldo das transações correntes/PIB ou PNB...	159
Gráfico 4.1.6 – Taxa de crescimento: saldo das transações correntes/exportações....	160
Gráfico 4.2.1.1 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade do Chile de estoque de reservas internacionais sobre exportações...	162
Gráfico 4.2.1.2 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade do Chile de estoque de reservas internacionais sobre div. ext. total.	162
Gráfico 4.2.1.3 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade do Brasil de dívida externa sobre exportações.....	163
Gráfico 4.2.1.4 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade do Brasil de dívida externa sobre exportações	164
Gráfico 4.2.1.5 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Argentina de dívida externa sobre exportações- IND_1.....	165
Gráfico 4.2.1.6 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Argentina de dívida externa sobre exportações – IND_3.....	166
Gráfico 4.2.1.7 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Argentina de dívida externa sobre exportações.....	166

Gráfico 4.2.1.8 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Argentina de dívida externa sobre exportações – IND_4.....	167
Gráfico 4.2.1.9 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Malásia de dívida externa sobre PNB – IND_2.....	169
Gráfico 4.2.1.10 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Coreia do saldo das transações correntes sobre PNB – IND_3....	169
Gráfico 4.2.1.11 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Malásia do saldo das transações correntes sobre PNB – IND_3..	170
Gráfico 4.2.1.12 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Coreia do saldo das transações correntes sobre exportações.....	170
Gráfico 4.2.1.13 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Malásia do saldo das transações correntes sobre exportações.....	171
Gráfico 4.2.2.1 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade do Chile do estoque de reservas internacionais sobre exportações...	172
Gráfico 4.2.2.2 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade do Brasil do saldo de transações correntes sobre exportações.....	173
Gráfico 4.2.2.3 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade do México – dívida externa sobre exportações.....	174
Gráfico 4.2.2.4 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade do México – estoque de reservas sobre exportações.....	174
Gráfico 4.2.2.5 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Coreia – estoque de reservas sobre exportações.....	175
Gráfico 4.2.2.6 – Mudança de intercepto e inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Malásia – estoque de reservas sobre exportações.....	176
Gráfico 4.3.1 – Análise estatística descritiva: média dos países selecionados para indicador (1) – dívida externa sobre exportações.....	177
Gráfico 4.3.2 – Análise estatística descritiva: média dos países selecionados para indicador (2) – dívida externa sobre PIB ou PNB %.....	178
Gráfico 4.3.3 – Análise estatística descritiva: média dos países selecionados para indicador (3) – saldo das transações correntes sobre PIB ou PNB.....	179
Gráfico 4.3.4 – Análise estatística descritiva: média dos países selecionados para indicador (4) – saldo das transações correntes sobre exportações.....	179
Gráfico 4.3.5 – Análise estatística descritiva: média dos países selecionados para indicador (5) – estoque de reservas internacionais sobre exportações.....	180
Gráfico 4.3.6 – Análise estatística descritiva: desvio padrão dos países selecionados para indicador (1) – dívida externa sobre exportações.....	181
Gráfico 4.3.7 – Análise estatística descritiva: desvio padrão dos países selecionados para indicador (2) – dívida externa sobre Pib ou PNB %.....	182
Gráfico 4.3.8 – Análise estatística descritiva: desvio padrão dos países selecionados para indicador (3) – saldo das transações correntes sobre PIB ou PNB%.....	183
Gráfico 4.3.9 – Análise estatística descritiva: coeficiente de variações das séries dos países selecionados para indicador (1) – dívida externa sobre exportações.....	184
Gráfico 4.3.10 – Análise estatística descritiva: coeficiente de variação das séries dos países selecionados para indicador (2) – dív. externa sobre PNB ou PIB em %.....	185
Gráfico 4.3.11 – Análise estatística descritiva: coeficiente de variações das séries dos países selecionados para indicador (3) – saldo das transações correntes/PIB ou PNB..	185
Gráfico 4.3.12 - Análise estatística descritiva: coeficiente de variações das séries dos países selecionados para indicador (4) – saldo das transações correntes/exportações...	186
Gráfico 4.3.13 - Análise estatística descritiva: coeficiente de variações das séries dos países selecionados para indicador (5) – estoque de reservas internacionais/export.....	187

Gráfico 4.3.14 - Análise estatística descritiva: coeficiente de variações das séries dos países selecionados para indicador (6) – estoque de reservas internacionais sobre dívida externa total.....	187
Gráfico 4.4.1 – Gráfico de dispersão dos países selecionados para indicador (1) – dívida externa sobre exportações.....	188
Gráfico 4.4.2 - Gráfico de dispersão dos países selecionados para indicador (2) – dívida externa sobre PIB ou PNB	189
Gráfico 4.4.3 - Gráfico de dispersão dos países selecionados para indicador (3) – saldo das transações correntes sobre PIB ou PNB	190
Gráfico 4.4.4 - Gráfico de dispersão dos países selecionados para indicador (4) – saldo das transações correntes sobre exportações.....	190

À Minha Filha Yohanna

Para você

Por você

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, que me possibilitou caminhar quando o mundo dizia para parar, me permitindo superar tantos obstáculos que se colocaram para a consecução deste trabalho.

Agradeço a minha família: aos meus pais, Mauro e Maria Amélia, pelo suporte e dedicação, sempre, que tornaram tudo possível; a minha mãe por ser a segunda mãe de minha filha, permitindo que eu tenha a tranquilidade e paz de espírito para dedicar-me aos estudos e ao trabalho, meu eterno obrigada; a minha irmã, Ana Claudia, minha melhor amiga, companheira de todas as horas, a melhor pessoa que conheço, agradeço seu constante suporte que me é fundamental; ao meu irmão, Mauro, sempre presente com seu apoio, sua clareza de idéias e beleza de espírito; minha filha Yohanna, minha dávida de Deus, sua beleza, sua espiritualidade, seu sorriso, sua presença, sua inteligência e seu amor tornam possível cada passo em cada novo dia.

Agradeço ao professor Marcelo Dias Carcanholo, por conduzir a orientação deste trabalho com enorme clareza, profissionalismo, presteza e competência, me mantendo firme em curso, com confiança, até o porto seguro. Este tempo que trabalhamos juntos proporcionou grande crescimento do meu conhecimento e, especialmente fez minha admiração por sua inteligência e capacidade crescerem ainda mais.

Agradeço aos professores Vanessa Petrelli Corrêa e Henrique Dantas Nader, que me co-orientaram, muito contribuindo para o desenvolvimento deste trabalho. Agradeço a professora Vanessa seu apoio no projeto que permitiu delimitar o escopo deste trabalho e, principalmente sua amizade, apoio e sua humanidade que tornaram possível percorrer esse caminho até o fim. Agradeço ao professor Henrique sua orientação que me permitiu desvendar o instrumental de análise empírica, imprescindível para meu trabalho; destaco ainda, sua incansável paciência e constante apoio, obrigada.

Agradeço aos colegas de Mestrado, pela convivência que me proporcionou momentos de discussão e descontração ao longo do curso. Agradeço principalmente, aos colegas Hellen, Graziella, Xuxu, Fernando e Rodrigo pelo companherismo que partilhamos.

Finalmente, não poderia deixar de agradecer a Vaine, pela amizade que me dedicou, por sua força e seu carinho, uma grata surpresa nesta caminhada. Espero que nossa amizade continue sólida e não caia no esquecimento.

RESUMO

O presente trabalho pretende analisar sob a perspectiva da hipótese de vulnerabilidade externa os efeitos da abertura financeira nos países emergentes latino-americanos, Brasil, Argentina, México e Chile, e nos países asiáticos, Coreia do Sul e Malásia, ao longo da década de 90, após a implementação de uma estratégia neoliberal de desenvolvimento econômico. Em termos específicos, buscaremos desenvolver uma série de indicadores de vulnerabilidade externa de acordo com a hipótese da fragilidade e vulnerabilidade externa que referir-se-ão a um recorte temporal de 1994 a 2003, para a análise qualitativa e, de 1997 a 2003 para a análise econométrica, através dos quais objetiva-se mostrar o elo entre fluxos de capitais voláteis e a inviabilidade estrutural externa, delineada pela elevação do endividamento externo destes países bem como de sua dependência de capital estrangeiro, tanto de curto quanto de longo prazo, que eleva sua susceptibilidade a crises financeiras que se generalizam via contágio. O trabalho busca também testar o grau de similaridade entre América-Latina e Ásia, em termos de fragilização de suas economias evidenciadas nos indicadores de vulnerabilidade e no grau de contágio frente às crises financeiras da década de 90 e início do século 21.

ABSTRACT

The present dissertation aims to analyse under the hypothesis of external vulnerability the effects of financial liberalization in the emerging markets of Latin America, Brazil, Argentina, Mexico and Chile, as well as in the Asian countries of Korea and Malaysia during de 1990s, after engaging in the neoliberal strategy of economic development. In particular, this work develops a series of indexes of external vulnerability according to the external fragility and vulnerability hypothesis in a sample of 1994 to 2003 period, for the qualitative analysis and the period of 1997 to 2003 for empirical data, intending to show us the link between volatile capital flows and the external structural inviability, causing the external debt of these emerging markets to increase in tandem with dependence on foreign funds, short or long term, with adverse effects on these economies driving them to financial crises exacerbated by contagious channels. Moreover, the present work entails to examine the level of similarity between the vulnerability indexes of Latin America and Asia, in terms of the vulnerability of their economies expressed by the indexes examined, as well as the contagious degrees demonstrated by these economies during the financial crises of 1990s and of the beginning of the twenty first century.

INTRODUÇÃO

Nosso estudo tem como objetivo analisar, sob a ótica da hipótese da fragilidade e vulnerabilidade externa, os efeitos da abertura financeira nos países emergentes latino-americanos, da Argentina, México, Brasil e Chile, além dos países emergentes asiáticos, da Coreia do Sul e Malásia, respectivamente exemplos da inserção no mercado financeiro internacional tanto dos tigres quanto dos dragões asiáticos, no período de 1994 ao início de 2003.

Para isso, pontuaremos as alterações na regulamentação e legislação destas economias na década de 90 que descrevem o processo de liberalização financeira, de forma a demonstrar como esta abertura permitiu a entrada de capitais externos, na sua maioria especulativos, em montantes muitas vezes superiores à necessidade de financiamento do balanço de pagamento, promovendo sobrevalorização da moeda doméstica, com perda de competitividade externa destas economias, associada à elevação do endividamento externo e aumento da dependência do capital estrangeiro, resultando em perda de autonomia político-econômica, além de maior vulnerabilidade externa, o que configurou um ciclo vicioso de endividamento.

Buscaremos em seguida, avaliar os indicadores de vulnerabilidade e fragilidade, nos anos 90 e início deste século, mais precisamente de 1994 a 2003, no contexto do retorno dos fluxos voluntários de capitais para os países da América-Latina, conforme Freitas e Prates (1998), quando se observa nos mercados financeiros locais uma intensificação dos fluxos de capitais estrangeiros. Uma década permeada ainda por grandes fugas de capitais, com várias crises financeiras e seus diferentes efeitos sobre os sistemas financeiros nacionais não homogêneos, que tiveram como ápice o crash de 1997, associado às intempéries do início deste século. Efeitos estes que dependem do grau de abertura financeira associada à gestão macroeconômica dos fluxos de capitais, e que serão maiores quanto maior a vulnerabilidade e fragilidades destas economias, dado o grau de abertura e dependência destes dos investimentos estrangeiros.

Em relação ao grau de fragilidade e vulnerabilidade externa esperamos alcançar resultados que delineiam a heterogeneidade da maior fragilização das economias emergentes latino-americanas do que das asiáticas, evidenciado por melhores indicadores de vulnerabilidade, pela menor volatilidade destes no tempo, além de um menor contágio frente às crises financeiras da década de 90, especialmente após o crash

de 1997 da Ásia, que leva a uma revisão da região do grau de abertura financeira, elevando o controle destes países de sua gestão macroeconômica. Em direto contraste, esperamos encontrar evidências de pioras dos indicadores de vulnerabilidade externa das economias latino-americanas para a maior parte da década de 90 e mesmo início do século 21.

Outro fator que esperamos elucidar é o componente de alta volatilidade do capital estrangeiro de curto prazo, o *hot money*, que por seu caráter altamente especulativo e ultra-sensível tenderá a impactar economias altamente dependentes de sua liquidez de forma negativa, gerando sobrevalorização da moeda e perda de competitividade quando muito abundantes, e quando evadem o país frente a fragilização da economia doméstica, promovem iliquidez e fugas de capitais que tornam crises locais em gerais, através do fenômeno do contágio.

↳ Mas ainda, tentaremos demonstrar que o capital de longo prazo tido como benéfico pela sua permanência e geração de riqueza, contrastando com o *hot money*, provocará nos países que apostaram em sua força positiva problemas na conta corrente, pela saída de reservas que provoca via remessa de lucros e dividendos, além da facilidade de desinvestir via mercado acionário, o que encurta o limite temporal de um investimento produtivo de longo prazo.

Além disso, elucidaremos a questão com uma análise quantitativa que buscará fundamentar econometricamente a hipótese de vulnerabilidade externa dos países emergentes selecionados neste estudo.

* Para tanto, desenvolveremos uma série de indicadores de vulnerabilidade externa de acordo com a hipótese desenvolvida por Carcanholo (2002) e Carcanholo e Páschoa (2004), através dos dados do balanço de pagamentos dos países selecionados: Brasil, México, Argentina e Chile, representantes latino-americanos e Coréia do Sul e Malásia, exemplos asiáticos dos tigres e dos dragões respectivamente. Estes indicadores referir-se-ão a um recorte temporal de 1994 a 2003, para a parte da análise qualitativa e, de 1997 a 2003 para a análise econométrica, sendo trimestralmente agregada para ambas. Os indicadores selecionados para as análises serão: 1) dívida externa sobre exportações; 2) dívida externa sobre PNB ou PIB; 3) saldo em transações correntes sobre PIB ou PNB em percentual; 4) saldo em transações correntes sobre exportações; 5) reservas internacionais sobre exportações; 6) reservas internacionais sobre dívida total.

Estes indicadores são indicativos da solvência ou liquidez de uma economia e, expressam o grau de fragilidade e vulnerabilidade externa. Os indicadores de vulnerabilidade externa (1) e (2) representam a capacidade estrutural de pagamento da dívida externa, ou seja, a situação de solvência do país, por meio da geração de receita via exportações ou geração de riqueza interno do país. Já os indicadores (3) e (4) representam a necessidade estrutural de financiamento externo, enquanto o indicador (6) representa a volatilidade do capital externo e a capacidade de captação de recursos estrangeiros e o indicador (5) expressa a maior susceptibilidade às movimentações do capital estrangeiro de curto prazo.

Esta análise via indicadores de vulnerabilidade para cada país e comparativamente buscará demonstrar um elo entre os fluxos de capitais voláteis, tanto quando abundantes quanto escassos, e o desempenho das economias emergentes selecionadas após abertura financeira, resultando em impactos negativos sobre essas economias,

Iniciaremos nosso trabalho com uma discussão teórica no capítulo 1 sobre a liberalização financeira, que terá como primeira parada a defesa da ruptura do paradigma da repressão financeira inicialmente apresentada por Mckinnon e Shaw em 1973, idéias que ecoaram no plano de ações apresentado pelo FMI em 1989 e que ficou conhecida como *Consenso de Washington*, foram seguidas por uma série de revisões de cunho ortodoxo, na busca de uma reforma das reformas, acreditando no *core* da proposta neoliberal e buscando apenas reorganizá-la, o que culmina com uma nova geração de reformas que recebe o cunho de *Pós-Consenso de Washington*. Em contrapartida, abordaremos as análises e abordagens críticas do *approach* neo-liberal, com destaque para a hipótese da fragilidade financeira e vulnerabilidade externa, que associa o excesso de capital resultado da liberalização financeira da década de 90 para os países emergentes, num contexto de abertura externa, com a fragilização das economias domésticas, promovendo dependência deste capital externo, e instaurando um ciclo vicioso, que consiste na fuga de capitais estrangeiros sensibilizados pela vulnerabilidade externa, gerando escassez de recursos, que fragiliza ainda mais as economias e por si aumenta a vulnerabilidade externa e a saída de recursos.

Em seguida, no capítulo 2 tentaremos construir a cronologia da liberalização financeira dos países emergentes selecionados na década de 90, buscando capturar a liberalização da conta capital, do sistema financeiro doméstico e do mercado de ações,

de forma sucinta, de modo a tentar elucidar o processo que leva a liberalizações parciais e totais.

No capítulo 3, analisaremos o balanço de pagamento (contas selecionadas) destes países selecionados bem como a conta de capital (contas selecionadas) para mostrar o perfil de crescimento da dependência financeira destas economias emergentes. Assim procura-se apresentar os indicadores de vulnerabilidade previamente mencionados, na busca de elucidar o aumento da fragilidade financeira e vulnerabilidade externa destes países, como também demonstrar qualitativamente às inter-relações das crises financeiras, da década de 90, via efeito contágio. Terminaremos o capítulo com uma análise comparativa buscando estabelecer relações entre as economias selecionadas, tanto de homogeneidade quanto de heterogeneidade dos impactos da fragilização financeira.

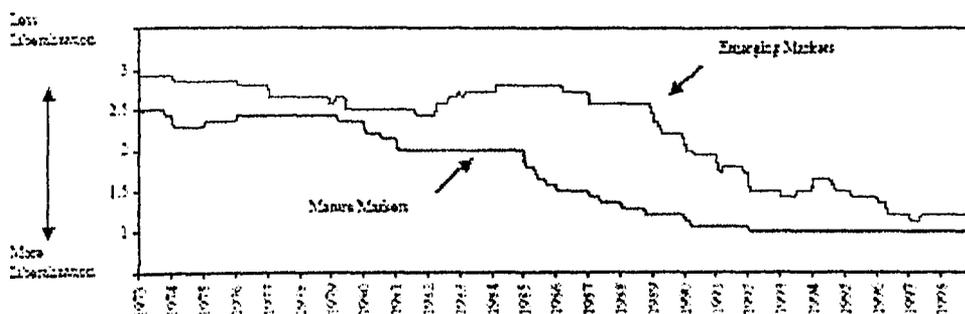
No último capítulo o esforço se resume em comprovar a hipótese da vulnerabilidade externa através de análises econométricas, além de buscar determinar, através da análise da taxa de crescimento das séries dos indicadores de vulnerabilidade, a piora ou melhora do grau de solvência e liquidez dos países latino-americanos e asiáticos analisados; efetuar uma análise descritiva das séries de vulnerabilidade na tentativa de encontrar outras indicações de volatilidade; para depois através de uma análise de quebra estrutural das séries analisadas confirmar ou não o efeito contágio, que é provocado pela similaridade de fragilidade estrutural e vulnerabilidade externa das economias emergentes.

CAPÍTULO 1 – FLUXOS DE CAPITAL, ABERTURA E FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO: O DEBATE TEÓRICO.

1.1. GLOBALIZAÇÃO, NEOLIBERALISMO E O CONSENSO DE WASHINGTON

Desde a década de 70, mas principalmente na década de 80 e acentadamente na década de 90, vários países têm liberalizado seus sistemas financeiros seguindo o rémédio prescrito pelos órgãos mundias para melhor eficiência na alocação de recursos e diminuição da atuação do governo na economia, conforme Galindo, Micco & Ordones (2002). A maioria dos países emergentes embarcou nessa abertura financeira principalmente na década de 90, abrindo novos destinos para os fluxos de capitais, significando para estes uma reversão dos anos de crise de débito de meados da década de 80. Esta volta dos países em desenvolvimento ao acesso ao capital estrangeiro, no início dos anos 90, em montantes superiores e composição diferenciada¹ de até então, resultou do processo de liberalização financeira, que relaxou restrições a propriedade estrangeira, bem como medidas para desenvolver o mercado de ações e reformas macroeconômicas estabilizadoras, conforme nos aponta Bekaert & Harvey (2003).

Figure 1
Index of Financial Liberalization



The index of financial liberalization jointly evaluates the liberalization of the capital account, the domestic financial sector, and the stock market. The index is a cross-country average. The value three means repression, two means partial liberalization, and one means full liberalization. Mature markets include: Canada, Denmark, Finland, France, Germany, Ireland, Italy, Japan, Norway, Portugal, Spain, Sweden, United Kingdom, and United States. Emerging markets include: Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Hong Kong, Indonesia, Korea, Malaysia, Mexico, Peru, Philippines, Taiwan, Thailand, and Venezuela.

Fonte: conforme Kaminsky e Schmukler (2003)².

¹ Fluxo de portfólio, tanto renda fixa quanto ações, além de investimento direto, em contraste com os débitos comerciais bancários que caracterizaram a década de 80, conforme Bekaert & Harvey (2003).

² Kaminsky e Schumukler desenvolvem uma cronologia de liberalização que vai do sistema sob repressão, ao parcialmente liberalizado e finalmente ao totalmente liberalizado, usando um critério, por eles

“Liberalização esta caracterizada pela abertura da conta capital e a remoção das políticas de *repressão financeira* e restrições da propriedade de capital estrangeiro” (Galindo, Micco & Ordonez, 2002: 2). Ingredientes ortodoxos constitutivos do novo perfil da estratégia neoliberal do Consenso de Washington, defendida pelos órgãos mundiais, a qual produz uma confirmação da hegemonia do receituário neoliberal revitalizado na década de 80³, e espalhado para os países emergentes principalmente na década de 90, aprofundando o caráter estrutural da vulnerabilidade externa de várias economias entre elas destacam-se as emergentes e as menos desenvolvidas. Passando a impor então, desde o Consenso de Washington, que a estabilização desses países devesse vir acompanhada do receituário neoliberal de reformas, as quais são tão político-institucionais quanto econômicas.

Este receituário neoliberal não se resume apenas à estabilização macroeconômica, conforme nos aponta Carcanholo (2002), “mas conformam uma concepção de desenvolvimento da qual a primeira (estabilização) é apenas um componente. Pode-se dividir o programa de ajuste neoliberal em três elementos ou componentes distintos” (op.cit., 2002: 5).

A estabilização macroeconômica é o primeiro componente, de acordo com Carcanholo (2002), objetivando o controle da inflação e a gestão eficiente das contas do governo, ou seja, a redução do déficit, porém não existindo uma política econômica de cunho estritamente neoliberal, tanto medidas ortodoxas quanto heterodoxas podem compor o cardápio de instrumentos ao combate da inflação.

Carcanholo (2002: 6), apresenta então, que “as reformas estruturais de abertura comercial, desregulamentação dos mercados, privatização de estatais e de serviços públicos, a eliminação da maior parte dos subsídios, garantindo a liberalização dos preços, e a abertura financeira, formam o segundo elemento”. Uma vez que somente uma certa estruturação específica do mercado propiciaria condições para o eficiente funcionamento da economia de mercado, a qual “...funcionando sem intervenções e/ou regulamentações levaria à *ordem natural harmônica*, ao desenvolvimento econômico”

desenvolvido, para avaliarmos em que estágio se encontra a conta de capital, o mercado de ações ou o sistema financeiro doméstico. Um país é considerado totalmente liberalizado quando pelo menos dois dos seus setores financeiros se encontram totalmente liberalizados e o terceiro parcialmente. Os critérios detalhados de nível de liberalização podem ser encontrados no apêndice tabela 1, anexo tabela 1 e anexo tabela 2, em Kaminsky e Schmukler (2003).

³ Com o Reaganomics, nos Estados Unidos, e a Margaret Thatcher, na Inglaterra.

(op. cit, 2002: 6). Isso apoiado na iniciativa privada que compõe o terceiro componente do receituário neoliberal.

Entre as reformas estruturais, Carcanholo (2002) destaca a abertura externa, como necessária para captar o volume imprescindível de financiamento externo, que seria capaz de sustentar e fomentar os ganhos de competitividade e produtividade. Essa abertura subdivide-se em abertura comercial e abertura financeira. A abertura comercial implica a liberalização das importações, bem como a promoção das exportações. Já a abertura financeira, consiste na maior facilidade dos não-residentes para acessar o mercado financeiro doméstico e ter direito a propriedade, bem como dos residentes de assumir obrigações e direitos em moeda estrangeira, que segundo Carcanholo pode ser traduzida "... na maior facilidade de remessa de lucros e dividendos, por exemplo, e pela liberalização da conta capital" (Carcanholo, 2002: 7).

Porém, de acordo com Carcanholo (2002), não podemos tratar este programa neoliberal como um paradigma, na medida em que a sequência apresentada é mais esquemática, sendo que na prática podem ocorrer várias sobreposições, como por exemplo, dos vários instrumentos de estabilização com as ferramentas das reformas estruturais, entre outras. O que implica afirmar a diversidade das:

"... aplicações práticas em termos de instrumentos, ritmo de implementação, sequência e combinação de políticas, em função das diversas especificidades dos países que implementaram esse tipo de enfoque. Rosenthal (1996) cita os distintos regimes cambiais adotados, as diferentes políticas de estabilização macroeconômica e a forma diferenciada como foi liberalizada a conta de capital, como exemplo deste tipo de argumento" (Carcanholo, 2002: 6-7).

Portanto, Carcanholo (2002) deixa claro que o que define o programa neoliberal é mais a natureza de suas reformas, a despeito da diversidade de implementação dos programas de estabilização ou reformas, pois o que importa é que ocorra a estabilização macroeconômica, independentemente da especificidade prática, como pré-condição, para o que Carcanholo (2002) chama de principal diretriz do receituário neoliberal que são as reformas estruturais, que promoveriam no seio da iniciativa privada a concorrência, levando a saltos de competitividade e produtividade, capazes de gerar crescimento e

desenvolvimento. Esta seria a estratégia neoliberal de desenvolvimento que inclui a defesa da abertura externa, como também a da liberalização da conta capital.

As economias emergentes passaram a se engajar na opção política do neoliberalismo, o que muitas vezes levou ao comprometimento de sua capacidade para a manutenção da autonomia política e econômica, ou seja, a manutenção dos interesses nacionais frente aos corporativos, ficando comprometida pela forma como as corporações multinacionais e os grandes bancos transnacionais, intrincados às determinações dos mercados, definiram uma nova divisão internacional do trabalho, conforme Becker e Egler (1998), e a adoção e forma de implementação do receituário neoliberal num mundo globalizado.

Segundo Carcanholo (2004, p.14), essa nova realidade que definiu um mundo sem fronteiras, interligando produção, fluxos comerciais e financeiros, consitiu-se no processo de globalização, o qual “manifestar-se-ia na gobalização comercial, com a intensificação do comércio de bens e serviços entre os países, na globalização produtiva, definida pela maior participação das operações produtivas das empresas transnacionais por toda a economia mundial, e na globalização financeira, representada pela intensa circulação de capital internacional”.

Neste processo, alguns estados nacionais transformaram-se de unidades econômicas em estruturas políticas condicionadas a reestruturação econômica da mundialização do capital, optando pela inserção de suas economias via desregulamentação e liberalização dos mercados, e a implementação de um Estado mínimo não interventor. Apresentando-se assim, em termos de política econômica como um resgate da tradição liberal, que defende que os agentes entendidos como individuais são racionais e egoístas, mas que na busca do seu prazer promovem o bem-estar geral, criando uma ordem natural harmônica, que prescinde da atuação do governo, que apenas distorce e impede o livre funcionamento do mercado. Trata-se, porém, de um novo liberalismo, segundo Carcanholo (2004), muito mais conservador do que o liberalismo clássico, que se convenceu chamar de neoliberalismo, o qual aparece como uma visão ‘hegemônica’ ideológica, e se manifesta como um receituário de política econômica (acima delineado), onde todas as demais esferas são impactadas, se não configuradas, pelo comportamento econômico, subordinado aos critérios de eficiência impostos pelas determinações do mercado.

Assim, a globalização provoca uma mudança no contexto internacional dadas às pressões por escalas crescentes de produção, dando lugar a uma progressiva concentração e redução dos atores dinâmicos em cada setor, permanecendo poucos grandes grupos em nível global. Tratando-se de grandes corporações que tomam decisões visando maximizar condições de competição e alcançar a maior taxa de retorno sobre os investimentos – as multinacionais.

As multinacionais, ou empresas multinacionais, também chamadas de companhias multinacionais ou mesmo transnacionais, de acordo com Chesnais (1996), são estruturas oligopolistas que escolhem uma disposição geográfica estratégica no plano mundial, na busca da valorização do capital, sendo predominante à estrutura tecno-financeira⁴. Definição que se amplia na formulação de F. Morin (1974), onde a *holding*, é a matriz entendida como centro de decisão financeira e as filiais como empresas que exploram alguma atividade. Um prenúncio, segundo Chesnais (1996), da importância que hoje tem as estratégias predominantemente financeiras das multinacionais contemporâneas, a estratégia tecno-financeira focada na dimensão de valorização do rendimento do capital.

No plano Mundial, as multinacionais desenham estruturas oligopolistas diversas, mega-empresas tecno-financeiras, empresas coligadas, acordos de terceirização e cooperação inter-empresas, enfim, **empresas-rede** que tornam suas fronteiras permeáveis e indistintas, que buscam fragmentar a sua produção em várias partes do mundo e seu capital em várias empresas, alocam-se internacionalmente de forma a minimizar custos e maximizar a valorização do capital. E, além disso, é claro, temos as novas formas de investimento como *joint-ventures*, *franchising*, *leasing etc*, formações definidas pela lógica do investimento e não da exportação, as quais dão espaço na economia global às pequenas e médias empresas que sobreviverão subordinadas às decisões estratégicas das empresas transnacionais e integradas as suas cadeias produtivas.

1.2. ETAPAS DO PENSAMENTO ORTODOXO

⁴ Uma empresa (ou um grupo), em geral de grande porte, que, a partir de uma base nacional, implantou no exterior várias filiais em vários países, seguindo uma estratégia e uma organização concebida em escala mundial. Ficando hoje compreendidas como filiais as de estrutura montadoras.

Esta reformulação do sistema financeiro e a liberalização financeira que teve início nos Estados Unidos a partir da década de 60, e acirrou-se, conforme Carcanholo (2001), na década de 70, com a redução da liquidez na década de 80, com o a crise do endividamento externo dos países emergentes, a volatilidade das taxas de juros americanas nas décadas de 70 e meados de 80, as crises do petróleo, 1973 e 1979, a crise de endividamento que levou à queda da lucratividade no setor bancário, especialmente na década de 80 e, a criação de novos produtos financeiros, principalmente na década de 80, provocada pela acirrada concorrência interbancária, é parte de uma tendência mais abrangente da redução da intervenção direta do estado na economia como ilustra Demirgüç-Kunt e Detragiache (1998).

Conforme Aldrighi (1997: 18), esse distanciamento do governo do controle do processo das relações financeiras, seus meios e termos de atuação, facilitou a globalização do mercado financeiro gerando um verdadeiro sistema financeiro mundial, uma integração financeira global⁵. Galindo, Micco & Ordonez (2002) mostram que a liberalização financeira promove um maior acesso ao mercado de capitais doméstico e internacional, além de aumentar a eficiência alocativa do capital, argumentos ortodoxos que foram se delineando como *mainstream* na teoria macroeconômica desde o *Reaganomics* nos Estados Unidos e Margareth Thatcher na Inglaterra. Além disso, as inovações tecnológicas no setor de telecom e informática ajudaram a alavancar o funcionamento do sistema financeiro, agilizando o processamento de dados, aumentando as possibilidades de execução de operações e a transferência de fluxos, tornando possível que a disponibilidade de recursos gerasse a diversificação do risco dos países, conforme Kaminsky e Schmukler (2003), mas provocasse, também, o embotoamento da efetividade dos controles governamentais, de acordo com Aldrighi (1997: 18).

No bojo dessa tendência de liberalização, surgem os livros de Mckinnon (1973) e Shaw (1973), textos polêmicos e seminais que defendem liberalização financeira como forma de fazer frente a *repressão financeira*, tanto enquanto repressão financeira interna entendida como a crítica do excesso de intervenção governamental provocadora de distorções no sistema financeiro, sendo responsável pelos entraves ao crescimento dos países em desenvolvimento e pelo empedimento do funcionamento eficiente do mercado financeiro doméstico; quanto como repressão financeira externa "...definida (...) por

⁵ Bekaert & Harvey (2003) questionam a possibilidade de uma total integração dos mercados emergentesao mercado de capitais global, tanto quanto a própria existência de tal integração entre os mercados desenvolvidos.

mecanismos diretos e indiretos que reduzissem a conversibilidade da moeda nacional em moedas estrangeiras, seja pelo lado das transações correntes, seja pelo movimento de capitais” (Carcanholo, 2004: 29). Para ambos os casos, advoram estes autores como solução a liberalização dos mercados financeiros. O problema conforme aponta Aldrighi (1997) reside (especialmente na repressão financeira externa) no fato de que o controle exagerado sobre os mercados financeiros, a repressão financeira, reduz a oferta de fundos, provocando um racionamento do crédito resultado das baixas taxas de juros dos depósitos, que inviabiliza projetos de alta produtividade, resultando no alocamento ineficiente dos excedentes financeiros. Fato que seria revertido com a liberalização e aberturas financeiras, as taxas de juros dos países com insuficiência de fundos iria subir atraindo o capital externo permitindo a canalização da poupança externa para os países carentes de recursos financeiros. Soma-se a isso o benefício defendido por estes autores do “...aumento da eficiência do sistema financeiro internacional, dada pela concorrência entre agentes residentes e não-residentes” (Carcanholo, 2004: 30). Além disso, estes livros se notabilizaram por sua influência sobre órgãos mundiais como o Banco Mundial e o Fundo Monetário Internacional, dando o tom de suas prescrições de política econômica aos países em desenvolvimento.

1.2.1 O PARADIGMA DA REPRESSÃO FINANCEIRA E AS JUSTIFICATIVAS PARA A ABERTURA EXTERNA

As idéias de Mckinnon e Shaw desenvolvidas em 1973, passaram a ser designadas como paradigma da repressão financeira, sendo adotado como base para “...as recomendações das políticas dos organismos financeiros multilaterais sobre questões financeiras” (Aldrighi, 1997: 47).

E conforme Díaz-Alejandro (1985: 7) a repressão financeira conduz a:

“...segmentação do mercado financeiro doméstico onde alguns obtêm crédito a níveis bastante negativos de taxas de juros reais, enquanto captadores não favorecidos tinham de obter fundos em mercados de créditos informais instáveis e onerosos. O controle público sobre o sistema bancário tipicamente gera taxas de juros negativas para os depositantes. A repressão financeira tornou-se um obstáculo à poupança doméstica e sua alocação eficiente, e à intermediação financeira amoleceu”.

Este paradigma enfeixa, conforme Aldrighi (1997: 47), as seguintes proposições: 1) a ausência de instrumentos financeiros adequados para a poupança gera baixo nível das taxas de poupança, devido ao rendimento real negativo associado a instabilidade dos depósitos, fomentando o autofinanciamento e a inversão do capital em ativos improdutivos como forma de buscar proteção contra a deterioração exercida pelo processo inflacionário; 2) racionamento do crédito provocado por limites impostos à elevação das taxas de juros, gerando alocação ineficiente dos recursos líquidos captados pelos intermediários financeiros; 3) inibição dos investimentos. Enfim, um conjunto de efeitos negativos e prejudiciais que só podem ser combatidos com o remédio da liberalização financeira associada à elevação das taxas reais de juros e seguida pela abertura financeira. Antídoto este, embasado na defesa neoclássica de que a poupança se traduz automaticamente em investimento, pois se fundamenta na racionalidade de que altas taxas de juros reais, leve a maiores níveis de poupança doméstica com consequente incremento do volume do investimento.

Em 1973, o livro de Mckinnon *Money and capital in economic development* é publicado, apresentando críticas às formulações tanto dos economistas *mainstream* quanto dos estruturalistas, além de considerar inadequadas as teorias neoclássicas, keynesianas e monetaristas para explicar ou guiar as economias menos desenvolvidas, dado o baixo desenvolvimento do sistema financeiro destes países, onde não se igualam as taxas de juros dos ativos ao risco. Em contrapartida, Mckinnon também censura a teoria estruturalista pela inevitabilidade com que é tratada a inflação dentro do processo de crescimento dos países em desenvolvimento e pela necessidade que descreve de taxas de juros subsidiadas para o financiamento de projetos sociais *target* para o governo.

Aldrighi (1997: 33) expõe que na opinião de Mckinnon somente um modelo monetário alternativo se aplica aos países em desenvolvimento, o qual expresse uma relação de complementariedade entre saldos monetários reais e o capital físico. Pois se de início a intervenção do governo parece se justificar através do controle discricionário dos preços como forma de alavancar a industrialização e trazer para o mercado parcelas consideráveis de excluídos socio-econômicos, esta acaba por gerar ainda maiores distorções, cristalizadas no uso ineficiente dos recursos e letargia do segmento empresarial. Distorções estas que Mckinnon acredita que só podem ser superadas com a liberalização do mercado, que levaria a elevação e nivelção das taxas de juros,

equalizando as taxas de retorno, fortalecendo o mercado de capitais, gerando maiores níveis de poupança e investimento, assim como propiciando meios de melhor alocação e uso dos recursos, ao impelir todo o mercado a um nível maior de eficiência.

Contrastando com as propostas liberalizantes de Mckinnon, a prática das políticas econômicas dos governos dos países em desenvolvimento buscando acelerar a formação de capital por meio de taxas de juros controladas e crédito seletivo, culminam por reduzir a disponibilidade do crédito, que beneficia somente os mais ricos no acesso aos recursos financeiros para inovar, o que poderia ser largamente evitado com o financiamento externo.

Essa redução da disponibilidade de fundos emprestáveis decorre também, do lado do prestador, da incerteza que este enfrenta quando da tomada de decisão, gerada por imperfeições das informações e de seus efeitos sobre o crédito nos países em desenvolvimento, o que justifica o melhor acesso dos ricos ao crédito, dado o colateral que podem oferecer, além do perfil de curto prazo destes financiamentos, configurando uma concentração da capacitação financeira para a inovação. Restrições financeiras que o governo tenta solucionar com medidas intervencionistas de concessão de subsídios, apenas para piorar a distribuição dos recursos, que não alcançam a melhora da eficiência do investimento, podem gerar, por exemplo, um sobre-investimento das empresas beneficiadas que desfocadas do mercado, aplicam seus recursos obtidos em investimentos de retorno duvidoso, bem abaixo das possibilidades de outros projetos marginalizados.

Como caminho alternativo Aldrighi (1997: 30) aponta que, a percepção de Mckinnon de que a moeda nos países subdesenvolvidos é o principal ativo financeiro, o leva a defender que as autoridades monetárias possuem relevante papel na formação de capital, através da administração direta da taxa nominal de juros e do controle da oferta nominal de moeda, fator este que influencia a inflação corrente tanto quanto a esperada. Para tanto, defende a adoção de elevadas e estáveis taxas de juros reais favorecendo a acumulação de capital, que ocorre com a elevação da atratividade da moeda que provoca alta do custo de oportunidade, permitindo somente aos melhores projetos, com melhor taxa de retorno, o acesso aos recursos disponíveis.

Para Mckinnon⁶, diferentemente do seu argumento, a política adotada nos países em desenvolvimento é baseada na correlação entre demanda por moeda e imperfeição

⁶ Conforme Aldrighi (1997: 36).

dos mercados de capital, evidenciada na discrepância entre os ativos financeiros e os ativos de capital, que tornam a moeda elo de ligação entre o fluxo de renda e o investimento, num processo de auto-financiamento das empresas, a qual precisa da acumulação de capital líquido prévio. Acumulação esta que seria desestimulada em caso de baixas taxas de juros reais, delineando "... a complementariedade entre moeda e capital nos portfólios de ativos privados (o que) constitui a tese central do livro de Mckinnon" (Aldrighi, 1997: 37).

Segundo Aldrighi (1997: 38), como os bancos nos países em desenvolvimento atendem prioritariamente determinados segmentos restritos do corpo dos demandadores de recursos, numa demonstração da inexistência de uma intermediação financeira eficiente entre poupadores e investidores, Mackinnon é levado a reconhecer como solução o dinheiro externo, através de empréstimos ao governo, que se não existirem, relegam o financiamento dos projetos ao mercado informal. Isso ocorre, uma vez que os bancos, via baixas taxas de juros, captam um volume pequeno de recursos que não repassam para as empresas de pequeno porte, frente ao alto custo de várias operações e o alto risco de default destas empresas; constituindo-se assim, numa restrição financeira ao desenvolvimento econômico.

Repressão financeira esta que para ser desmontada exigirá, conforme Mckinnon, um ambiente financeiro competitivo que levasse os bancos a conceder mais crédito a prazos maiores, na mesma medida em que a escassez de recursos gerada pelas altas taxas de juros, levaria a melhor seleção de projetos e ainda propiciaria a expansão da poupança e do investimento, o que só seria possível com baixos níveis de inflação provocados por elevadas taxas de juros reais. Recomenda assim, "...política monetária que controle a oferta nominal de moeda e eleve as taxas de juros nominais de depósitos e de empréstimo" (Aldrighi, 1997: 40).

Neste mesmo sentido, Obstfeld et al (2002), defende que um mercado de capitais internacionais aloca para usos mais produtivos a poupança mundial, independentemente do local. Stulz (1999) e Mishkin (2001) advogam que a liberalização financeira imprime transparência e responsabilidade, reduzindo a seleção adversa e o *moral hazard*. Argumentam, também, que o mercado de capitais internacionais mantém sob controle os formuladores de política econômica locais, impedindo que estes explorem os mercados de capitais domésticos, de forma irracional e danosa. Ainda, de acordo com Forbes (2004), espera-se que a liberalização produza benefícios abrangentes, como aumento da

entrada de capitais, financiando investimentos⁷, além de diversificar riscos, reduzindo a volatilidade no consumo e na renda. Atingindo como era esperado, uma maior disciplina do mercado aumentando, a eficiência alocativa e elevando a produtividade. De modo que, muitos países seguiram estas políticas dos formuladores de Washington em suporte a rápida liberalização para mercados emergentes e em desenvolvimento, culminando na remoção de seus controles.

Em resumo, Mckinnon impõe como remédio para a repressão financeira a criação de um ambiente econômico mais competitivo que levasse os bancos a emprestar a prazos mais largos sustentado em condições de altas taxas de juros para cobrirem os riscos e os custos administrativos específicos. Taxas estas que por sua vez elevariam o volume de poupança e conseqüentemente o do investimento, desde que a inflação se mantenha baixa e estável, conforme pondera Mckinnon, de acordo com Aldrighi (1997: 39). Estabilidade esta que segundo estes autores, não implicaria em recessão para ser atingida e mantida, se permitido o livre exercício do sistema bancário de suas funções de intermediação Recomendando "...uma política monetária que controle a oferta nominal de moeda e eleve as taxas de juros nominais de depósitos e de empréstimos" (Aldrighi, 1997: 40).

1.2.2 A SEQUÊNCIA ÓTIMA DE ABERTURA EXTERNA

As experiências de liberalização financeira baseada no paradigma da repressão financeira na Argentina, Chile e Uruguay⁸ apresentaram resultados desastrosos por volta do final da década de 70, impondo a necessidade de reformulação deste *approach*. Nos países latino-americanos, nos expõe Aldrighi (1997: 93), a estabilização buscada via desregulamentação das taxas de juros e privatização dos bancos associada a uma ampla abertura financeira, geraram abusivas taxas de juros e uma elevação ímpar do endividamento externo, culminando na volta da intervenção governamental para evitar um colapso financeiro maior. "Todavia, o ritmo e a ordem das seqüências adotadas das reformas diferiam significativamente nestes três países" (Mathieson e Rojas-Suárez,

⁷ E aumentando o crescimento.

⁸ Estes países removeram um número de restrições em atividades no mercado financeiro e de *commodities*, assim como nas transações da conta corrente e conta capital, conforme aponta Mathieson e Rojas-Suárez (1993,: 23).

1993, p.23), o que sugeria a sequência e o *timing* como elementos importantes na liberalização financeira.

Estes fatos levaram Mckinnon a revisar a teoria da repressão financeira, que na tentativa de minimizar os riscos potenciais da liberalização financeira, passa a focar a “ordem na qual o sistema monetário é estabilizado em comparação com o passo da desregulamentação dos bancos e outras instituições financeiras” (Mckinnon, 1988: 9-10). Todavia, Mckinnon permanece fiel às suas prescrições dos benefícios da liberalização financeira e da necessidade das altas taxas de juros reais para melhor alocar o escasso capital dos países em desenvolvimento, propiciando o crescimento econômico destes países.

Defende pois, a necessidade de um processo de liberalização financeira efetuado em uma determinada sequência em sua implementação, baseando-se para isso nos casos de sucesso das experiências financeiras do Japão (entre 1955 e 1972), Formosa (nos anos 60 e 70) e na Coréia (nos anos 80) que “...conduziram a desregulamentação bancária – lenta e cautelosa (...) e descontraída e ampla nos países latino-americanos” (Aldrichi, 1997: 94).

Mckinnon passa então a argumentar em defesa de um ajustamento com velocidades diversas para os mercados de bens, fatores e mercado financeiro, de modo que a estabilização e as reformas dos programas procedem primeiramente removendo as distorções no mercado de bens reduzindo a inflação e a dependência do financiamento inflacionário, para somente então, promover a liberalização financeira externa. Esta também, deve ocorrer em etapas, iniciando com a redução de distorções no comércio de bens, para só no final proceder a abertura da conta capital, dada a natureza desestabilizadora dos fluxos de capitais, tanto *inflows* quanto *outflows*, que tem historicamente acompanhado a abertura da conta capital no processo de liberalização, sobre a taxa real de câmbio, uma vez que o mercado de bens não se ajusta de forma tão rápida quanto o mercado financeiro, além do tamanho relativamente pequeno dos mercados nos países em desenvolvimento incapazes de absorver essas flutuações dos fluxos, o que acabaria por comprometer o programa de reformas, de acordo com Mathieson e Rojas-Suárez (1993: 7-9).

Esta sequência ótima proposta por Mckinnon é composta pela seguinte sequência: a primeira etapa, com a reforma fiscal e a redução da rigidez nas taxas de juros, proporcionando uma rolagem da dívida sem custos crescentes; a segunda etapa

consistiria na desregulamentação doméstica – liberalização financeira interna – com eliminação de créditos preferenciais, eliminação de restrições e obrigações bancárias associadas a privatização dos bancos estatais, numa busca de corrigir o problema da escassez de poupança interna, considerado nevrálgico para os países em desenvolvimento; a terceira etapa implicaria uma unificação do mercado cambial; a quarta etapa contemplaria a abertura comercial e somente então a última etapa com a liberalização financeira externa, que implica em termos práticos em uma “...maior facilidade com que os residentes de um país podem adquirir ativos e passivos expressos em moeda estrangeira e os não-residentes podem operar nos mercados financeiros nacionais” (Carcanholo, 2004: 33).

1.2.3 O APARENTE REVISIONISMO DO PÓS-CONSENSO DE WASHINGTON

A América Latina desde que se generalizaram as reformas voltadas para o mercado, ao final dos anos 80 e até 1998, não presenciou grandes saltos do crescimento per capita, a despeito do regresso dos fluxos de capitais na década de 90. Além disso, o crescimento observado ocorre em patamares muito inferiores aos anos de ouro da região, entre 1950 e 1980, conforme Williamson (2004).

Pode-se argumentar que a falta de uma melhoria radical no desempenho da região como advogado pelos defensores das reformas neoliberais não se apresentou no resultado, levando ao questionamento desta estratégia. Trata-se de uma crítica que busca compreender aonde os reformadores se equivocaram, não tendo porém pretensões de supressão dos argumentos ou das reformas, mas de uma reavaliação das mesmas, que se configurou no revisionismo do Pós-Consenso de Washington.

Inicialmente, de acordo com Williamson (2004) os críticos levantaram a hipótese do equívoco das reformas e buscaram comparar os desempenhos econômicos dos países que haviam adotado o “neoliberalismo”, Chile, em contrapartida com os que haviam resistido as reformas, como Cuba e Venezuela, não avançando muito além de considerações de que o Chile teve um desempenho melhor, dado o bom preço do cobre na década de 90 em comparação com o açúcar de Cuba ou o petróleo da Venezuela.

Outra hipótese levantada por críticos ortodoxos, os reformadores das reformas em trabalho posterior de 2002⁹, discutia a possibilidade de que “...as reformas não foram levadas adiante o bastante” (Williamson, 2004: 269). O trabalho econométrico do primeiro grupo concluiu que as reformas haviam acelerado o crescimento em cerca de 2% - com base em dados de todos os países em desenvolvimento – mas que para que um melhor desempenho só ocorreria se as reformas fossem mais vigorosas ao longo da mesma linha, conforme Williamson (2004). Em resumo, estes críticos confirmavam com seu trabalho o efeito positivo do receituário “neoliberal”, apontando entretanto, o pífio resultado dos memos.

Uma terceira hipótese, de acordo com Williamson (2004: 269), afirma que “...é preciso tempo para que os benefícios de reformas voltadas para o mercado apareçam”. Hipótese que segundo Williamson (2004) levou bem mais de uma década para lograr resultados esperados de uma transformação de sucesso no Chile, que só ocorrem na década de 90 – e não sem uma série de reformulações¹⁰ - em contrapartida com a rapidez dos desempenhos positivos no Índia depois da adoção de reformas em 1991, e da China, após o início de reformas de mercado iniciadas em 1978.

Williamson (2004) aponta ainda, uma quarta hipótese que estaria relacionada às crises financeiras sofridas pela região numa “... série de choques exógenos que repetidamente interromperam o progresso que estava começando a ser alcançado” (2004: 270). A crise do México – chamada de crise da tequila – em 1994/1995, a crise da Ásia em 1997 e a da Rússia em 1998, além das crises brasileiras de 1999 e da Argentina em 2002, sendo que a grande maioria destas pode-se questionar que foram endógenas, sendo exógenas mesmo somente as da Rússia e da Ásia, demonstrando a vulnerabilidade da região as crises.

“Em suma, a segunda e a quarta hipótese ajudam a explicar por que o desempenho do crescimento da América Latina foi tão decepcionante. Embora as reformas dos anos 1990 estivessem na direção certa, poderiam ter sido proveitosamente levadas bem mais adiante. E as crises, às vezes exógenas, mas quase sempre devidas as escolhas políticas miopes na região, desempenharam um papel esmagadoramente importante na interrupção do progresso. As crises

⁹ Também citado por Williamson (op.cit, ibid).

¹⁰ Numa associação de políticas macro, inicialmente equivocadas como uma taxa de câmbio fixa para segurar a inflação, acarretando a perda de competitividade, substituída por políticas mais pragmáticas com taxa de câmbio real competitiva, além da reformulação da abertura de capital sem supervisão da década de 70 por controles à entrada de capital; e microeconômicas, de acordo com Williamson (2004).

foram ocasionalmente provocadas por políticas macroeconômicas ruins (...)
(op.cit., ibid: 270).

1.2.3.1 A NOVA AGENDA CONFORME WILLIAMSON

Detectado o decepcionante desempenho da América Latina, a despeito dos resultados positivos levantados das reformas, uma nova agenda revisando o recituário neoliberal, busca acertar os equívocos da implementação, mais do que qualquer alteração da estratégia.

Primeiramente, reforça-se o papel do Estado, na busca de modernizá-lo, criando um serviço público e Judiciário mais eficiente e livre de corrupção, distante do Estado como agente econômico, mas um Estado forte capaz de apoiar os mercados na direção das mudanças necessárias para o desenvolvimento, numa clara redefinição do Estado minimalista, como nos apresenta Williamson (2004). De modo que, a próxima geração de reformas políticas possa atacar as causas estruturais da pobreza reformulando a desigualdade da distribuição de renda da região. Segundo Dirdsall e Székely (Williamson, 2004) as soluções passam por medidas de capacitação dos pobres para se integrarem a uma economia de mercado e, não saídas tradicionais de re-distribuição de renda via sistema tributário, a não ser que estas reformas fiscais impliquem um redirecionamento dos gastos públicos na direção dos pobres, como saúde e educação.

Além disso podemos listar uma série de outros desafios para o futuro da América Latina como nos apresenta Williamson (2004):

- Uma vez superado o grave problema dos déficits fiscais o novo desafio implica a boa utilização das finanças públicas para estabilizar a macroeconomia durante o ciclo de negócios, promovendo políticas anticíclicas;
- A descentralização fiscal já adotada precisa ser reconciliada com a manutenção da disciplina nacional global, que implica rígidas restrições orçamentárias, pois a despeito da redução do resultado negativo do déficit público sobre a poupança nacional, ainda não foram alcançados desempenhos positivos capazes de contribuir para essa poupança. Revelando a necessidade de mobilização da poupança privada para o investimento produtivo, por meio de um sistema financeiro mais eficaz, diminuindo a dependência da região da entrada de capital;

- Ainda falta financiamento, não solucionado pelas melhoras dos mercados de títulos, uma vez que estas não foram suficientes para que estes deixassem de ser fracos. Sendo o fato mais promissor da década de 90 o surgimento dos fundos de pensão, mas que dependem de reformas que levem os bancos e os mercados de títulos de assumirem o vazio no sistema financeiro, o qual eleva-se na medida em que as privatizações se esgotam;
- Um taxa de câmbio flutuante qualificada por regras claras e transparentes, sem intervenção, ancoradas nominalmenet na fixação de metas de inflação;
- Para ampliar os avanços a educação aparece como instrumento prioritário, sendo necessário que o governo canalize os recursos para o nível primário e secundário, reformulando o sistema universitário ao repassar para os estudantes parte do ônus, de modo que ocorra uma recuperações de custos, na medida em que os estudantes passem a assumir uma parte considerável de sua educação universitária;
- Um campo ainda muito carente de reformas liberalizantes na nova agenda é o mercado de trabalho, que dado o alto grau de proteção da legislação, os benefícios da parte formalmente ocupada da população se dá às custas dos informalmente estabelecidos, ao impor a estes uma barreira a melhores aspirações;

1.2.3.2 O PARADIGMA DA ECONOMIA DA INFORMAÇÃO

A partir dos anos 70, concomitantemente ao desenvolvimento do *approach* da repressão financeira, ganha evidência uma outra linha analítica, a dos economistas do *paradigma da economia da informação*, que contestam o modelo de Arrow-Debreu, que defende a alocação ótima de recursos desde que o mercado esteja em equilíbrio competitivo. Esta linha do paradigma da economia de informação “... explora os efeitos das imperfeições de informações sobre o funcionamento dos mercados, especialmente dos mercados financeiros” (Aldrighi, 1997: 67). Eles enfatizam a possibilidade de equilíbrios não-walrasianos em que as taxas de juros perdem a capacidade alocativa por não mais refletirem a produtividade marginal do capital, de modo que a concorrência deixa de ser eficiente na distribuição dos recursos disponíveis, inclusive o capital.

De forma que, “a assimetria de informações entre emprestadores e mutuários pode gerar uma influência negativa da elevação das taxas de juros sobre a composição

do *pool* de solicitantes de crédito (conhecida como o problema da *seleção adversa*) e sobre o comportamento destes em relação a riscos (o chamado problema do *moral hazard*)” (Aldrighi, 1997: 68).

A seleção adversa decorre da falta de informações que impedem os emprestadores de avaliarem com precisão a qualidade do crédito das firmas que buscam recursos. Desta forma, os títulos ao serem avaliados pela média desestimulam empresas sólidas de lançarem estes instrumentos pela subavaliação de seus títulos. Por conseguinte, apenas as instituições de qualidade inferior verão vantagem em lançar papéis ao obter por estes valores acima do valor real de mercado. Sendo assim, conforme Eichengreen e Mussa (1998), a liberalização de capital não promove a eficiência alocativa, mas resulta em atender a demandantes com maior probabilidade de *default*.

Enquanto que o *moral hazard*, de acordo com Eichengreen e Mussa (1998), também pode acontecer sob situações de assimetria de informações, na medida em que os tomadores de empréstimo podem alterar seu comportamento, após a liberação de recursos. E, na medida em que, tendem a buscar investimentos altamente arriscados, podem acirrar, ainda mais, o risco após a transação de empréstimo facilitada pela presença de informações assimétricas, jogando o ônus dos investimentos altamente arriscados para os emprestadores, que como resultado, tenderiam a relutar em emprestar.

Num sistema instável caracterizado por informações incompletas, Eichengreen e Mussa (1998) argumentam que os emprestadores buscam escolher e seguir quem pretensamente possui informações aparentemente não acessíveis aos demais. Esta atitude pode elevar os preços e, ao reforçar determinadas tendências, ampliar seus efeitos gerando crises.

Outras especificidades de economias com imperfeições de informações, conforme Aldrighi (1997: 69), consistem em um novo papel para a taxa de juros como forma de minimizar os danos provocados pela seleção adversa e pelos incentivos adversos, como também o impacto do grau de endividamento dos demandantes de empréstimo sobre os riscos de *default* e os custos do crédito. Quanto maior o nível de *leverage* da empresa devedora tanto maior o risco de *default* e as implicações do *moral hazard* que um maior endividamento incita, acabando por provocar um racionamento do crédito, que preteriria algumas firmas.

Estas firmas sem acesso ao crédito bancário poderiam recorrer ao levantamento de recursos no mercado de ações, porém correm o risco de serem percebidas como um

investimento duvidoso pelos potenciais clientes, dado o fato de não ter conseguido crédito dos bancos ou o alto custo deste, numa sinalização de uma qualidade inferior destas empresas.

Estas análises sobre as deficiências de informações resultantes de ineficiências dos mercados financeiros foram também objeto de explorações por Greenwald e Stiglitz em várias de seus trabalhos da década de 80, conforme Aldrighi (1997: 73), que enfatizaram o impacto negativo das flutuações do volume de capital e seu custo efetivo sobre as variações do investimento e do PIB, decorrente de imperfeições de informações nos mercados de empréstimos ou acionários.

Stiglitz retoma estas questões desenvolvendo modelos que se apoiam em suposições como as seguintes: 1) que para os emprestadores o risco de default é fundamental; 2) tanto as firmas como os bancos são avessos ao risco, numa relação inversa entre patrimônio líquido e disposição de emprestar avessa a risco; 3) os efeitos de um *default* são exacerbados devido a assimetria de informações entre credor e devedor, nublando a capacidade de previsão do comportamento das firmas; 4) não são as taxas de juros o fator primordial para a determinação do volume de investimento, mas a disponibilidade de crédito que é afetada pela assimetria de informações; 5) as firmas com acesso ao crédito podem sofrer com a elevação do custo do *leverage* dado uma piora do seu grau de endividamento que eleva seu risco de default; 6) as firmas também podem ter restrições de acesso ao mercado acionário em decorrência da falta de informações geradas pelas imperfeições; 7) a disponibilidade de crédito se revela num canal importante de impacto das políticas monetárias, que podem assim, ter efeitos adversos sobre o volume de investimento e sobre o crescimento; entre outras.

Baseado nestas premissas estabelecidas, Stiglitz argumenta, conforme expõe Aldrighi (1997: 75), que as diferenças no grau de desenvolvimento dos países é fator fundamental para a compreensão da abrangência e profundidade das deficiências nos mercados financeiros, originadas das imperfeições das informações, que provocam maiores custos, entre outras distorções. Estas imperfeições são maiores em países em desenvolvimento em decorrência de um maior grau de incerteza e maiores riscos devido à susceptibilidade maior às mudanças, bem como a debilidade das instituições responsáveis por partilhar estes riscos e para enfrentar as deficiências do mercado, constituindo-se numa verdadeira falha de mercado.

Esta elevada acentuação das imperfeições de mercado nos países em desenvolvimento só aumenta o *gap* em relação às economias desenvolvidas, agravado pelo fato da aversão ao risco e a dificuldade ou impossibilidade de acesso aos mercados de capitais, impedirem o leverage necessário para o acesso aos benefícios dos desenvolvimentos de P&D e do *learning by doing*, resultando num menor incremento da produtividade, agravado pela exposição frequente a choques e recessões, ao reduzir ainda mais a disposição das empresas de investir.

São justamente, as ênfases nos aspectos microeconômicos da alocação de capital dadas as distorções e deficiências do mercado que singularizam as análises de Stiglitz. E no confronto com o paradigma da repressão financeira, argumenta que dados os níveis de distorções dos mercados financeiros imperfeitos dos países subdesenvolvidos, taxas de juros elevadas, associadas a concorrência excessiva entre instituições financeiras, ao gerarem altos níveis de falência, comprometem de forma negativa o volume de poupança financeira, delineiam uma *rationale* favorável a intervenções governamentais, sendo Stiglitz pois, favorável a regulamentações prudenciais e supervisão da parte das autoridades monetárias. Todavia, Stiglitz não acredita que o governo esteja melhor preparado para enfrentar os problemas de informação imperfeita do que o próprio mercado, dadas as ingerências que comete nas questões financeiras. Por isso, visualiza mercado e governo como co-autores e não substitutos, contudo defendendo a subordinação do governo em termos de configuração do sistema financeiro, conforme Aldrich (1997: 84).

1.3 ABORDAGENS ALTERNATIVAS

1.3.1 TAYLOR E OS *CURB MARKETS*

Os primeiros questionamentos do paradigma da repressão financeira vieram dos neo-estruturalistas, que tem como seu expoente mais representativo Lance Taylor (1988), que será analisado mais detalhadamente no decorrer desta exposição. O traço distintivo deste *approach* consiste na inclusão dos mercados financeiros informais, os *curb markets*. Nesse modelo, são apresentadas três alternativas de investimento para os poupadores: depósitos bancários, mercado informal ou compra de ativos como forma de proteção contra a inflação – os *hedges*. Com o remédio apresentado por Mckinnon da

elevação da taxa de juros reais, os neo-estruturalistas argumentam que deslocaria o capital dos *curb markets* para os bancos, que sujeitos as restrições das reservas compulsórias levaria a uma redução do volume de crédito disponível para o mercado, reduzindo o investimento, de acordo com Aldrighi (1997: 52).

Mas principalmente, deve-se destacar nos modelos de Taylor a incorporação dos aspectos relacionados às estruturas específicas das economias em desenvolvimento, numa clara inspiração Kaleckiana e Keynesiana, buscando reter a diversidade e a complexidade das economias do Terceiro Mundo em suas análises, numa clara crítica das políticas e receitas ortodoxas de estabilização, cuja ampla generalização negligencia as características únicas dessas economias. Além disso, Taylor cogita a necessidade da intervenção do governo como medida necessária, num claro enfrentamento da ortodoxia convencional.

Este autor concebe um modelo de equilíbrio geral, conforme Aldrighi (1997: 54), que é baseado nas seguintes suposições: 1) o capital é alocado para três fins: a) depósitos bancários, empréstimos para as empresas e ouro – como forma de *hedge*; 2) os juros aplicados ao capital de juro compõem boa parte do custo variável; 3) a plena utilização da capacidade produtiva. Sob esta formação, uma economia que sofresse elevação das taxas de juros dos empréstimos devido a uma redução da quantidade de moeda, sofreria um incremento dos custos variáveis inviabilizando investimentos e provocando elevação da inflação. Questionando de forma direta os benefícios das altas taxas de depósitos, ponto crucial da proposta de liberalização financeira defendida pelo *approach* da repressão financeira, “...Taylor demonstra que sua implementação pode ocasionar uma estagflação. Para ele, é mais provável que um aumento da poupança *ex ante* conduza “a contração econômica do que ao impulso no investimento” (Aldrighi, 1997: 54). Isto considerando os *curb markets*, quando uma liberalização financeira promoveria a transferência de recursos do mercado informal para o formal, reduzindo em vez de ampliar o volume de crédito, dadas as regras de fixação – fração da reserva compulsória - de teto no volume de crédito no sistema bancário formal¹¹, afetando negativamente a demanda de investimento e produto. Portanto, evidencia que qualquer reforma financeira que se pretenda implantar estará “...fortemente condicionada pela estrutura financeira, (e

¹¹ Inversamente, se os recursos do mercado informal não estiverem ativamente aplicados, mas se encontrarem ociosos, a liberalização financeira pode ser vantajosa, tanto reduzindo a inflação quanto elevando o volume de recursos líquidos disponíveis para empréstimos para as empresas pela transferência para os depósitos bancários, conforme Aldrighi (1997: 55).

que) medidas de estímulo direto ao investimento e ao progresso técnico mostrar-se-iam mais adequadas para fomentar o desenvolvimento” (Aldrighi, 1997: 55). Taylor critica assim, a simplicidade e unicidade das receitas das políticas imbutidas na liberalização financeira, que se chocam com a complexidade e especificidades das economias em desenvolvimento.

1.3.2 O *APPROACH* HISTÓRICO-INSTITUCIONAL - UMA *RATIONALE* PARA POLÍTICAS INTERVENCIONISTAS

Além dessas vertentes, Aldrighi (1997: 30), ainda no campo macroeconômico, aponta outras linhas de análise. A linha histórico-institucional que aborda o papel dos bancos e do sistema financeiro no desenvolvimento tem como expoentes Gershenkon, Cameron e Goldsmith. Tratam da importância do momento histórico para configurar as diferenças e a relevância dos bancos, do estado e dos empresários no processo de industrialização, defendendo que as industrializações retardatárias (os *latecomers*) precisam contar com uma interferência maior do estado ou dos bancos, dependendo do seu nível de desenvolvimento econômico.

Ainda na linha investigativa histórico-institucional encontramos economistas como Akyüz, Wade, Kotte, Taylor e Amsden que “... frisam a eficiência da subsunção da política financeira a estratégias desenvolvimentistas...” (Aldrighi, 1997: 31). Possuindo visão crítica das políticas de liberalização financeira, como em Akyüz (1994), estes economistas argumentam que o paradigma da eficiência é errôneo quando aplicado ao fluxo de capitais, os quais devido a sua volatilidade causam recessão nos países desenvolvidos e principalmente nos subdesenvolvidos. Temos também, posições idiossincráticas como a de Zysman que defende que a configuração industrial pode ser definida a partir da especificidade da organização institucional do sistema financeiro.

Enfim, destacamos os economistas Zysman, Akyüz & Kotte, o quais desenvolveram *approaches* críticos e alternativos à teoria da repressão financeira, a inicial e a sequencial, e aos neo-estruturalistas, apontando que a argumentação deve ser fundamentada nas peculiaridades de cada país, nas especificidades de suas instituições e no processo histórico particular, associada a importância que dedicam a estrutura e as políticas financeiras para o desenvolvimento econômico, de acordo com Aldrighi (1997: 100).

1.3.2.1 A HIPÓTESE DE ZYSMAN

A análise de Zysman foca a importância das estruturas financeiras sobre as políticas e estratégias de ajustamento industrial, concebendo que as específicas organizações do sistema financeiro circunscrevem e definem o campo de possibilidades das políticas públicas, moldando as relações entre o estado, bancos e empresas. Sua estratégia argumentativa baseia-se nos seguintes pressupostos: 1) da importância dos mercados de *securities* e empréstimo para a transformação da poupança em investimento; 2) o mecanismo de formação de preço nestes mercados; 3) os objetivos da ação do governo. A partir destes critérios Zysman identifica três tipos ideais de estrutura financeira: 1) sistema baseado no mercado de capitais para alocação competitiva de recursos, onde a emissão de *securities* é a principal forma de *leverage* das empresas via financiamento de longo prazo, desenhando uma configuração do sistema financeiro de autonomia mútua das empresas, bancos e governo, com baixa ou nula interferência das autoridades monetárias¹²; 2) sistema baseado no crédito administrado pelo governo, centralizado no crédito bancário e de instituições financeiras, dadas as dificuldades de acesso (mediado pelos bancos) ao mercado de capitais, onde o governo administra os principais preços e fluxos financeiros, influyendo na alocação de recursos; 3) sistema baseado no crédito controlado por instituições financeiras que agem com independência frente a intervenção governamental, gerando um ambiente financeiro onde o governo não possui poder discricionário e necessita negociar com os bancos para viabilizar quaisquer políticas industriais adotadas.

Zysman adota ainda, conforme Aldrichi (1997: 106-7) os seguintes três modelos de mudança estrutural: 1) liderada pelo estado – *state-led* – que é o ator econômico responsável pelo fomento do desenvolvimento, intermediando as relações das empresas com o mercado, na medida em que controla a alocação dos recursos e define os custos e benefícios da transformação industrial, e tendo como maior problema muito mais a debilidade política do que o fracasso econômico (sistema financeiro baseado em crédito com preço administrado); 2) liderado pelas empresas – *company-led* – que agem soberanamente, frente a autonomia de alocação de recursos do sistema financeiro e a

¹² As autoridades monetárias via atuação do banco central concentrar-se-ão no controle de alguns agregados monetários e de algumas taxas de juros, alcançados via operação de mercado e não de medidas administrativas, conforme expõe Aldrichi (1997: 102-3).

ausência de uma estratégia de desenvolvimento governamental (sistema financeiro tendo como eixo mercados de capitais desenvolvidos) ; 3) denominado por Zysman de *estilo negociado do capitalismo moderno*, o governo tem nas instituições financeiras um aliado no seu modelo de ajustamento assentado em barganha política entre empresas, bancos e governo (sistema financeiro dominado por bancos).

Em suma, Zysman "...focaliza os mercados como "criações políticas" (as regras que definem os termos através dos quais as empresas se organizam e competem são estabelecidas politicamente) e a política como imbricada no funcionamento dos mercados e das instituições de mercado (as expressões políticas dos interesses e as formas de conflito que engendram são condicionadas pelas estruturas e instituições econômicas)" (Aldrighi,1997: 108).

1.3.2.2 AKYUZ E KOTTE E A LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA

Com bases em pesquisas desenvolvidas por Akyuz e Kotte sob o patrocínio da UNCTAD, estes autores examinam os pressupostos para uma liberalização financeira de sucesso atentando também para o papel do governo, controles e intervenções no sistema financeiro.

Estes autores não descartam a liberalização financeira, mas acreditam na importância da estabilidade macroeconômica para manter toleráveis os níveis de incerteza, mas, tão pouco vislumbram a liberalização como antídoto à estagnação e à instabilidade. Esta deve ser implantada em condições específicas de desenvolvimento, podendo ser bastante prejudicial se for utilizada, por exemplo:

"ex-abrupto como instrumento de combate à inflação e à recessão e em circunstâncias em que os mercados e as instituições financeiras mostram-se frágeis e as regulamentações prudenciais frouxas ou pouco eficazes, a liberalização resultará provavelmente em insolvência generalizada de empresas produtivas e de bancos, uma vez que os agentes serão incentivados a se engajar em operações especulativas, exageradamente arriscadas ou até mesmo fraudulentas" (Aldrighi,1997: 117).

Akyuz e Kotte criticam a política de taxas de juros elevadas pelos adeptos da teoria da repressão financeira, apontando que esta gera transferência de renda do

devedor para o credor, diminuindo a propensão média a poupar e reduzindo a poupança privada agregada, em contraste com a posição de Mckinnon, além de expor o impacto negativo em relação ao setor público, que apresentaria maior dívida pública afetada pelas altas taxas de juros, pela necessidade de recorrer ao mercado para financiamento de déficits orçamentários, além de exigir muitas vezes que as autoridades monetárias promovam o *bailout* das empresas e bancos com problemas de liquidez ou insolvência. Problemas gerados pela própria alta das taxas de juros que reforça comportamentos especulativos em detrimento de inversões produtivas, reduzindo o nível de poupança sem alcançar melhor alocação dos recursos, principalmente considerando que estas políticas adotadas ignoram o ambiente institucional e macroeconômico do país onde estão sendo implementadas.

O aprofundamento financeiro prescrito pela liberalização financeira não implica necessariamente numa contribuição positiva das finanças para o crescimento ou o desenvolvimento econômico, "...muitas vezes reflete a fragilização do sistema financeiro provocada pela profusão de dívidas de curto prazo sem qualquer contrapartida em novos investimentos produtivos" (Aldrighi, 1997: 119). Os juros altos podem simplesmente gerar uma deterioração da situação financeira do estado e do setor privado, forçados a se endividarem para continuarem produzindo e investindo, pondo em cheque a própria estabilidade do sistema financeiro, não assegurando automaticamente nem um volume maior de poupança ou uma melhor alocação desta.

Em mercados competitivos, a taxa de juros do emprestador está intimamente associada ao risco de *default* do tomador de empréstimo, acrescido do risco moral e da incerteza presente em qualquer decisão de investimento, que em condições instáveis ou sob impactos de choques se reflete positivamente no número de falências induzindo o investidor a buscar formas mais líquidas de manutenção de sua riqueza, reduzindo o volume de recursos e encurtando o prazo dos ativos financeiros, de acordo com Aldrighi (1997: 121). Isto conduz, de acordo com Akyuz, ao financiamento Ponzi, quando os bancos passam a emprestar prioritariamente para atividades especulativas que envolvem risco alto e crescente, cobrando taxas de juros ascendentes para cobrir o risco de *default* e fazer frente às altas taxas dos depósitos.

Critica assim, o livre funcionamento dos mercados financeiros como garantidores da eficiência alocativa tanto pelas especulações acima delineadas, como pelas imperfeições dos mercados, que especialmente em países de industrialização tardia, implica a necessidade de intervenções governamentais, podendo, porém, se tornar um

problema em vez de solução, através das ingerências governamentais geradoras de desequilíbrios financeiros e estagnação. O autor assinala assim, a importância da estabilidade do sistema financeiro para obter a eficiência alocativa, alcançada com intervenção governamental via regulamentações prudenciais¹³ e supervisão do mercado, uma vez que a auto-regulação do próprio sistema bancário em países acostumados ao *bailout* do governo tenderá a ampliar as atitudes imprudentes incentivando o comportamento de *moral hazard*.

Com base nestas reflexões Akyuz e Kotte asseveram que a liberalização financeira implementada em países com sistemas financeiros imaturos ou com economias macroeconomicamente instáveis, aprofunda os custos financeiros e a ineficiência alocativa, podendo gerar crises financeiras.

Portanto:

“... as reformas financeiras liberalizantes podem engendrar especulação desmesurada, operações altamente arriscadas, instabilidade, discriminação do crédito para as pequenas e médias empresas, encarecimento do crédito e desperdício de recursos, comprometendo a credibilidade e podendo resultar em fuga de capital e em crise financeira” (Aldrighi, 1997: 125).

Desse modo, estes autores evidenciam que a abertura financeira pode ser prejudicial, de difícil e onerosa reversão, reduzindo a capacidade de atuação da política monetária ao atrelar a taxa de juros doméstica à internacional, situação agravada pelo endividamento externo, afetada tanto por valorizações cambiais quanto por maiores riscos e incertezas decorrentes de maior instabilidade macroeconômica e deficiências estruturais dos mercados financeiros, que reforçam a elevação das taxas de juros, gerando desvantagens no custo de capital aliados a baixa produtividade, inviabilizando a concorrência a nível internacional, que somente pode ser compensada por desvalorização cambial e compressão dos salários que inflam a inflação, que retroalimenta todo o processo recessivo, levando à fuga de capitais estrangeiros bem como da poupança doméstica para mercados financeiros externos mais estáveis.

¹³ Regulamentações “referentes à concentração do crédito dos bancos em poucas empresas, à posse especulativa pelos bancos de propriedades imobiliárias, *securities* ou outros ativos de risco, e a exigências quanto a índices mínimos de capitalização e a provisões para ativos duvidosos” (Aldrighi, 1997: 124).

1.3.3 O NOVO PENSAMENTO DA CEPAL

Em 1990, a Cepal lança um estudo chamado “Transformações Produtivas com Equidade: a Tarefa Prioritária do Desenvolvimento da América Latina e do Caribe nos Anos Noventa” sob coordenação de Fernando Fajnzylber, tendo como pano de fundo histórico-datado o contexto da apresentação das idéias neoliberais do Consenso de Washington. Este documento aponta os desafios para a América Latina dos anos 90, e posiciona a CEPAL como pró-reformas estabilizadoras como: “...disciplina e reforma fiscais, a competitividade real pela via de mercado, com abertura de mercado e ampliação das exportações, e a circunscrição do Estado ao papel regulador” (Almeida, 2003: 105).

Esta consiste numa perspectiva revisionista da CEPAL como forma de corrigir as imperfeições do mercado, mas numa clara defesa da permanência da América Latina e do Caribe no processo de reforma neoliberal, ao criticar a possibilidade destes países periféricos de retrocederem ou evitarem estas reformas, ao tomarem estas como um dado.

Esta visão revisionista se assemelha à proposta ortodoxa da terceira fase, sobre as etapas da abertura e a necessidade de determinados controles, conforme Carcanholo (2002). De acordo com Ocampo (1999), a liberalização da conta de capital deve ser ordenada e a volatilidade do capital controlada por regulações e supervisão adequada de forma a dirigir a aplicação dos fluxos de capitais ao financiamento do investimento produtivo. De modo que não se trata de impedir ou reduzir a liberalização financeira, ou a vulnerabilidade a choques externos, mas controlar a entrada dos recursos estrangeiros para destiná-los ao investimento produtivo de longo prazo.

Defende-se a criação de um *ciclo virtuoso* de expansão econômica sustentável, iniciado com a entrada deste investimento estrangeiro direto de longo prazo, que financia com capital estrangeiro o *gap* entre a quantidade de capital disponível e a taxa de investimento doméstica. Porém, esta entrada de capital gera déficit da balança de pagamento com as saídas de recursos via pagamento de juros, dado o maior crescimento da dívida externa do que o PIB, de modo que todo o juro é pago via contração de novas dívidas. Mas o volume de recursos estrangeiros aumenta até o ponto de equilíbrio, gerando liquidez suficiente para financiar todo o investimento planejado. Esse volume

de investimento promove o crescimento econômico que forma um excedente comercial capaz de fazer frente ao pagamento dos juros da dívida externa, resultando em queda do volume de transferência de recursos para o exterior com a diminuição da dívida e da fragilidade financeira externa. De modo que gradualmente a dívida externa passa a ser inferior que o PIB, até alcançar o estágio em que para totalmente de crescer, permitindo que o capital doméstico seja capaz de fazer frente a totalidade das obrigações externas.

Em suma, "...a proposta cepalina não é de reversão das reformas, mas de gerenciamento e direcionamento dos efeitos da abertura e da liberalização financeira externa, de forma a canalizar o capital externo para atividades produtivas voltadas preferencialmente para as exportações, ao mesmo tempo em que se procura a equidade social, embora as políticas para tanto sejam muito mais de caráter compensatório, do que de reversão de estratégia de desenvolvimento propriamente dito. A agenda cepalina de reforma das reformas parece significar muito mais um gerenciamento das "imperfeições" das reformas neoliberais do que uma concepção significativamente distinta de desenvolvimento" (Carcanholo, 2004: 38). A CEPAL que no passado se contrapôs ao pensamento convencional, atualmente acompanha este pensamento.

1.3.4 HIPÓTESE DA FRAGILIDADE E VULNERABILIDADE – UMA INTRODUÇÃO

A implementação do receituário neoliberal nos países emergentes gera efeitos nocivos ao crescimento e desenvolvimento econômico dos países emergentes que adotaram estas medidas, como a produção de extrema "...fragilidade externa – dependência exacerbada em relação aos capitais externos em um mundo de forte instabilidade do sistema financeiro internacional – e vulnerabilidade – baixa capacidade de resistência da economia nacional frente a choques externos decorrentes da fragilidade" (Carcanholo, 2004: 4).

A vulnerabilidade externa manifesta-se via sobrevalorização cambial, ao implementar-se políticas neoliberais baseadas em âncoras cambiais, que somadas ao alto grau de abertura comercial e financeira, provoca recorrentes saldos negativos na balança comercial. Gerando assim, a segunda grande manifestação da vulnerabilidade que são os déficits externos crônicos, agravados pela necessidade de financiamento, dos mesmos, via atração de capitais através de altas taxas de juros. Provocando assim entrada de

recursos, ao mesmo tempo, que gera saída dos mesmos, via remessa de lucros, juros e dividendos na conta serviços, resultando em déficit na conta corrente destes países emergentes, agravando a situação dos déficits externos. A elevação das taxas de juros para a captação dos capitais representa o fechamento do ciclo vicioso de endividamento, o endividamento público¹⁴ interno, como resultado do endividamento público e privado externo, que por si também pode ter sido gerado ou retroalimentado pela dívida pública¹⁵. Este endividamento público é fruto entre outros fatores, da captação de recursos externos pelo governo dos países emergentes para financiamento da economia e liquidez para fazer frente ao financiamento da dívida externa. Além disso, a grande entrada de capitais leva o governo a esterilizar o grande volume de moeda para evitar o processo inflacionário, implicando vendas de títulos públicos que retro-alimentam a dívida pública.

Este déficit externo leva os países emergentes a recorrerem aos credores internacionais renegociando suas dívidas ou escalonando-as, especialmente quando estão fragilizados nos momentos de crise financeira e, precisam recorrer a socorros internacionais via novos financiamentos ou renegociação dos existentes, que implica maiores saídas de recursos via juros na conta serviços, elevando déficit na conta corrente dos países emergentes, como podemos observar nos países aqui analisados: Brasil, México, Argentina, Chile e os asiáticos Coréia do Sul e Malásia.

Dentre estas questões, destacamos o caráter mais estrutural de alguns aspectos da vulnerabilidade, cristalizados nos efeitos da abertura comercial: o efeito da elevação de importações - que impacta diretamente nas contas externas - e o efeito indireto do processo de *desubstituição de importações*¹⁶ que impacta na produção interna. Como os

¹⁴ O endividamento público ocorre como resultado de uma política de altas taxas de juros para manter a atratividade interna para o capital estrangeiro, compensando o risco do país. Estas taxas de juros elevadas implicam que o país está pagando mais pelos recursos externos que precisa captar para manter o equilíbrio de seu balanço de pagamento. Essa liquidez pode ser necessária para pagar juros ou amortizações da dívida externa, pagamento da dívida interna, cobertra do déficit do governo ou recursos para inversões no país. Mas de forma geral configura um ciclo vicioso ao elevar a captação de recursos estrangeiros via altas taxas de juros para pagar a dívida externa, o que significa para o governo o lançamento de títulos públicos com remuneração mais elevada provocando a elevação da dívida pública.

¹⁵ Dívida pública como fruto do déficit fiscal do goveno, que pode estar associado ao pagamento de juros, para o exterior ou dos títulos públicos, ou a esterelização da moeda que impõe ônus aos cofres públicos.

¹⁶ Na medida em que os países emergentes embarcam na abertura comercial com moeda valorizada, o grande fluxo de entrada de produtos de melhor qualidade e preços imbatíveis (como resultado da apreciação da moeda doméstica), o consumidor substitui os produtos nacionais pelos importados. Este deslocamento leva a uma quebradeira de empresas domésticas, provocando desaparecimento de determinados setores internamente, ou seja, a indústria ou serviço nacional. E com o tempo, este processo produtivo deixa de existir internamente levando o país a uma depedência externa, consubstanciando a *desusbsstituição de importações*.

produtos externos são mais baratos ocorre uma queda da demanda por produtos domésticos ao mesmo tempo em que se eleva a demanda por produtos importados, levando a exportação do crescimento e do aumento de renda, que implicam em maiores elevações de importações agravando o problema das contas externas.

Esta restrição externa abordada é agravada pela liberalização financeira externa, que ao permitir maior entrada de capitais estrangeiros, implica saídas futuras de recursos via pagamentos de juros e remessa de lucros e dividendos, quando estes capitais externos entram sob a forma menos nociva, de IED – investimento estrangeiro direto – pois quando entram sob a forma de *hot money*, fragilizam ainda mais a economia dado o perfil especulativo e o curtíssimo prazo que caracterizam este fluxo de capitais.

De modo que, “ os problemas das contas externas oriundos de uma longa trajetória de câmbio real sobrevalorizado são, desta maneira, potencializados pela abertura comercial, que leva a saldos negativos na balança comercial, e pela liberalização financeira externa, que tende a agravar o déficit em transações correntes, ao mesmo tempo em que pode promover a entrada maciça de capitais externos, contribuindo para a sobrevalorização cambial. Assim, (...) a fragilidade externa e a vulnerabilidade dessas economias são mais decorrência das estratégias de aumento do grau de abertura externa, inerentes as políticas neoliberais que foram implementadas” (Carcanholo, 2002: 5).

1.3.4.1 DESREGULAMENTAÇÃO FINANCEIRA INTERNA E AUTONOMIA DAS AUTORIDADES MONETÁRIAS

Esta mobilidade de capitais, como podemos constatar pelo estudo apresentado por Zingales e Rajan (2001), não é um fenômeno que surgiu nestas quatro últimas décadas, mas sim no século 20, apresentando mobilidade variada neste período. Estes autores mostram que o ano de 1913 foi um período de relativa livre mobilidade de capitais, o que caracterizava um sistema financeiro muito mais desenvolvido do que em 1980 e só suplantado pelos níveis alcançados recentemente. O nível de integração segundo Zingales e Rajan (2001) caiu, na década de 30, tanto devido à primeira guerra mundial como em decorrência da presença do Governo na economia, que reagindo às pressões políticas e populares, promoveu políticas de bem-estar, abandonando para isso o padrão ouro e elevando barreiras tanto às importações como ao fluxo de capitais, uma

reação em cadeia que culmina com o protecionismo e controles aos movimentos de capitais.

Este controle de capitais inicia seu processo de desmanche com a ruptura do sistema de Bretton Woods e acompanha um maior fluxo de capitais, iniciado ao longo da década de 60 e liderado pelos bancos americanos, que com o crescente volume de comércio exterior, acabam transnacionalizando suas operações e gerando, a princípio, o euromercado e, depois, espalhando-se para os Estados Unidos, Europa e Japão, conforme Eichengreen (2002) e Rajan e Zingales (2001).

A competição gerada pelos fluxos internacionais de capitais exacerbou a capacidade inovativa do sistema financeiro provocando deslocamento rumo a uma maior flexibilidade deste sistema, facilitado pela transnacionalização dos bancos. Movimento este que resultou numa perda de controle da governança e da eficiência macroeconômica sobre os bancos, instituições não bancárias e, em especial, sobre o próprio capital e seu deslocamento. Estes desdobramentos consubstanciam o desenrolar do processo de desregulamentação, o qual foi amplamente fortalecido pelas inovações financeiras, fruto do aumento das pressões competitivas entre as instituições financeiras. Permitindo assim, que estas instituições pudessem contornar as barreiras e restrições da regulação da economia nacional (como no caso dos bancos americanos), inicialmente, e depois, pressionar pela desregulamentação dos mercados domésticos.

Este novo encadernamento financeiro intra e internacional leva a diluição da segmentação entre atividade bancária e a de corretagem. Assim, instituições bancárias passam a ter mais espaço frente a uma regulamentação cada vez mais precária. Processo este que imbrimcou-se com a continuidade das inovações financeiras, levando ao surgimento da securitização, como nova forma de captação de recursos, já na década de 80, diante da tradição de empréstimos sindicalizados, na década de 70.

Configurando assim, conforme defendem Galindo et al (2002), Kaminsky e Schmukler (2003), Stulz (1999) e Mishkin (2001) uma mobilidade crescente do capital propiciadora de uma alocação mais eficiente de capitais, que passam a se destinar a usos mais produtivos, diversificando portfólios e, conseqüentemente, dividindo riscos. Numa crítica às imperfeições dos mercados ou da governança que poderiam obstruir a alocação mais eficiente dos capitais internacionais, e numa clara defesa da abertura financeira, a despeito de que nas economias emergentes, conforme estes autores, o processo de

desregulamentação e liberalização tende a produzir regimes de baixas taxas de crescimento e leva ao aumento da fragilidade e da instabilidade financeira.

Esta visão fica cristalizada no Consenso de Washington, que delineia como objetivo maior a drástica redução do Estado e abertura de mercado, total e irrestrita, definindo uma reforma estrutural, via liberalização financeira, que pressupunha desregulamentação dos mercados e privatização irrestrita. Deste modo, a economia de mercado, funcionando sem intervenções e/ou regulamentações levaria à ordem natural harmônica, ao desenvolvimento econômico. Uma clara redefinição da geografia econômica, à luz do pensamento neoliberal, por meio da defesa irrestrita da liberalização radical.

De modo que, “ dado o comportamento maximizador dos bancos, incentivado pelo aumento da concorrência interbancária (...) através de inovações financeiras, a desregulamentação e a liberalização financeiras reduzem a capacidade que as autoridades monetárias têm para controlar a liquidez na economia. As inovações e a internacionalização reduziram a operacionalidade de alguns instrumentos de controle monetário, como as reservas compulsórias e as taxas de redesconto” (Carcanholo, 2002: 45). Restou assim, uma política monetária diminuída tanto na sua capacidade de atuação como de regulação na economia, como resultado do processo de desregulamentação. Dessa maneira, a autonomia político-econômica dos países emergentes, sujeitos ao receituário neoliberal, fica comprometida e reduzida.

1.3.4.2 VULNERABILIDADE EXTERNA

O processo de desregulamentação financeira, descrito acima, aliado ao de liberalização dos fluxos de capitais, levam a uma perda da autonomia de política econômica nacional, na medida em “ ... que a política de juros tenha que responder de imediato às alterações nas taxas de juros de longo prazo e, principalmente, nas taxas de câmbio (...) decorrentes de modificações nas expectativas dos agentes quanto a vulnerabilidade externa das economias, (que) torna a política econômica de uma nação dependente da dinâmica financeira dos capitais internacionais e das políticas econômicas das outras nações, principalmente das centrais” (Carcanholo, 2002: 46).

Este movimento de capitais se configura tanto no IED – investimento estrangeiro direto – quanto no movimento especulativo, sendo que o fluxo deste último responde ao

diferencial de taxa de juros entre os países, a apreciação futura dos ativos financeiros, bem como da apreciação esperada da moeda local, elementos geradores de expectativas de ganho de curto prazo, na tentativa de balizar o risco e a incerteza das operações, impondo limites ao manejo da taxa de juros doméstica, conforme Carcanholo (2002).

Esta perda de autonomia é mais pronunciada nos países mais vulneráveis, os emergentes. Nestes países periféricos, destaca-se o alto endividamento externo que os leva a dependência dos organismos internacionais de crédito, que por sua vez implica na implementação de políticas de estabilização por estes imposta, que culminam em maiores restrições externas ao crescimento. Entre estas políticas de estabilização podemos destacar a âncora cambial, com a conseqüente elevação das importações dada à sobrevalorização da moeda, associada à queda das exportações, que definem déficit na balança comercial recorrente, resultando em dificuldades de financiamento externo, configurando a restrição externa ao crescimento. Associado a este déficit comercial, estes países emergentes apresentam também saldo negativo da conta de transações correntes, dada a saída de capital como contrapartida da entrada de recursos estrangeiros atraídos pela elevação dos juros domésticos, para sanar o problema dos déficits correntes. Um ciclo vicioso que agrava os problemas de vulnerabilidade externa e acarreta a perda da autonomia do governo no manejo das políticas econômicas internas.

1.3.4.3 A HIPÓTESE DA FRAGILIDADE FINANCEIRA INTERNA

Segundo Carcanholo (2002), Minsky (1975, 1982 e 1986) constrói uma idéia original de fragilidade financeira interna, desenvolvendo o argumento keynesiano dentro de uma visão cíclica da economia, demonstrando a importância da estrutura de obrigações para a tomada de decisões do investidor quanto ao tipo do seu portfólio, definindo assim, o financiamento do investimento, que é a fonte de instabilidade do sistema capitalista. Financiamento este que pode ocorrer via recursos próprios ou empréstimos, implicando tomadas de decisão tanto de estratégias financeiras quanto de tipos de balanços.

“Existem dois critérios para classificar as posturas financeiras. Os critérios são a condição de liquidez, referente ao descompasso dos compromissos e recursos, e de solvência, que diz respeito à viabilidade do plano de investimento. Há três tipos de postura: hedge, especulativa e Ponzi” (Carcanholo, 2002: 51).

Conforme Carcanholo (2002), a **postura hedge** significa que o fluxo esperado de entradas/receitas é maior do que o fluxo de saídas ou obrigações das dívidas, significando uma condição de liquidez para esta postura, implicando uma inexistência de necessidade do investidor de postura hedge de recorrer ao mercado financeiro para refinarçar seus déficits; e seu critério de solvência baseia-se no fato do valor presente dos ativos ser maior do que o valor presente dos passivos.

Condição esta de solvência que também caracteriza a **postura especulativa**, a qual tem como condição definidora a violação da condição de liquidez, dado que a valor esperado das receitas é menor do que os pagamentos da dívida, ao menos nos períodos iniciais, obrigando o agente a buscar o refinanciamento do déficit. Assim, “o caráter especulativo deste agente se define por sua crença na “rolagem” da dívida pelo mercado financeiro, o que pode transformá-lo de ilíquido em insolvente” (Carcanholo, 2002: 52). Estas obrigações não pagas podem ser apenas do principal ou podem também envolver a rolagem do próprio juros a pagar, levando ao crescimento da dívida em si, que caracteriza a **postura Ponzi**. Esta postura Ponzi, também especulativa, é exacerbadamente especulativa, dada a crença do agente de que tanto o principal quanto os juros podem ser refinanciados pelo mercado financeiro, apresentando caráter mais vulnerável, “...no sentido de que uma elevação das taxas de juros coloca em risco suas condições de solvência, o que os obriga a refinarçar” a dívida contraída. (Carcanholo, 2002: 52).

De modo que, a grande fragilidade financeira é caracterizada pelo volume de unidades especulativas e Ponzi frente à postura *hedge*, impondo à economia em questão uma maior instabilidade financeira potencial, a possibilidade sempre presente de insolvência, devido a resultado de processos endógenos a este mercado em questão. Dessa maneira, Minsky explica como o ciclo é financeiro, dado pela fragilidade financeira endógena que descreve este ciclo. E uma elevação desta fragilidade financeira aumenta, segundo Carcanholo (2004), a probabilidade de choques externos, caracterizando assim a instabilidade financeira. Esta está presente nas economias analisadas neste trabalho, tanto as latino-americanas Brasil, Argentina, Chile e México, quanto às asiáticas, Coréia do Sul e Malásia.

Nestes países, a fragilidade do sistema financeiro doméstico aumentou tanto com a elevação das taxas de juros quanto com a depreciação da moeda doméstica que eleva o endividamento em dólares destas economias, levando a uma fuga de capitais, e a busca

de estancá-la via novos aumentos da taxa de juros, bem como a necessidade da elevação desta, para estabilizar o processo inflacionário que explode em decorrência da perda de valor da moeda doméstica com sua depreciação. “O que ocorre nesta situação é o incremento da fragilidade por causa da elevação das obrigações em função dos juros altos” (Carcanholo, 2002: 55). De modo que, segundo Carcanholo (2004) a hipótese da fragilidade financeira interna para os países emergentes consiste na transformação da fragilidade financeira em instabilidade.

1.3.4.4 VULNERABILIDADE EXTERNA E AUTONOMIA DE POLÍTICA

Ao generalizarmos a postura de financiamento de agentes específicos expressa por Minsky enquanto capacidade de pagamento dos compromissos de toda uma economia frente a sua capacidade de receitas perpassamos a definição da fragilidade financeira externa de uma economia, definida como a “dependência extrema que ela tem em relação aos capitais externos em um mundo de forte instabilidade do sistema financeiro. Por outro lado, a vulnerabilidade externa de uma economia seria dada pela baixa capacidade de resistência dessa economia nacional frente a choques externos decorrentes, inclusive, da própria fragilidade externa desta economia”(Carcanholo, 2002: 57).

Segundo Carcanholo (2002), a vulnerabilidade externa possui duas dimensões, uma relacionada às opções de reposta da economia nacional frente aos problemas de fragilidade financeira, e outra relativa ao custo desta opção de enfrentamento da fragilidade financeira em si. A vulnerabilidade externa é tanto maior, quanto menor o número de opções da economia doméstica e maior o custo das opções de enfrentamento da fragilidade financeira interna e externa. De modo que, fragilidade financeira e vulnerabilidade são conceitos interligados, conforme nos assevera Carcanholo (2004). Sendo a fragilidade financeira externa dada “... pela dependência frente aos capitais externos, em um contexto em que estes se deslocam entre os distintos mercados nacionais, de acordo com sua lógica especulativa” (Carcanholo, 2002: 57). E a vulnerabilidade externa é especificamente caracterizada por Carcanholo (2002):

“...muito mais como uma consequência dessa opção de política, já que ela é dada pelo grau (capacidade) que uma determinada economia tem de responder aos choques externos, isto é, a mudanças abruptas na direção do fluxo de

capitais externos. (...) (Assim) pode-se afirmar que a vulnerabilidade externa é uma consequência da fragilidade financeira externa, uma vez que esta provém de uma opção de política de abertura externa, dado o contexto de instabilidade do mercado financeiro internacional e a natureza dependente das economias periféricas, enquanto que a primeira denota a baixa resistência da economia a uma forte saída de capitais externos, por exemplo” (Carcanholo, 2002: 58).

Nesta política de abertura externa, fundamentada no *approach neoliberal*, destacam-se como principais medidas a disciplina fiscal, na busca da obtenção de superávit primário, aliada à disciplina monetária e a desregulamentação financeira interna para liberalizar o financiamento, que propiciaria que as taxas de juros passassem a ser definidas pelo mercado, o que possibilitaria a obtenção de taxas moderadas, associada a uma taxa de câmbio unificada e competitiva. Concomitantemente, defende que deve ser promovida a liberalização financeira e comercial externa, que leve a perda da autonomia das políticas domésticas, o que é visto pelo Consenso como positivo¹⁷, ao impedir os erros de condução da política local, normalmente tão inadequadamente orientada, elevando ainda a concorrência interna incentivada por uma melhora da eficiência econômica, com aumento da produtividade.

Conforme Carcanholo (2002), Williamson (1992) aponta que os objetivos destas propostas são claramente a total abertura do mercado e a drástica redução do Estado; políticas neoliberais que têm sido aplicadas plenamente e com pouca resistência na América Latina, e com mais resistência nos países emergentes. Essas políticas geram em alguns casos sobrevalorização da moeda, como ocorreu no Brasil a partir de 1994, com a implementação do plano Real, o que impõe elevadas importações, que impactam diretamente sobre as contas externas, assim como, baixas exportações dado a queda da competitividade externa dos produtos locais no exterior, que também desequilibram as contas externas. Além disso, a demanda por produtos estrangeiros pode aumentar consideravelmente, dada a reestruturação econômica interna, que leva a queda da

¹⁷ Para o grupo consutivo do Consenso de Washington os países emergentes possuem um Estado inchado e ineficiente na gestão e alocação de recursos, implementando políticas desenvolvidas sem foco na sustentabilidade, além de ser incapaz de gerir adequadamente a política econômica. O que para o Consenso é visível na instabilidade interna vivenciada por estes países na década de 80, especialmente. De modo que a perda da autonomia é tomada pelo Consenso como forma de impedir a ação de um Governo incapaz de conduzir os rumos da economia, e por isso este efeito é tido como benéfico para o próprio país, pois “se o Estado não consegue fazer direito é melhor que não faça”, ou seja, melhor limitar sua atuação para impedir de conduzir inadequadamente o país.

produção local, num processo de *desubstituição de importações*, de acordo com Carcanholo (2002), como maior demanda pela indústria por produtos externos, dados os menores preços e a melhor qualidade.

Este quadro de efeitos negativos da abertura comercial é agravado pela liberalização financeira externa, que promove a entrada de capitais, seja como investimento direto, que implica em sua saída como transferências na forma de dividendos ou lucro repatriado, seja como capital especulativo, *portfolio*, que tem um perfil de curto prazo, altamente volátil.

Isso implica dizer, conforme Carcanholo e Paschoa (2004), que “a circulação de capitais ganha um caráter predominantemente especulativo e as políticas domésticas perdem autonomia, na medida em que a circulação coloca limites no manejo das taxas de juros domésticas, gerando flutuações extremas nas taxas de câmbio e nos preços dos ativos reais e financeiros”. Ainda de acordo com Carcanholo e Paschoa (2004), isto não implica uma completa autonomia dos capitais internacionais, mas uma dependência destes em relação aos fundamentos da economia associados à capacidade de pagamento/honra dos compromissos assumidos junto a credores ou investidores. Capital este que frente a qualquer expectativa de que os compromissos não sejam honrados desloca-se em fuga para fora do país, numa reversão do fluxo de capitais.

1.3.4.5 VULNERABILIDADE EXTERNA E DETERMINAÇÃO DOS FLUXOS DE CAPITAIS

Conforme Carcanholo e Paschoa (2004), os indicadores de vulnerabilidade e de fragilidade são indicativos da situação de solvência, sendo estes:

1. juros líquidos / exortações
2. dívida externa líquida / PIB
3. estoque de reservas internacionais / dívida externa total
4. dívida externa líquida / exportações
5. serviço da dívida externa / estoque de reservas internacionais
6. juros líquidos / estoque de reservas internacionais
7. saldo em TC / PIB
8. serviço da dívida externa / exportações

9. serviço da dívida externa / PIB

Entre estes indicadores, destacamos que o (3), (5) e (6) são indicativos da volatilidade do capital externo, apreendido o movimento do fluxo de capitais no curto prazo, sendo melhores indicadores de vulnerabilidade, e descrevem a situação conjuntural, por captar as movimentações da reserva do balanço de pagamentos muito mais susceptíveis às movimentações de curto prazo nas transações correntes e na Conta Capital. Agora, o grupo de indicadores (1), (2), (4), (7), (8) e (9) descrevem condições estruturais. Já os indicadores (1), (2), (3), (4), (5), (6) e (9) descrevem a capacidade de pagamento da dívida, uma vez que refletem a capacidade de geração de receita via exportação, geração do produto interno (PIB) ou por meio das reservas internacionais, captando quanto desta receita está comprometida com o serviço da dívida – juros líquidos, dívida externa e amortizações.

Tecendo especificidades sobre os indicadores, podemos afirmar, de acordo com Carcanholo e Paschoa (2004), que o indicador número (7), o qual refere-se a saldo de transações correntes sobre PIB, apesar de na análise corrente implicar a necessidade de financiamento externo, quando seu saldo é negativo, não representa a totalidade desta necessidade que inclui também a amortização alocada na conta capital.

É possível também delimitar características específicas para os indicadores (4), (5), (6) e (9), que utilizam um conjunto de variáveis que representam ou fluxo ou estoque. Temos por exemplo, o indicador número (4) que representa dívida externa sobre exportações estabelecendo quantos anos de fluxo de exportações são necessários para quitar a dívida, supondo estável este volume de exportações pelo período considerado, e abstraindo outras alterações que podem alterar a situação econômica afetando o comércio exterior.

Com base nessas análises, Carcanholo e Paschoa (2004) ponderam que o capital internacional não é tão autônomo em suas decisões de movimentação, como de início aparenta, pois além de se pautar pela taxa de juros e de câmbio, também leva em consideração os indicadores econômicos expostos, forjando uma relação de causalidade entre estes indicadores e os fluxos de capitais. Mas, deve-se ressaltar que alguns indicadores como os números (3), (5) e (6) que por serem compostos pela variável, reservas internacionais, expressam muito mais o efeito da movimentação dos recursos internacionais do que sua causa, dado que a entrada e saída de capital impacto o

resultado do balanço de pagamento configurando o nível de estoque de reservas internacionais.

“Mesmo assim, como se trata de indicadores que refletem a volatilidade no curto prazo, a sua observação por investidores que ainda não reformularam suas decisões indica qual o movimento tomado pelos primeiros investidores a fazê-lo e, portanto acabam servindo, em segunda instância, como indicadores que determinam a movimentação de capital, e definindo um movimento auto-referenciado. Este processo é tratado na literatura convencional como efeito de manada e/ou efeitos de contágio” (Carcanholo e Paschoa, 2004: 12).

Esse efeito dos indicadores sobre os investidores, principalmente os que refletem a capacidade de pagamento e a estrutura de endividamento externo, agravam ainda mais a situação de dependência estrutural de capitais estrangeiros que configura a vulnerabilidade externa de um país. Sendo um reflexo desta própria vulnerabilidade, na medida em que o grande fluxo de entrada de recursos pesa negativamente sobre a capacidade de solvência da economia ao afetar seu passivo externo.

Situação esta que é ainda mais grave em países em desenvolvimento ou periféricos, que se inserem de forma subordinada neste processo da dinâmica mundial de acumulação, uma vez que, por apresentarem expressivos déficits na conta de serviços, somados a pesadas amortizações na conta capital, possuem uma necessidade ainda maior de financiamento externo. Agravado pelo fato que as entradas de capitais internacionais, seja na forma de investimento direto ou de portfólio, irão se converter no futuro em saídas na forma de remessa de lucros, dividendos etc, recolando e agravando o problema do balanço de pagamento e a necessidade de atrair mais capital estrangeiro.

1.4 CONCLUSÃO

Essa liberalização financeira, como analisamos, foi o pano de fundo de um debate seminal sobre o impacto dos fatores financeiros sobre o desenvolvimento econômico, sendo iniciado pela defesa da ruptura da **repressão financeira** apresentada por Mckinnon (1973) e Shaw (1973), fruto da ação distorsiva governamental sobre os sistemas financeiros, construindo o *paradigma da repressão financeira*, que justificava a necessidade da abertura.

Com a falsa alvorada no Chile da sua história de sucesso de desenvolvimento econômico, no final da década de 1970, as idéias que apresentavam similaridade com as defendidas pelo *Consenso de Washington*, o receituário neoliberal para países emergentes delineado em 1989, destacando-se entre elas a relativa liberdade da entrada de capitais e a desregulamentação financeira, passam a ser questionadas, conforme Kuczynski e Williamson (2004). De fato, o que temos é um questionamento do ideário e plano de ações apresentado pelo FMI, cunhado na expressão *Consenso de Washington*, com a concomitante revisão do paradigma da repressão financeira.

Esta revisão não consistiu, como observamos, numa aceitação de que as reformas neoliberais propostas estivessem erradas, mas de que as reformas não tinham sido levadas adiante o bastante, tendo ocorrido um erro de seqüência de abertura, sendo necessário reformar as reformas. Contudo, ainda assim não é possível atingir um desenvolvimento destes países emergentes, aqui destacamos a América Latina, sem manter as mais desiguais distribuições de renda do mundo.

Nesse contexto, como descrevemos, se coloca a crítica legítima das reformas de que o receituário proposto e revisado não contribuiu para o aumento da pobreza, mas falhou em conseguir atacar as causas estruturais desta, foco da próxima geração de reformas que recebe o cunho de *Pós-Consenso de Washington*, conforme Kuczynski e Williamson (2004).

Conforme nossa exposição, o receituário neoliberal e as reformas propostas neste *approach* foram questionadas e criticadas por uma série de autores, que identificavam efeitos negativos da desregulamentação financeira no âmbito dos países emergentes. Temos entre estas abordagens alternativas os *neo-estruturalistas*, destacando-se Taylor, e o *approach* histórico institucional.

Mais elaborado ainda encontra-se a crítica enraizada no *approach* da fragilidade financeira e vulnerabilidade externa, onde percebemos como a liberalização financeira e ascensão do capital especulativo dentro de um contexto de abertura externa criam uma armadilha financeira, expressa pelo aumento da fragilidade e vulnerabilidade externa.

Este *approach* nos remete a uma análise da integração ao mercado financeiro dos países emergentes, tanto os da Ásia quanto da América Latina, constituindo o fenômeno do MFE – Mercados Financeiros Emergentes. Este fenômeno relaciona-se “a chegada maciça de capitais privados nos MFE, (que) favorável *a priori* ao crescimento dos países receptores, pode provocar a gestação de bolhas especulativas” agravantes da fragilidade

financeira e da vulnerabilidade externa (Plihon, 1995: 71). “De fato, as entradas de capitais criam a ilusão do êxito financeiro e se traduzem em uma sobrevalorização das moedas locais, o que penaliza o crescimento” (Plihon, 1995: 71). Além disso, a reação dos mercados financeiros a esta fragilização financeira das economias emergentes pode gerar crises financeiras graves, devido a vulnerabilidade externa destas economias, a qual instaura um ciclo vicioso de saídas repentinas e maciças de capitais, gerando dependência cada vez maior dos recursos externos tanto para a solvência quanto para a liquidez do mercado financeiro destas economias.

Dentro do âmbito deste trabalho, passamos então, a compreensão do processo de liberalização financeira de economias representativas dos MFE, com Brasil, Argentina, Chile e México, como referencial da América Latina, e Coreia do Sul e Malásia, como mercados financeiros emergentes significativos, exemplos de desregulamentação e inserção no mercado financeiro internacional tanto dos tigres quanto dos dragões asiáticos. Inicialmente, discorreremos sobre abertura externa destas economias emergentes, no próximo capítulo, para só depois passarmos a análise do ciclo vicioso de fragilidade e vulnerabilidade externa no capítulo 3.

CAPÍTULO 2 – OS PAÍSES EMERGENTES E OS FLUXOS DE CAPITAIS DA DÉCADA DE 90

No transcorrer da década de 70 observamos uma reestruturação e nova lógica que passa a presidir o sistema financeiro internacional. Esta nova lógica reflete a ruptura do padrão dólar-ouro com a desvalorização do dólar em 1971 e as crises do petróleo resultantes desta alteração. Com o choque do petróleo ocorreu para a maioria dos países periféricos o advento de maior endividamento externo e a problemática da rolagem da dívida externa articulada a esse processo de sobreendividamento. Para o caso específico brasileiro temos que:

“Nesta esteira, justamente as condições favoráveis dos mercados internacionais permitiram que algumas contradições do desenvolvimento brasileiro, dentre as quais a da fragilidade do financiamento, fossem jogadas para frente, via crescimento econômico, pelo menos até o início dos anos 80. Na verdade, a inserção internacional, que estabelece a entrada de capitais exógenos, via créditos ofertados internamente através de um lucrativo esquema de repasses, é um dos elementos a contribuir para que o sistema financeiro nacional expandisse os empréstimos até o final dos anos 70. Esta específica inserção internacional permite que o ingresso de capitais via crédito gere grandes lucros para o sistema financeiro nacional. Esta possibilidade de ganhos gera um movimento de “não-transformações” no padrão de desenvolvimento brasileiro, mesmo após o início dos anos 80, quando ficava clara a instabilidade, o ingresso de capitais externos que trabalham, cada vez mais, a partir de arranjos financeiros especulativos” (Corrêa & Almeida Filho, 2001: 196).

Os movimentos favoráveis do capital até os anos 80 aliados à posição solidária do Estado no endividamento externo permitiu a manutenção da estrutura de financiamento. E isso, “mesmo quando fica claro que o capital externo tomava outro rumo e que o Estado estava inexoravelmente quebrado, foram estes elementos que levaram a um quadro de “não-modificações” na estrutura de financiamento, permitindo a manutenção da lógica inflacionário-especulativa até o final (...) (da década de 70), ainda que comprometendo a oferta de créditos” (Corrêa & Almeida Filho, 2001: 196).

Observamos assim que a crise da dívida no início dos anos 80 ocorre em decorrência do forte endividamento que os países periféricos implementaram em decorrência da abundância de liquidez dos anos 70. A reversão da direção do capital estrangeiro, que passa a deixar a margem dos fluxos de capitais internacionais os países envidados, entre eles a economia brasileira. Sendo que "o que ocorreu (internamente) foi que o ajuste dos intermediários financeiros nos anos 80 se deu na "linha de menor resistência": reduziram seus empréstimos e exacerbaram a dimensão especulativa. Em uma década verificou-se praticamente a marginalização dos mercados financeiros latino-americanos.

A década de 90 inaugurou uma era em que o mercado financeiro internacional passa novamente a contar com uma folgada liquidez internacional, o que associado ao processo de liberalização da conta capital, como ocorre no Brasil, no governo Collor, promoveu abertura dos mercados nacionais dos países desenvolvidos, levando os investidores internacionais a buscarem espaço de aplicação para seus fundos nos mercados externos, sendo os grandes responsáveis pela ampliação da referida liquidez.

Liquidez esta que irá diminuir com a retração dos investidores nos momentos de crise dos países em desenvolvimento como no caso da crise do México em 1995, da Ásia em 1997, da Rússia em 1998, do Brasil em 1999 e da Argentina em 2001/2, reversão da direção do capital internacional que afeta não só o país em crise como todos os demais países emergentes, dependentes, vulneráveis e frágeis, via efeito contágio.

Recordando o conceito de liberalização financeira, como a permissão da mobilidade de capital para dentro e para fora de um país sob as suas várias formas. "Em um mercado de ações liberalizado, investidores estrangeiros podem, sem restrições, adquirir ou vender títulos domésticos. Como também, os investidores domésticos podem comprar ou vender títulos (ou papéis) estrangeiros" (Bekaert & Harvey 2003: 5). Implica, assim, em um desdobramento em liberalização financeira doméstica e externa. Abertura esta que se traduz como reformas do setor bancário, privatizações, além da abertura do mercado de *bonds* e de reformas do intercâmbio internacional.

Estas várias alterações micro e macroeconômicas, consoantes com o receituário neoliberal, foram implementadas nos países emergentes, com ênfase na década de 90, para a grande maioria deles. Identificaremos as etapas e a forma que a abertura externa toma em cada país analisado.

Serão aqui analisados 6 (seis) países emergentes: Brasil, Argentina, Chile, México, que configuram uma experiência específica, a da América Latina, além de Coréia e Malásia, representantes da característica notável e cheia de especificidades das economias emergentes asiáticas. Uma vez que, “as transformações ocorridas na economia mundial a partir dos anos 80 refrataram de forma muito diferenciada nas áreas periféricas asiáticas e latino-americanas” (Medeiros, 1998: 279). Sendo necessário efetuar uma análise do processo e da experiência de abertura financeira de cada um destes países, com seus marcos regulatórios e os efeitos sobre o balanço de pagamento, sem perder de vista a especificidade de cada região e de cada país.

2.1 A AMÉRICA LATINA

De acordo com Medeiros (1998), a América Latina após uma década de alto endividamento que a levou a estagnação e isolamento financeiro, reinsere-se no círculo do capital internacional no final dos anos 80 com a reestruturação das dívidas. Conforme ainda nos apresenta Medeiros (1998), após esta década de estagnação (80), envolta num manto de baixa liquidez devido às crises de endividamento externo, a América Latina reinsere-se nos fluxos internacionais de capitais a partir da reestruturação da dívida no final dos anos 80.

À reestruturação dos déficits somam-se políticas macroeconômicas de estabilização propostas pelo Consenso de Washington, que de uma temporária diminuição das restrições externas, os países latino-americanos caminharam para uma combinação de abertura comercial e financeira associada com câmbio sobrevalorizado, que resultou numa fragilização de sua posição externa, permeada por elevadas transferências financeiras, assim como coeficientes altos de importação e uma redefinição das exportações para o segmento de *commodities*.

Esta abundância de liquidez viabilizou a volta da capacidade da região de captação, mas diferentemente dos empréstimos sindicalizados através dos bancos temos, agora, especialmente a captação de investimentos de portfólio, além do investimento direto, este último fomentado entre outros fatores pelas privatizações que passaram a ocorrer principalmente ao longo da década de 90.

Esse amplo acesso ao financiamento externo não gerou o esperado crescimento na América Latina, pois não configurou a queda dos serviços da dívida externa em

relação às exportações, sendo na década de 90, estes são ainda muito elevados, com exceção do México que cai de 51% em 1995 para 31% no final de 1999, enquanto que para o Brasil sai de 51% em 1995 e eleva-se substancialmente para 134% no final da década, e por fim, a Argentina desloca-se de 28% no ano de 1995 para fechar a década em 67% (tabela 2.1.1). No século 21, os indicadores melhoram continuamente para o Brasil que em 2000 apresenta o valor de 107% caindo, para atingir no primeiro quadrimestre de 2004 para 49%, melhora também percebida pela Argentina que decai de 66% em 2000 para 44% no início de 2004.

Outro fator relevante é o perfil do fluxo de capitais para a América Latina, os quais são predominantemente voláteis, sem vínculos diretos com as exportações, o que associado a políticas cambiais de moeda valorizada e questões estruturais, resultou que “... em meio a abundância de capitais externos, as maiores economias do continente como Argentina, Brasil e México encontram, mais uma vez forte fragilidade externa” (Medeiros, 1998: 330). Abaixo demonstramos a queda do serviço da dívida sobre exportações para México, Argentina e Brasil de 1995 a 2004¹⁸ (gráfico 2.1.1).

Tabela 2.1.1 – Indicador de Vulnerabilidade.

Indicadores - Serv.Dív.Ext./Exportações (%)

Data\US\$ milhões	Brasil	México	Argentina	Data\US\$ milhões	Brasil	México	Argentina
IV/94	130	n.a	n.a	I/00	107	29	66
I/95	127	n.a	n.a	II/00	98	29	63
II/95	42	n.a	n.a	III/00	100	27	66
III/95	42	n.a	28	IV/00	90	27	64
IV/95	41	51	26	I/01	88	28	72
I/96	45	52	28	II/01	85	27	75
II/96	43	49	32	III/01	86	28	72
III/96	44	45	34	IV/01	86	28	71
IV/96	48	43	39	I/02	87	28	60
I/97	44	41	36	II/02	84	31	57
II/97	55	39	34	III/02	84	32	48
III/97	57	38	36	IV/02	77	32	55
IV/97	74	36	39	I/03	72	31	66
I/98	75	35	45	II/03	71	32	60
II/98	71	35	47	III/03	62	28	63
III/98	85	35	47	IV/03	47	37	54
IV/98	85	35	52	I/04	49	35	44
II/99	135	34	59				
III/99	136	32	70				
IV/99	134	31	67				

Fonte: Bancos Centrais dos respectivos países e FMI.

¹⁸ Para 2004 temos dados até o segundo quadrimestre para Brasil e México, para Argentina somente até o primeiro quadrimestre de 2004, conforme dados dos Bancos Centrais dos respectivos países.

O acesso ao capital estrangeiro, não se configurou em retomada do crescimento econômico para os países emergentes da América Latina, dado que o déficit comercial desta região "...ocorre sobre um colchão de transferências muito mais elevadas, fragilizando sua posição externa" (Medeiros, 1998: 281). Apesar da expectativa de que os investimentos diretos e os fluxos de portfólio pudessem financiar tanto o déficit em transações correntes assim como a expansão da economia doméstica via aumento das exportações industriais, a América Latina não se transforma em região dinamizada como resultado, mas se vê constrangida a baixas taxas de crescimento. O crescimento mais uma vez é constrangido pelo balanço de pagamentos.

De acordo com a tabela 2.1.2, podemos verificar através de um dos indicadores de abertura externa, os distintos graus desta nos países da América Latina, acima selecionados. Podemos constatar um grande colapso da capacidade de importar do Brasil de 1987 a 1989, seguido pelo colapso sofrido pelo México de 1987 a 1991, pela Argentina de 1989 a 1991 e, em menor grau, pelo Chile de 1989 a 1991. Ao longo dos anos 90, podemos perceber uma gradual recuperação da capacidade de importar brasileira, devido à valorização da moeda, o real, enquanto na Argentina veremos uma recuperação somente em 2002, para em seguida voltar a cair em 2003. O México por sua vez, recupera sua capacidade de importar até 1997, voltando a ter consideráveis perdas de capacidade de importação de 1997 a 2004.

Tabela 2.1.2 – Distintos graus de abertura externa dos países latino-americanos:

Importações/PIB

	85	87	89	91	93	95	97	99	01	02	03	04 ¹⁹
Brasil	(0,07)	(0,46)	(0,04)	(0,05)	(0,06)	(0,07)	(0,07)	(0,09)	(0,11)	(0,10)	(0,10)	(0,10)
México	(0,10)	(0,12)	-	(0,02)	(0,04)	(0,07)	(0,07)	(0,05)	(0,04)	(0,02)	(0,02)	(0,02)
Chile	(0,26)	(0,29)	(0,34)	(0,31)	-	-	(0,24)	(0,20)	(0,23)	(0,24)	(0,28)	-
Argentina	(0,09)	(0,10)	(0,09)	(0,01)	(0,02)	(0,02)	(0,02)	(0,02)	(0,02)	(0,04)	(0,03)	-

Fonte: FMI.

¹⁹ Para o ano de 2004, estamos considerando somente o primeiro e segundo trimestre.

Podemos extrapolar nossa análise, associando esta queda da capacidade de importar a liberalização financeira externa, que a despeito do crescimento do fluxo de entrada de capitais via portfolio e IDE, conforme podemos constatar pelo ingresso de capital estrangeiro exposto na tabela 2.1.3, não conseguiram manter sua capacidade de importação que culmina por ser um gargalo para a própria exportação, dado o nível de dependência técnica e tecnológica dos países da América Latina.

Tabela 2.1.3 – Ingresso de Capital Externo em países selecionados na América Latina – US\$ milhões.

Países da América Latina	1984/89	1990/1992	Aumento ingresso de capital
Brasil	-2,3	-0,3	2,0
México	-0,4	6,2	6,6
Argentina	-1,6	2,0	3,8
Chile	-1,7	5,9	7,6

Fonte: UNCTAD²⁰.

2.1.1 BRASIL

O grau de abertura financeira de cada país da América Latina é bastante heterogêneo, sendo que no Brasil a abertura financeira apresenta restrições à conversibilidade da conta capital e à conversibilidade interna da moeda nacional como nos apresenta Freitas e Prates (1998). E para compreendermos o processo da abertura financeira, faremos uma retrospectiva cronológica, repassando os principais eventos políticos e econômicos que delinearão a liberalização financeira do Brasil, conforme levantamento de Bekaert & Harvey.

Inciaremos pela década de 70, cujas medidas não sugerem qualquer movimento de abertura, mas podemos destacar a remoção dos tetos das taxas de juros em 1976, e sua re-imposição em 1979, bem como a introdução de leis para *traders* internos, no mesmo ano. Em 1978, o primeiro processo baseado nas leis de *traders* internos toma lugar.

²⁰ Dados da UNCTAD elencados a partir do quadro 1 desenvolvido por Medeiros (1998: 293).

A década de 80, marco da crise de liquidez, dado o endividamento externo brasileiro, não se mostrou mais aberta financeiramente, e comercialmente falando, podemos destacar a promoção das exportações como forma de fazer frente aos problemas do balanço de pagamentos. Em termos de desregulamentação financeira doméstica percebemos uma série de imposições de tarifas e abolições de outras sobre o envio de capitais para exterior, como delinearemos a seguir em termos macroregulatórios mais específicos. Em 1984, ocorre a permissão do envio de moeda para o estrangeiro sem a aprovação do Banco Central. Já em 1987, temos o lançamento do fundo de ações do Brasil, assim como, a permissão de criação de fundos nacionais, sendo o fechamento do ano, marcado pela definição de um quadro geral para a conversão de dívidas em títulos, que configura o processo de securitização.

Em termos de liberalização externa, pouco se percebe na década de 80. O tipo predominante de fluxo de capitais é via débito bancário, o qual vai aos poucos sofrendo alterações ao longo desta década, culminando com a reestruturação da dívida no final dos anos 80. Em 1984, por exemplo, ocorre o primeiro acordo de reestruturação destas dívidas bancárias; seguido por novo acordo de reestruturação destas dívidas, em 1986; ocorrendo em 1988, outro acordo de reestruturação da dívida bancária, numa busca de saída da insolvência para voltar a ter acesso a liquidez internacional.

Em termos de liberalização financeira externa, especificamente referentes as transações de entrada, foi relevante em 1987, a promulgação da resolução 1289 da CVM, a qual passou a limitar o investimento estrangeiro direto, mediante condições especiais, ao mesmo tempo em que, o Banco Central passou a estabelecer linhas de crédito de curto-prazo para os bancos comerciais, em moeda estrangeira, sendo estabelecidas regulamentações que governavam as instituições, operações e gestão de empresas de investimento de capital estrangeiro, fundos, como também *portfolio*, ações e títulos.

O processo de securitização é paralizado no final do ano de 1988, devido a receios de que pudesse gerar inflação, comprometendo a estabilidade macroeconômica. Mas ao longo do ano de 1988, veremos a introdução de novas regulamentações de conversão de dívida em títulos; também tivemos, a privatização da Aracruz²¹, fato que inicia o processo de fomento da iniciativa privada e saída do governo da área produtiva. Em termos de transações de saída de capital, dentro da liberalização financeira, o

²¹ Aracruz, empresa de papel e celuloso, foi privatizada pelo valor de \$130 milhões de dólares.

estabelecimento da obrigatoriedade de que pagamentos de principal ou juros de dívidas externas fossem comunicados ao Banco Central dentro de dias do ocorrido, controlando o processo de concessão de crédito de não-residentes nos mercados nacionais; seguida por outras regulamentações tais como as sobre a participação de capital estrangeiro em fundos múltiplos, introduzidas neste ano, assim como, a introdução de tarifas especiais para o ganho de capital de fundos múltiplos de propriedade de não-residentes.

Seguido pelo último fato marcante do ano de 1988, relativo a liberdade dos residentes para adquirirem ativos financeiros fora do país, que foi a permissão de investimento nacional no estrangeiro a taxas de câmbio oficiais desde que em montantes iguais ao investimento estrangeiro direto recebido, com exceção para as conversões de dívidas em títulos.

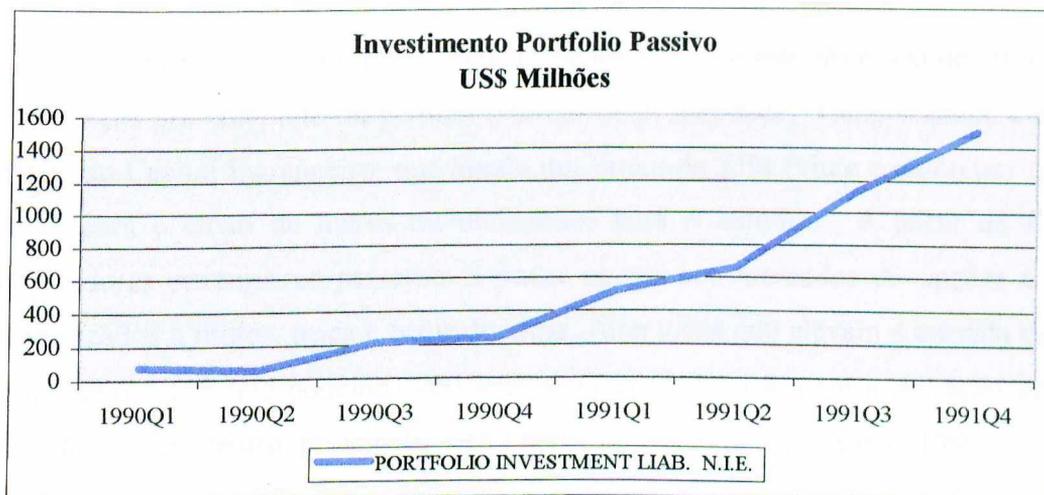
Em 1989, temos a implementação do Plano Brady, com pacotes de ajustes que permitiram o alívio das dívidas com reformas orientadas para o mercado, medidas que irão re-introduzir os países emergentes no círculo mundial de liquidez, do qual ficaram afastados, durante os anos de pesada dívida externa (a década de 80 propriamente toda). Neste mesmo ano, temos a liberalização completa das taxas de depósito, sendo este ano considerado a data oficial da liberalização financeira brasileira, conforme Bekaert & Harvey.

Os anos 90 iniciam-se com a introdução do Plano Collor, o qual implanta uma nova moeda e impõe pesadas taxas sobre as transações no mercado de ações, estabelecendo uma gradual liberalização da re-patriação de capitais. Além disso, ainda em 1990, algumas instituições financeiras recebem permissão para obter recursos no exterior via emissão de papéis comerciais, liberalização financeira externa, com maior acesso de residentes a empréstimos ou recursos nos mercados externos.

O ano seguinte 1991 irrompe com muitas modificações, marcadamente a desvalorização da moeda, o cruzeiro, e novos critérios que imprimem um ritmo mais acelerado na liberalização financeira. É eliminado o sistema similar ao NYSE, para o mercado de ações; definido o critério de absorção de perdas de empresas de capital estrangeiro, bem como o da conversão de dívidas em papéis para o setor privado, com maturidades a partir de 1991; ocorre ainda, a autorização da conversão de instrumentos de dívida externa do setor público, como *bonds* e depósitos em moeda estrangeira para uso no Programa de Privatização Nacional, delineando um grau de conversibilidade

aumento do volume de investimento estrangeiro sob a forma de portfolio, principalmente desde então, quando investidores estrangeiros passam a poder investir no Brasil através de contas mantidas domesticamente, sem possuir tempo mínimo como restrição para a manutenção destas contas, bem diferente da forma única até então de investimento de portfolio através de fundos brasileiros.

Gráfico 2.1.1.3 – Investimento Estrangeiro sob a forma de portfolio



Fonte: FMI.

Outro fator de destaque foi o início dos planos de privatização, que ocorrem com sucesso, como as privatizações da Usiminas (aço), da Celma (Reparo de turbinas de Aeronaves), Mafersa (equipamento de estrada de ferro) e Cosinor (aço)²². Outro fator de grande destaque, ainda no ano de 1991, foi a redução das barreiras para entrada no setor bancário. Instrumentos de maior liberdade para entrada de capital de não-residentes, conforme aponta o Gráfico 2.1.1.2, que demonstra a elevação do investimento direto no Brasil a partir do primeiro trimestre de 1990.

Já o investimento nacional no exterior não sofreu grandes alterações, conforme gráfico 2.1.1.2, permanecendo estável e até caindo por volta do último trimestre de 1991, devido provavelmente a desvalorização da moeda²³, o cruzeiro, ocorrida em Janeiro de 1991, entre outros fatores, e a despeito de novas regras implementadas em 1991 para

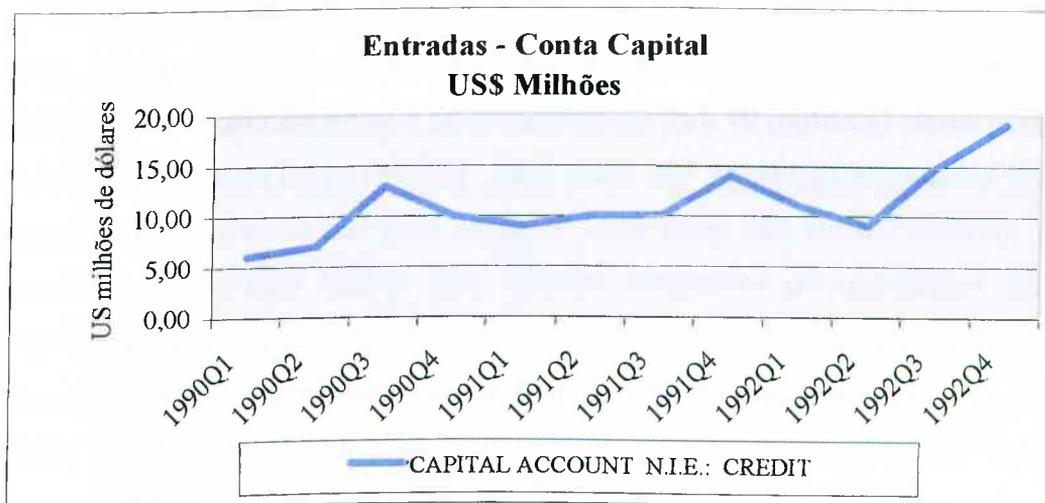
²² Podemos somar também a eliminação do imposto de renda relativo ao envio de lucros ao exterior, ocorrida em dezembro de 1991 e, efetiva a partir de janeiro de 2002, como fatores que estimularam o fluxo para dentro do capital estrangeiro.

²³ Desvalorização de 16% (dezesséis por cento).

facilitar a tomada de empréstimos de fontes externas, com a adoção dos mecanismos de ADR/IDR²⁴, assim como empréstimos no exterior para o financiamento da agricultura.

Com relação à liberalização doméstica, no ano de 1992, o plano de privatização continua, com a Usiminas, Celma, Mafersa, Cosinor, e ainda com, a Indag (fertilizantes) e Pirantini (aço), mas com restrições de envio de dividendo por 12 (doze) anos e propriedade durante um mínimo de 2 (dois) anos, tendo os registros mostrado baixa participação de estrangeiros, até que tais restrições fossem abolidas em Janeiro deste mesmo ano, com a liberalização da participação de estrangeiros nas privatizações, expressa na redução para 6 (seis) anos do período de restrição do envio de dividendos, e eliminação por completo do período mínimo de propriedade. Ocorre ainda, a alteração da lei do Capital Estrangeiro, que impõe um limite de 25% (vinte e cinco por cento) de taxas para o envio de lucros ou dividendos para o exterior. A partir de Julho, os investidores estrangeiros passaram a poder operar nos mercados de opções e futuros, relacionados a títulos, troca e taxas de juros. Alterações que elevam a entrada de capital estrangeiro conforme podemos verificar no Gráfico 2.1.1.4, com a elevação acentuada dos fluxos para dentro, principalmente a partir do segundo trimestre de 1992.

Gráfico 2.1.1.4 – 90/912 Fluxos de entrada na conta capital Brasil.



Fonte: FMI.

²⁴ ADR (*American Depositary Receipt*) são papéis emitidos e negociados nos Estados Unidos, com lastro em ações deste país, lançados por empresas brasileiras; é regulamentado como DR, nos termos da regulamentação do Anexo V da Resolução nº 1.289, de 20 de Março de 1987, com redação aprovada pela Resolução nº 1.927, de 18 de Maio de 1992.

A queda de Fernando Collor através do processo de *impeachment* traz Fernando Henrique Cardoso como ministro da economia e depois como presidente, sem alterações significativas no processo de liberalização financeira doméstica e externa. No caso da liberalização financeira externa, temos já a partir de outubro de 1992 a permissão para empresas estrangeiras emitirem títulos que possam se converter em ações pelas empresas e instituições instaladas no Brasil, sem necessidade de se sujeitarem a prévia autorização.

Já com relação à liberalização interna, o ano de 1992, inicia com o anúncio do interesse da Aracruz de lançar ADRs no NYSE, lançando em maio deste ano o primeiro lote de ações internacionalmente, passando a ser permitido o lançamento de ADRs no exterior desde que garantidas por títulos mantidos em custódia específica no Brasil. Além disso, temos em outubro a autorização para residentes privados brasileiros não-financeiros investirem no exterior até um milhão de dólares sem autorização prévia. Porém, o movimento para fora dos investimentos diretos ou de portfolio continuam limitados.

O ano de 1993 inicia com a continuidade do processo de privatização. Em março, temos a privatização da Poliolefinas (petroquímica), e em Abril ocorrem as privatizações da CSN (Compania Siderúrgica Nacional) e da Açominas (lâminas de aço).

Alterações acerca da liberalização financeira externa ocorreram em Julho de 1993, com a extensão para 36 (trinta e seis meses) do mínimo período de empréstimos obtidos nos mercado externos, e de 60 (sessenta) para 90 (noventa) meses para isenção de imposto de renda sobre os juros. Além disso, em Agosto as instituições financeiras passaram a ter autorização para negociar ouro entre elas (inter-bancário), além da permissão de também fazê-lo com clientes domésticos de instituições financeiras estrangeiras. Em setembro, a taxa sobre transações financeiras de 0,25%, foi declarada inconstitucional e o Presidente Itamar Franco ordenou uma nova taxa que variava de 0,75% a 3,2%, sendo isenta a partir do momento que o capital permanece mais que 15 (quinze) dias no país. Mas em novembro, temos novidades com tarifações de 3% de IOF para as captações estrangeiras, sob a forma de empréstimos, convertidas em moeda doméstica. Em outubro, determina-se a data efetiva dos ADRs da Companhia Suzano de Papel & Celulose), demonstrando o acesso a passivos externos pelos residentes. Mas em termos de liberalização financeira externa, referente ao controle das entradas de capital

de não residentes, temos em novembro a proibição do investimento em debêntures do capital estrangeiro.

Em termos da dívida externa, principalmente a bancária, tem-se um novo acordo de reestruturação em novembro, que continuam sinalizando a reestruturação da dívida, na busca do retorno a participação da liquidez internacional.

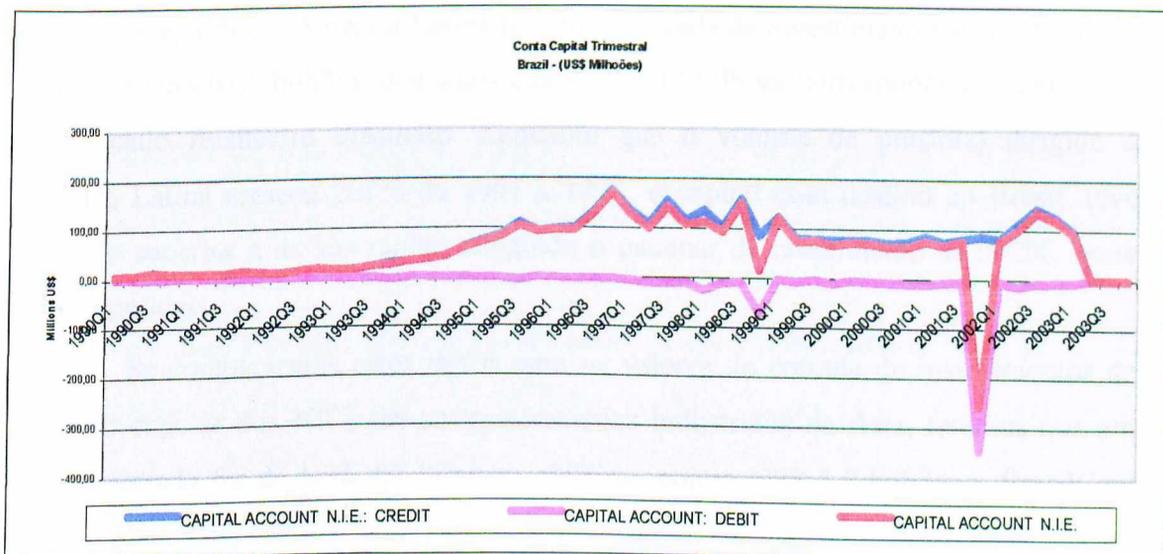
Tabela 2.1.1.1 – Movimento de Portfolio em US\$ Milhões.

Brasil	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Entrada	579,00	3.808,00	7.366,00	12.928,00	47.784,00	10.171,00
Saídas	67,00	n.a.	n.a.	606,00	3.052,00	936,00

Fonte: FMI.

Os anos de 1994 e 1995 correspondem à crise financeira do México, e veremos o impacto no fluxo de capitais, como mostra o Gráfico 2.1.1.5., onde é possível perceber tanto uma ligeira queda da entrada de capital quanto um aumento da saída de capital, em reposta à crise financeira, que também podemos observar na tabela 2.1.1.1, que mostra os movimento de portfolio, revelando uma acentuada queda da entrada de capitais especulativos de 1994 para 1995. Reações estas que serão ainda mais acentuadas nas crises da Ásia em 1997, da Rússia em 1998, do próprio Brasil no período de 98/99 e da Argentina em 2002.

Gráfico 2.1.1.5 – Conta Capital de 1991 até I/2003.



Fonte: FMI.

O ano de 1994 foi marcado por uma séria de regulamentações, resoluções monetárias nacionais, alterando a estrutura e dinâmica do sistema financeira doméstico, principalmente no que tange a gestão e conduta de entrada de capitais de não-residentes. Em janeiro, temos a resolução monetária nacional nº 2042, que autoriza certas instituições a procederem operações de *swap* envolvendo ouro, taxas de câmbio, taxas de juros e índices de preços no mercado *over-the-counter*. Fator de relevada importância, dado que os derivativos, ou produtos derivados, onde os *swaps* constituem um de seus instrumentos eficientes de proteção contra o risco de câmbio, forma tradicional de proteção dos especuladores, e um exemplo de fator que contribui fortemente para a liberalização financeira externa, na medida em que se configura como forma de cobertura contra os riscos financeiros. No entanto, Plihon (1995: 66) nos apresenta o paradoxo levantado pelos derivativos que "... decorre do fato de que estes instrumentos (que) têm por objeto a cobertura contra os riscos financeiros e, no entanto, tornou-se uma das causas da instabilidade das cotações contra a qual eles supostamente defendem os agentes econômicos".

A tabela 2.1.1.1, descrita pelos dados do FMI, revela claramente a ascensão destes movimentos de capital especulativo em 1994. Para termos uma idéia do volume de entrada de capital especulativo no Brasil, neste período, podemos compará-lo com o volume dos dados da América Latina fornecidos pelo BIS (Bank of International Settlements)²⁵: em 1991, a América Latina recebeu US\$ 22 bilhões de investimentos em portfolio, dos quais US\$ 3,8 bilhões vieram para o Brasil; já em 1992, a América Latina recebeu US\$ 39,7 bilhões dos quais US\$ 7,3 bilhões tiveram o Brasil como destino; no ano seguinte, 1993, a América Latina teve uma entrada de investimentos de portfolio da ordem de US\$ 67,9 bilhões, dos quais quase US\$ 13 bilhões corresponderam a entradas no mercado financeiro brasileiro. Enquanto que o volume de portfolio dirigido à América Latina cresceu 208% de 1991 a 1993, o capital com destino ao Brasil, teve ascensão superior a da sua região atingindo o patamar de crescimento de 242%, neste mesmo período.

Se compararmos estes dados com os valores de entrada de investimentos de portfolio com os dos NICs (as novas economias industriais) da Ásia, teremos que em 1991 a entrada foi de US\$ 4,2 bilhões – NICs – contra US\$ 3,8 bilhões – Brasil; em 1992, os NICs captaram US\$ 7,3 bilhões, praticamente empatando com o Brasil; e por

²⁵ Dados retirados do texto de Plihon (1995: 64).

fim, 1993, a entrada de investimentos de portfolio nos NICs atingiu US\$ 13,8 bilhões, pouco acima do volume direcionado para o Brasil. Significativos da captação propiciada pela liberalização externa então em processo, conforme nossa discussão.

Temos também em seguida, a resolução do conselho monetário nacional n° 2046, que modifica a regulamentação n° 1289 de março de 1987, que diz respeito a constituição, operação e administração do capital estrangeiro, empresas de investimento, ações e portfolio *bonds* mantidos no país por não-residentes.

Todas estas alterações na regulamentação e legislação apresentadas ao longo da década de 90 levaram à liberalização financeira externa, que elevou os investimentos em portfolio que cresceram fortemente principalmente ao longo desta década. Transações estas, de acordo com Plihon (1995), de caráter especulativo, que tomam a forma de compra e venda de títulos nos mercados financeiros, registradas nos balanços de pagamento no item investimentos em portfolio. Muitas vezes, a entrada de capitais se mostrou superior as necessidades do balanço de pagamentos, gerando valorização da moeda doméstica. Esta apreciação cambial leva a perda de competitividade externa, que por sua vez, gerará no futuro necessidade e dependência maiores do financiamento externo.

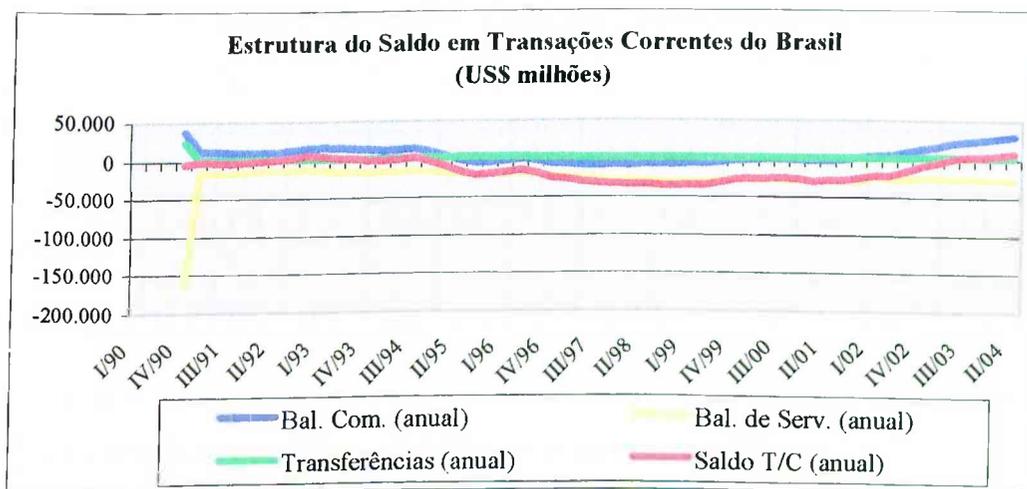
Gráfico 2.1.1.6 – Movimento de portfolio 1991 à 2003



Fonte: FMI.

“Esse desvio especulativo intervém porque os mercados tornaram-se mais voláteis e os investidores carecem de pontos de referência para ancorar suas expectativas” (Plihon, 1995: 64). Conforme podemos verificar no gráfico 2.1.1.6, os investimentos no Brasil cresceram de forma estável de 1990 à 1993, e aos saltos a partir de 1994, com quedas em resposta as crises financeiras da década de 90, especificamente vemos quedas significativas no gráfico citado, em 1995, 1997, 1999 e 2002 de forma bastante acentuada correspondendo aos reflexos da crise da Argentina.

Gráfico 2.1.1.5 – Estrutura do saldo em transações correntes do Brasil de 1990 a 2004.



Fonte: Banco Central do Brasil.

2.1.2 ARGENTINA – ABERTURA EXTERNA E DOLARIZAÇÃO

Já a abertura financeira na Argentina ocorreu de forma abrangente²⁶, conforme Freitas e Prates (1998), tendo a abertura financeira de sua economia sido considerada um dos pilares, isto é, o país propaganda do programa estabelecido pelo Consenso de Washington, que visava entre outras propostas, a liberalização do investimento internacional e desregulamentação de regras que definiam limites para ação dos agentes

²⁶ “A experiência da Argentina com os programas neoliberais de desenvolvimento não se restringe a apenas um período, mas é compreendida por dois momentos. O primeiro durou de 1976 até 1983 com a mesma característica política da experiência chilena, isto é, foi dominado por um fascismo de mercado (...). O segundo momento da aventura neoliberal argentina se inicia em 1989 com a eleição de Carlos Menem para a presidência do país”(Carcanholo, 2004: 87). Nós apenas nos deteremos na análise do segundo momento, para maiores detalhes sobre o primeiro ver bibliografia acima citada.

econômicos, cristalizado no programa de estabilização monetária implementado pelo governo do presidente Carlos Menem no anos 90.

Carlos Menem assume em 1989 com uma inflação acumulada superior a 700%, levando a implementação de medidas ortodoxas como a redução dos gastos públicos, (inclusive investimento), suspensão de subsídios e incentivos fiscais por determinado período, aumento dos impostos sobre exportações e fortes desvalorizações cambiais, corte na oferta monetária que elevou os juros etc; fatores que desenhavam a mais radical implementação do receituário neoliberal na economia Argentina (Carcanholo, 2004).

Tabela 2.1.2.1 – Alguns dados macroeconômicos sobre o Brasil de 1989 a 2003.

	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03
G	-6,2	-1,8	10,6	9,6	5,7	5,8	-2,8	55,5	8,1	3,9	-3,4	0,45	-4,97	2,72	3,64
Π	4924	2314	171, 7	24,9	10,6	4,2	3,4	0,2	0,8	0,9	-1,2	-0,9	-1,1	25,9	n.a
FBKF	15,5	13,9	14,6	16,7	19,0	19,9	17,9	18,0	19,3	19,9	17,8	16,2	14,2	15,8	n.a

Notas: G é a taxa de crescimento anual da economia. Π é a taxa de inflação anual e FBKF a formação bruta de capital fixo em proporção ao PIB.

Fonte: FMI .²⁷

Como podemos verificar na tabela 2.1.2.1, a inflação em 1989 era caótica e a Argentina se encontrava em plena recessão com uma taxa de crescimento negativa de -6,2%, levando o Governo à adoção de um plano de emergência muito duro – o *Plano Bonex* – elevando as taxas de juros (a níveis superiores do que a inflação) oscilando entre 80% a 150% ao ano em 1990, caracterizando um tratamento de choque, reforçado pela troca dos depósitos por títulos de dívida pública (dolarizados), associado a valorização cambial em 41% de 1989 para 1990 (Carcanholo, 2004). A economia mostra uma recessão menos grave em 1990 com uma taxa de crescimento negativa de -1,8%, porém a inflação permanece em patamares ainda muito elevados, apesar de já chegar a metade do ano de 1989, com o valor de 2314% ao ano.

“O Plano de Conversibilidade, de março de 1991, estabeleceu um regime de câmbio fixo com conversibilidade monetária, ou seja, um regime de *currency board*.

²⁷ Parte dos dados a fonte é do FMI , mas foram retirados de Carcanholo (2004: 93).

Assim, a estratégia adotada para eliminar a hiperinflação e reverter o processo de desmonetização foi a legalização da dolarização” (Freitas e Prates, 1998: 175).

Como nesse regime a base monetária é determinada pelas variações das reservas internacionais, depende totalmente dos fluxos de recursos líquidos entre o país e o exterior, isto é, da entrada de capitais, gerado por uma integração financeira com o exterior. No caso da Argentina, isto implicava alta entrada de capitais gerando valorização da moeda doméstica. Esta apreciação cambial leva a perda de competitividade externa, que por sua vez, gerará, no futuro, necessidade e dependência maiores do financiamento externo.

No caso da Argentina, estes fatores são agravados na década de 90 pelas políticas de conta capital altamente liberal. Configuradas pela liberalização total do mercado de câmbio, finalizada em 1991 com a **Lei de Convertibilidade**, a qual garantia o que já estava delineado pela segurança aos depósitos em moeda estrangeira e a recuperação dos mesmos na moeda depositada, que foi a efetiva conversibilidade do peso em relação ao dólar, além de estabelecer uma paridade fixa para a taxa de câmbio²⁸, implementando o sistema de *currency board*, que autorizava também, a realização de contratos em moeda estrangeira.

Em 1992, O Banco Central da República Argentina é liberalizado (BCRA), através da nova **Carta Orgânica do Banco Central**, passando a limitar a capacidade de emprestador de última instância que os bancos centrais possuem, diminuindo com isso a capacidade do Banco Central de financiar o governo. Eleva a dependência dos fluxos de recursos externos para fazer frente aos problemas de balanço de pagamentos. Associada neste mesmo ano à conversibilidade total da conta capital²⁹ com a adoção da **Lei de Anistia Fiscal** de 1992 que torna isenta de tributação qualquer repatriação de argentinos no exterior. Conversibilidade esta já em processo quando da desregulamentação do mercado de capitais em 1991, que permitiu aos bancos e empresas emitirem documentos financeiros, como as *Obligaciones Negociables* e papéis comerciais, em moeda estrangeira (Freitas e Prates, 1998).

²⁸ Esta paridade foi estabelecida a partir de 1992, quando o austral foi substituído pelo peso, passando o câmbio a ser estabelecido em 1 peso igual a 1 US\$, conforme texto de Freitas e Prates (1998).

²⁹ Em 1989, uma taxa de câmbio livre é introduzida para as transações de conta capital, passando os empréstimos e seus pagamentos a serem transacionados por meio desse novo mercado cambial livre. Em 1990, o regime especial de taxas de câmbio para as transações da conta capital são eliminados.

Podemos destacar ainda a liberalização do setor doméstico financeiro, que iniciado em 1977 com a abolição dos controles de crédito, mostra-se em franca expansão em 1990, com a **Lei de Reforma do Estado**, em 1989, que regulamentou as privatizações, incluindo de bancos nacionais, com incentivos a participação estrangeira no processo, constituindo ampla reforma bancária e culmina em 1994 com a eliminação progressiva dos controles remanescentes sobre o crédito a nível nacional, conforme Kaminsky e Schmukler (2003). Além disso, temos o **Decreto 146/1994**, que liberaliza e regulamenta a operação de instituições financeiras de capital estrangeiro, fornecendo-lhes o mesmo tratamento às nacionais.

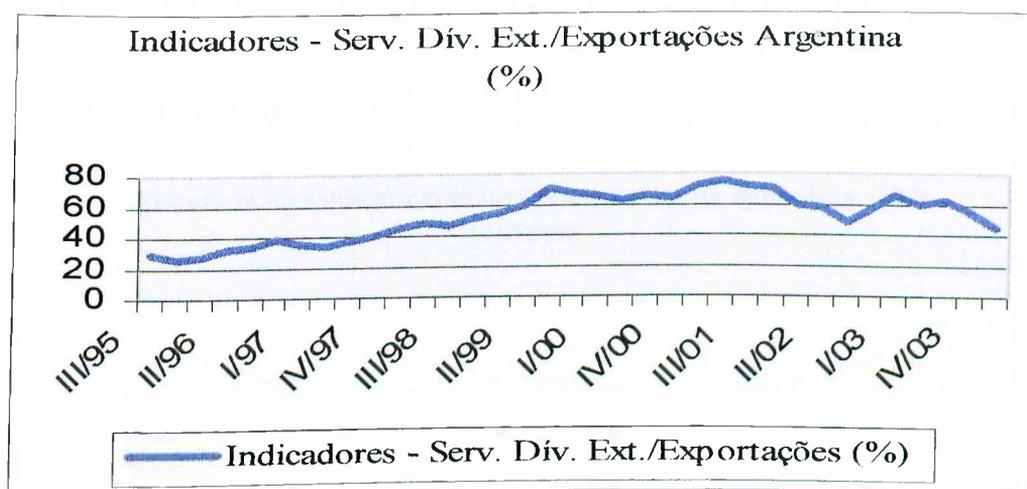
Conforme Carcanholo (2004) em 1989 foram suprimidas restrições sobre transações em divisas e investimento externo, a liberalização do mercado de ações, em 1989, efetuado pela **Lei de Emergência Econômica**, a qual liberaliza o investimento estrangeiro no mercado de ações, associado à liberalização total, ainda neste mesmo ano, da repatriação do capital, lucros e dividendos dos investimentos estrangeiros. Além disso, temos o **Decreto de Desregulamentação do Mercado de Valores** em 1991, que elimina os impostos e outras restrições às operações com títulos mobiliários.

Associado a todas essas medidas, os resultados do programa econômico em relação a estabilização apresentam-se apreciáveis, com a drástica redução da inflação dos níveis de 1989 e satisfatória redução como de 171% em 91 para 24,9% em 92, associada a forte redução dos juros reais em 1992, que alcançaram 13% ao ano (influenciada pela queda dos juros internacionais).

A liberalização financeira na Argentina, como nos demais países da América Latina, implicou um maior volume de entrada de investimentos estrangeiros de portfólio, implicando riscos consideráveis para os países periféricos, gerando crises cambiais e bancárias. Na Argentina, conforme Freitas e Prates (1998) os fluxos de capitais concentram-se no sistema bancário doméstico e nas bolsas de valores locais, buscando aproveitar as elevadas taxas de juros internas. E dado o regime de *currency board* que passa a estar em vigência com o Plano de Conversibilidade, um aumento de reservas, eleva a base monetária expandindo a liquidez do sistema financeiro doméstico e sua capacidade de empréstimo. Este regime gerou a queda da inflação e a adoção da conversibilidade da moeda, porém não gerou recuperação substancial da economia, levando a um crescente abandono da moeda doméstica em favor do dólar.

Este funding em moeda estrangeira, contudo, fica restrito ao curto prazo, sem alongamento dos depósitos à prazo, como poderia ser de esperar, elevando a fragilidade financeira já associada a dolarização da economia. Situação que delinea uma grande vulnerabilidade do sistema financeiro argentino à reversão dos fluxos de capitais. Vulnerabilidade esta agravada pela falta de um emprestador de última instância, dada a autonomia do Banco Central da Argentina (BCRA), que se explicita com a crise do México em 1994.

Gráfico 2.1.2.1 – Serviço da Dívida Externa/ Exportações (%)



Fonte: Banco Central da Argentina.

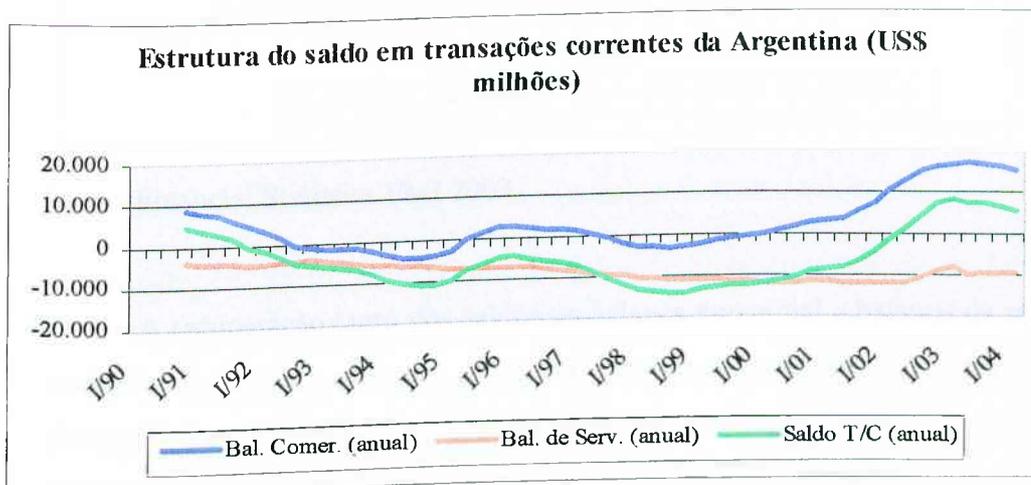
Como podemos verifica pelo gráfico 2.1.2.1, o serviço da dívida externa sobre as exportações, um indicador de vulnerabilidade externa estrutural, demonstra como a partir da crise do México em 1994, este indicador piora continuamente, como expressão do aumento da vulnerabilidade, e resultado das demais crises financeiras mundiais que se sucedem a partir de então.

A despeito do grau significativo de receptividade dos fluxos de capitais, os quais elevaram-se 3,8 vezes somente no início da década de 90³⁰, pela gestão macroeconômica da Argentina, devido aos efeitos de expansão da liquidez e conseqüentemente da atividade econômica, o país marcha firme para uma crise cambial e financeira que toma forma em 2002, gerando a desdolarização da economia, com elevação do risco país, além do contágio de demais economias latino-americanas.

³⁰ Conforme tabela 2.1.1 – Ingressos de Capital Externo em países selecionados.

Como podemos verificar pelo gráfico 2.1.2.2, que retrata o saldo das transações correntes na Argentina, verificamos desde o movimento de abertura financeira e liberalização total da conta de capital, queda da balança comercial, que pode ser associada à perda de competitividade internacional dos produtos argentinos dada a dolarização da economia, que levou a apreciação cambial, com os mesmos efeitos negativos sobre a balança de serviços. De modo que conseguimos perceber uma elevação da captação de recursos externos, entrada essa de capital que alcança US\$ 44 bilhões, em três anos, de 1991 a 1994, sendo destes US\$ 12 bilhões de IED – investimento estrangeiro direto. Mas esta não se encontra associada a uma melhor inserção da Argentina na integração comercial como reflexo da abertura financeira.

Gráfico 2.1.2.2 – Estrutura do saldo das transações correntes da Argentina 1990 a 2003.



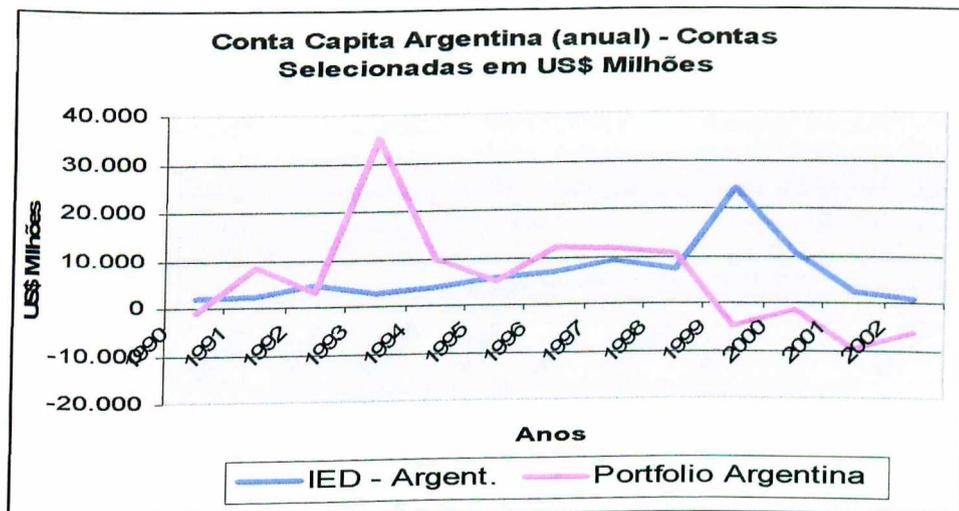
Fonte: FMI.

Essa elevação de entrada de recursos assume as seguintes características, conforme os gráficos 2.1.2.3 e 2.1.2.4, que representam respectivamente a conta capital e o investimento direto estrangeiro em comparação com o investimento em portfolio. Através do gráfico 2.1.2.3 podemos verificar que as saídas de capital nos momentos de crise internacional financeira, como 1995, 1997, 1998 e 1999, foram acentuadas.

Em 1995, por exemplo, temos o resultado da crise do México de 1994, o efeito *tequila* que reduziu drasticamente a entrada de capital, tipo portfolio, como podemos observar no gráfico 2.1.2.3, caindo de US\$ 35,2 bilhões em 1993 para US\$ 4,7 bilhões no ano de 1995, elevando a fragilidade das instituições financeiras e gerando um ajuste interno recessivo que levou a taxa de crescimento ao nível de -2,8% em 1995. 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 (Carcanholo, 2004), conforme tabela 2.1.2.1.

Gráfico 2.1.2.3 – Conta Capital da Argentina de 1990 a 2002 – em US\$ Milhões – anual.



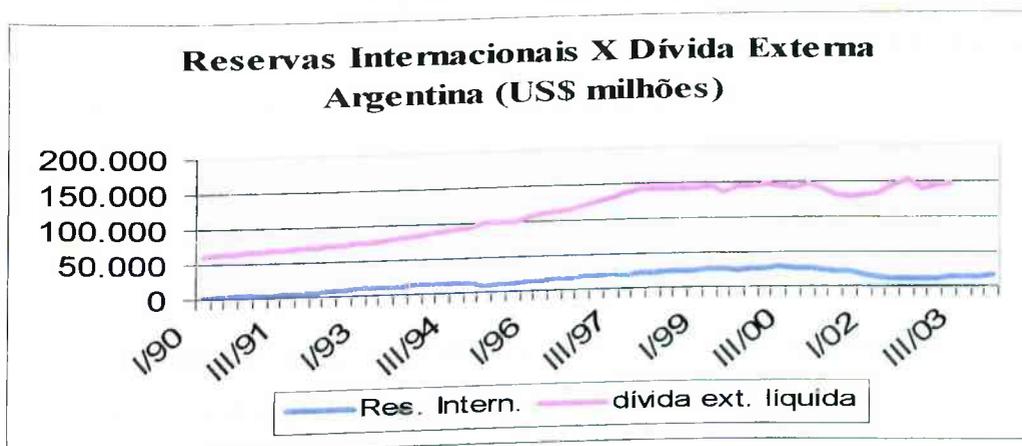
Fonte: Financial Statistics FMI 2003.

A recuperação tanto dos saldos da balança comercial e balança de serviço, assim como das transações correntes, ocorrerá somente a partir de 2003, com a falência do sistema de *currency board* e a consequente desvalorização da moeda, com aumento da competitividade no comércio exterior. Temos também o colapso da capacidade de importar da Argentina que ocorre de 1989 a 1991, quando da consolidação da abertura financeira, outro indicador de fragilidade externa, como podemos constatar pela tabela 2.1.2.1.

Podemos ainda, verificar pelo gráfico 2.1.2.4, que compara o volume de reservas internacionais com a situação da dívida externa Argentina, a elevação das reservas propiciada pela elevada entrada de capital estrangeiro que, no entanto, gera elevação da dívida, dado o perfil das elevadas taxas de juros para atração de capital e a baixa competitividade internacional que deprime os indicadores da balança comercial e de serviços como vimos acima. Assim, percebemos como o processo de abertura externa na Argentina da década de 90, "...aprofundado e agravado por um regime de câmbio fixo, levou a déficits crônicos em suas contas externas, ao aumento do endividamento público e privado, que passa de US\$ 62 bilhões em 1990 para US\$ 79, 5 bilhões quatro anos

depois, sendo que a parcela do setor público, no mesmo período, sai de US\$ 49 bilhões para US\$61 bilhões, e à volatilidade nas taxas de crescimento da economia” (Carcanholo, 2004: 98).

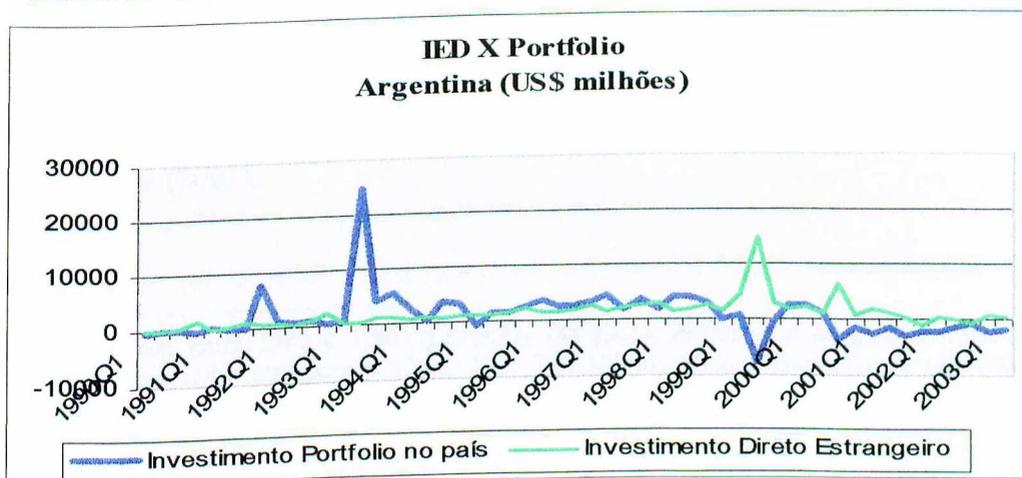
Gráfico 2.1.2.4 – Reservas Internacionais X Dívida Externa de 1990 a 2004.



Fonte: Banco Central da Argentina

Acentua-se mais a dependência externa Argentina, que levará a crise de 2002. A partir daí, como verificamos no gráfico 2.1.2.5, as reservas internacionais caem, como reflexo da queda de entrada de capital estrangeiro em torno do período da crise, para se recompor aos patamares anteriores em seguida, enquanto a dívida externa cai com a desdolarização da economia, para elevar-se em seguida, dada a necessidade de empréstimos para enfrentar os problemas decorrentes da crise financeira e cambial.

Gráfico 2.1.2.4



Fonte: FMI.

Com a eclosão da crise em Janeiro de 2002, a Argentina é obrigada a abandonar a lei de convertibilidade, que impunha paridade entre o dólar e o peso, situação agravada ao longo do ano pela incapacidade do país de honrar seus compromissos externos, e pela crise bancária que se sucedeu devido a falta de dólares no sistema bancário capaz de responder as demandas dos correntistas demandando seus saldos em dólares, levando o país a enfrentar tanto uma crise financeira quanto cambial, obrigando a Argentina a duras renegociações e a busca de empréstimos e captação de recursos líquidos externos que elevam sua dívida externa, conforme gráfico 2.1.2.4.

2.1.3 - MÉXICO

A abertura financeira no México, nos anos 90, abarcou liberalização do acesso de estrangeiros à aplicações nos mercados acionário, de títulos públicos e monetário, dentro de um quadro de reforma do setor financeiro doméstico, que se iniciou a partir do final da década de 80 (Freitas e Prates, 1998).

Ainda no setor financeiro doméstico, temos em outubro de 1988, a retirada de alguns controles sobre a taxa de juros, associado ao início da liberalização das taxas de juros dos depósitos, que levou em abril de 1989 a liberação dos tetos das taxas de juros e ao pagamento, neste mesmo ano, de juros para contas correntes pelos bancos.

Em 1989, as restrições para a participação de capital estrangeiro no mercado de ações foram amplamente liberalizadas³¹, com a permissão de investimento estrangeiro no mercado de ações mexicano via fundos especiais e ações tipo “B”³², de corporações mexicanas. Em dezembro deste ano, a **Lei Bursátil**, permitiu ainda maior acesso dos investidores externos ao mercado de ações por meio de uma nova modalidade de investimento conhecida por *Fondo Neutro*, que permitia ao capital estrangeiro acesso a ações tipo “A”, de acesso até então exclusivo dos mexicanos, conforme Kaminsky E Schmukler (2003).

³¹ “O período entre 1982 e 1988, a reforma financeira limitou-se à adequação frente as mudanças internacionais. Sobre esse período Cano (2000: 421-422) afirma que, apesar da exclusividade do governo para a atividade bancária, fruto da reforma constitucional de 1983 “já se permitiria aos bancos a emissão de aceites com taxas e prazos livres”, redução do controle sobre taxas passivas, diminuição da alocação dirigida para o crédito” (Carcanholo, 2004: 106).

³² As ações de acesso até então dos não residentes eram do tipo B, ações de livre subscrição e fundos do país – *country funds* – carteiras de ações das empresas mais representativas do mercado mexicano.

É só com esta lei que o processo de liberalização financeira é posto em marcha de fato, ampliando o acesso do investimento estrangeiro ao mercado de ações, possibilitando a compra de ações antes reservadas somente ao capital nacional, uma vez que estas ações podem garantir o controle de capital.

Mas o elemento central da liberalização da conta capital mexicana foi a ampliação do acesso ao mercado de títulos públicos, isto é, a abertura deste mercado, que ocorre em 1990, com a eliminação de proibições de compra destes ativos pelo investidor estrangeiro. Efeito multiplicado ao ser associado à autorização de negociação de *Cetes – Certificados de la Tesorería* – por ser o principal título comercializado no mercado, assim como os de renda fixa, o que ocorre com a desregulamentação do mercado monetário em 1991.

Podemos perceber pelo gráfico 2.1.3.1, o aumento do investimento externo sob a forma de portfolio, resultado da liberalização financeira que ampliou o acesso dos fluxos internacionais ao mercado de ações.

Gráfico 2.1.3.1 – Estrutura do Investimento México – contas selecionadas.



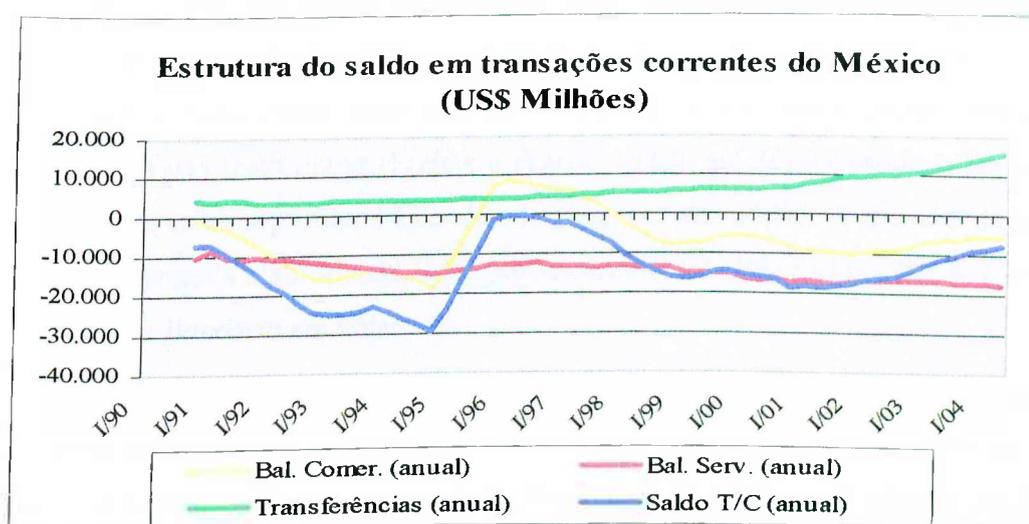
Fonte: FMI.

Em termos da liberalização financeira doméstica, temos em 1989, conforme Kaminsky e Schmukler (2003), a abolição de tetos nas taxas de juros seguida de autorização aos bancos para o pagamento de juros às contas correntes. E em 1990, temos a promulgação da lei das instituições de crédito liberalizando o acesso do capital estrangeiro aos bancos, podendo a partir de então, estabelecer-se sucursais com

possibilidade de negociar apenas com não-residentes, como também, uma participação minoritária no capital social das corretoras (Carcanholo, 2004).

Podemos perceber no gráfico 2.1.3.2, abaixo, como a liberalização financeira afetou o balanço de pagamentos do México, resultando numa elevação do déficit em conta corrente, devido à entrada de capitais, promovida por taxas de juros mais elevadas do que o restante do circuito internacional, além de déficits na balança comercial e de serviços.

Gráfico 2.1.3.2 – Estrutura do saldo de transações correntes do México de 1990 a 2003.



Fonte: Banco Central do México.

Percebemos, ainda, a ligeira recuperação da conta comercial e do saldo das transações correntes, a partir de 1996, associada a uma elevação das transferências, remessas de lucros e dividendos, além dos juros, após a crise de 1994/1995, em seguida a entrada do México no NAFTA, impelindo mais o processo de abertura financeira, com sua ampliação da liberalização financeira doméstica, elevando a participação estrangeira no sistema financeiro, e elevando a exposição às crises mundiais financeiras, agravando a fragilidade e vulnerabilidade externa, acima exposta.

À distância entre o mercado doméstico financeiro e os fluxos de capitais é diminuída ainda, por medidas em 1990, que liberalizam a repatriação de recursos, de forma anônima e descomplicada, sendo tributados por taxa única de 1%, chamado do selo fiscal. Medida fundamental para segurar a fuga de capital, que tinha sido intensa na

década de 80. Associada a esta medida, conforme Kaminsky E Schmukler (2003), temos a retirada de restrições sobre o investimento na forma de *portfolio*. A despeito da permanência de certo controle sobre a participação do capital estrangeiro em alguns setores, inclusive a necessidade de autorização prévia para entrada do não residente.

A liberalização da conta capital mexicana não é, contudo, completa, conforme Kaminsky e Schmukler (2003), pois com referência à conversibilidade entre moedas, permanecem controles sobre os depósitos de moeda estrangeira, que se limitam a empresas localizadas na fronteira com os Estados Unidos, e mais tarde em 1991, para pessoas físicas aí também localizadas e pessoas jurídicas mexicanas em geral. O investidores não residentes permanecem com limitado acesso a estes depósitos em moeda estrangeira, limitando-se a abertura deste tipo de conta a oficiais de governos estrangeiros, organismos internacionais e pessoas físicas estrangeiras prestadoras de serviços à estas instituições (Freitas e Prates, 1998), até 1993 quando o acesso à não-residentes a estes depósitos é liberalizado (Carcanholo, 2004). A emissão de títulos em moeda estrangeira é autorizada, com cobertura cambial além da emissão de *Certificados de Depósito Bancário* em dólar.

Conforme nos assevera Freitas e Prates (1998), os investimentos estrangeiros de *portfolio* (gráfico 2.1.3.1) alcançam no período de 1990/1994 mais de 60% do total dos fluxos de capitais. Sendo que o mercado financeiro mexicano mais afetado pela abertura foi o de títulos públicos, com seria de esperar, já que estes estavam entre os principais títulos negociados no México, e o qual sofreu profunda liberalização. Já com relação ao mercado de ações, o impacto foi pouco significativo; já a maioria das ações foi emitida e adquirida sob a forma de *ADR*, canalizando a liquidez deste setor para as bolsas de Nova Iorque.

Quando em 1994, o México passa a fazer parte da área de livre comércio, a NAFTA, temos ampliações da liberalização financeira doméstica, com relação aos bancos, passando a ser permitindo a abertura direta de filiais de bancos e corretoras americanas e canadenses (Carcanholo, 2004), associado a reprivatização dos bancos no período de 1990 a 1992, que elevou a participação estrangeira no sistema financeiro para 1.2 % dos ativos, crescendo mesmo no período pós-crise elevando-se para 19.9% em 1997.

A forte entrada de capital estrangeiro como podemos verificar no gráfico 2.1.3.1, acelerou-se a partir de 1991, sendo a maior parte, no período de 1990 a 1993, sob a

forma de portfolio 67% e 21% de IED – investimento estrangeiro direto (Carcanholo, 2004), superação esta do investimento de carteira gerado pela liberalização financeira intensa a partir de 1990.

Gráfico 2.1.3.3 – Dívida externa total do México em relação ao saldo das transações correntes de 1990 a 2003.



Fonte: Banco Central da Argentina.

Concomitantemente, a esta elevação dos investimentos estrangeiros de portfolio e investimento direto, temos o crescimento da dívida externa total, conforme gráfico 2.1.3.3, que aumenta continuamente de 1990 a 2003, seguida pelo saldo negativo das transações correntes, que independente de uma breve recuperação em 1996, quando da elevação do saldo comercial, volta a patamares próximos ao do início dos anos 90.

2.1.4 – CHILE

A experiência de liberalização financeira e comercial da década de 90 não foi uma novidade para o Chile, o qual já havia tido uma falsa alvorada no final dos anos 1970, quando parecia que o Chile podia ser uma história de sucesso em desenvolvimento.

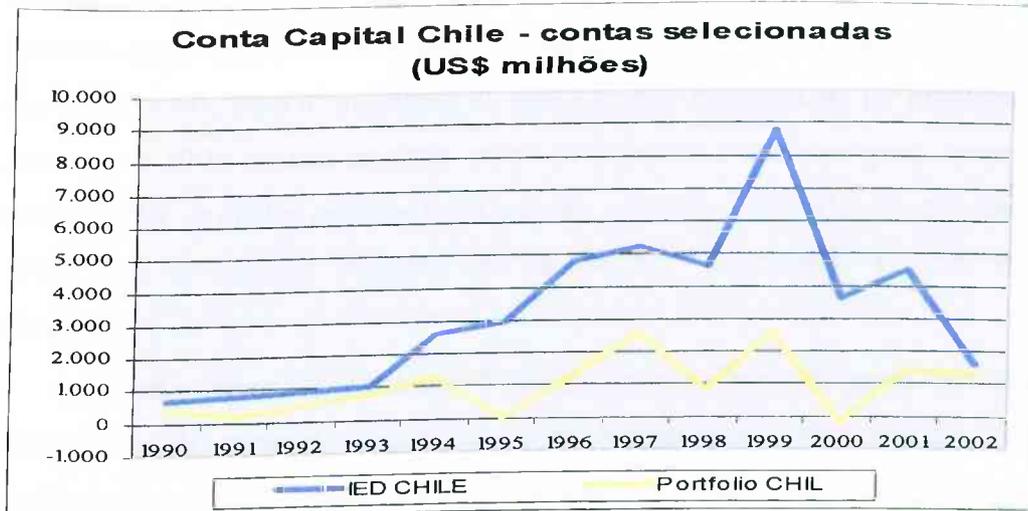
O período de 1978-81 consiste, conforme Ffrench-Davis, Agosin e Uthoff (1997), no período quando foi conduzida a maior parte da liberalização financeira externa, com grande entrada de capitais, assim como na década de 90. De 1978-81 "...a utilização de políticas macroeconômicas equivocadas – uma taxa de câmbio fixa para

reduzir a inflação apesar da perda de competitividade que isso acarretava, combinada com a liberdade relativa da entrada de capital e desregulamentação financeira sem supervisão efetiva – levaram ao desastre do colapso de 1982” (Kuczynski e Williamson, 2004: 270).

A partir do colapso, temos nos anos seguintes a preocupação do governo de passar a buscar taxas de câmbio que permitissem a competitividade no comércio exterior, fazendo um controle da inflação mais gradual, medidas que foram associadas à supervisão do sistema financeiro, adotando desde 1990 o *encaje*³³ para limitar as entradas de capital. Medidas que resultaram em um expressivo e impressionante crescimento da economia chilena nos anos 90.

Conforme Ffrench-Davis (2004) a crescente aprovação internacional da política econômica chilena associada às altas taxas de juros praticadas neste país, além do florescente ambiente democrático levaram a uma elevação da atratividade do país com o crescimento de entrada de recursos externos a partir de meados de 1990.

Gráfico 2.1.4.1 – Conta Capital Chile – contas selecionadas



Fonte: FMI.

³³ Este *encaje*, também utilizado pela Colômbia, consistia em uma forma de tentar resistir à valorização imposta pela entrada dos fluxos de capitais (Kuczynski e Williamson, 2004). Os *encajes* são aplicações de impostos e exigências de reservas para a entrada de capitais de curto prazo, com intuito de minimizar a volatilidade dos mesmos, na busca de neutralizar os efeitos negativos incompatíveis com as estratégias de desenvolvimento exportador.

Com isso, o Chile diferentemente dos demais países da América Latina, passou então a possuir entrada de capital que se convertiam em investimento. Feito que pôde ser alcançado pelo Chile em virtude das medidas para desencorajar os fluxos de capital de curto prazo, associado a uma grande participação do investimento estrangeiro direto - IED, no movimento de capital, conforme podemos constatar pela observação do gráfico 2.1.4.1. A experiência chilena comprovou este fato ao apresentar maior probabilidade de elevação das taxas de investimento quando as entradas de capital adotam a forma de IED - investimento estrangeiro direto.

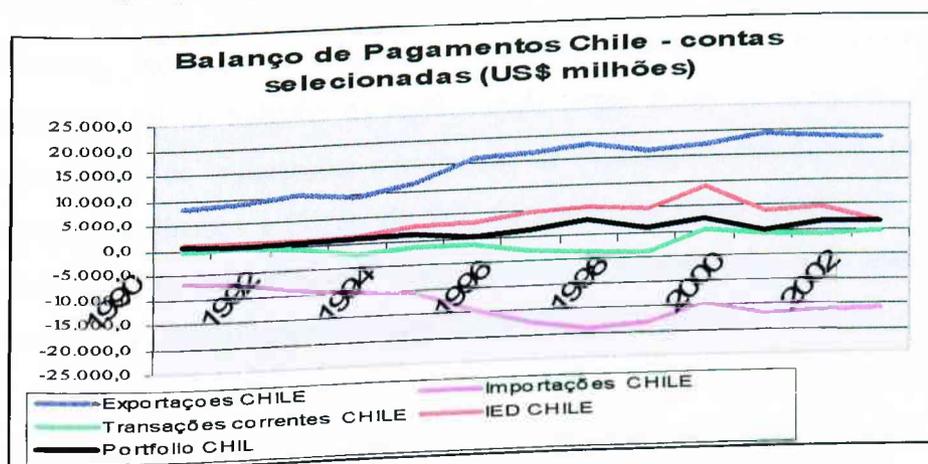
“No que diz respeito à conta capital do balanço de pagamentos, a maior parte da liberalização das entradas de capital e do mercado financeiro interno ocorreu na década de 1970 e início da década de 1980, ainda que as afluências e saídas ainda estejam sujeitas a certos controles que vêm sendo parcialmente liberalizados desde 1991” (Ffrench-Davis, Agosin e Uthoff, 1997: 181).

Em termos da conta capital temos, em 1990, a introdução de novas regulamentações das operações de mercado aberto, operações até então só permitidas quando autorizadas pelo Banco Central. Ocorrendo a partir de então uma liberalização de todas as transações que não tivessem uma restrição específica do Banco Central. Uma reversão deste processo conforme Kaminsky e Schmukler (2003), de liberalização ocorre em 1991, com a imposição de reservas não remuneradas no montante de 20% neste ano e 30 % no ano seguinte, sobre os fluxos de entrada no país, como forma de buscar conter os efeitos negativos dos grandes volumes de entradas financeiras. Mas, em 1998 todas as reservas impostas são eliminadas, liberalizando a conta capital por completo.

O setor financeiro doméstico foi liberalizado ao longo dos anos 70, alcançando a liberalização das taxas de empréstimos e de depósitos em 1974, para em 1976 serem abolidos controles quantitativos sobre o crédito. Mas com o colapso de 1982, controles sobre as taxas de juros dos bancos comerciais foram re-impostas, sendo estes controles parcialmente eliminados em 1984, o que gera uma elevação do investimento tanto sob a forma de IED - investimento estrangeiro direto, como de portfólio - conforme gráfico 2.1.4.1, com a liberalização das taxas de depósito, mantendo-se porém controles sobre a taxa de juros para depósitos até trinta dias, ou seja, sobre investimentos de curtíssimo prazo, de acordo com Kaminsky E Schmukler (2003), que foram eliminadas a partir de 1987.

Em relação ao mercado de ações, desde 1987 o acesso do capital estrangeiro ao investimento em fundos para aquisição de ações de corporações chilenas foi facilitado pela Lei N° 18.657 da Comissão de Títulos, a qual também aprovava a compra de outros títulos pelo capital externo exigindo, contudo, que estes fundos apresentassem determinado perfil de diversificação e mantivessem determinado nível de controle de capital. Contudo o volume agregado de ações de uma empresa que podiam ser adquiridos pelo capital estrangeiro limitava-se a 25% do total. A liberalização do mercado de ações continua, e em 1992 as empresas chilenas recebem a aprovação para emitirem ADRs, podendo assim captar recursos diretamente no mercado de ações internacionais. Conforme Kaminsky e Schmukler (2003), em janeiro deste mesmo ano, a regulamentação DL 600 diminui as restrições sobre o investimento estrangeiro e a repatriação de juros, lucros e dividendos para investimentos mantidos em Chile por um período de um ano, e como também nos descreve French-Davis (2004), a partir de 1995, eliminam-se estas restrições desde que observado o período de um ano de investimento. Temos então, a partir de 1995 uma liberalização total do mercado de ações, cujos reflexos podem ser vislumbrados no gráfico 2.1.4.1.

Gráfico 2.1.4.2 – Estrutura do Balanço de Pagamentos Chile



Fonte: FMI.

Como podemos verificar, as exportações do Chile crescem acentuadamente ao longo da década de 90, liderando o crescimento econômico do país. Mas este crescimento das exportações foi acompanhado por um crescimento das importações, gerando saldos da balança comercial negativos, associados às remessas de lucros,

dividendos e juros, repercutiram sobre os saldos na conta-corrente, que se deteriora rapidamente a partir de 1991, como podemos verificar no gráfico acima (2.1.4.2). Mas que se recupera a partir de 2000 conforme podemos confirmar pelo gráfico 2.1.4.2.

2.2 - OS GANSOS VOADORES – A ABERTURA FINANCEIRA ASIÁTICA (CORÉIA DO SUL E MALÁSIA)

Com o acordo de Plaza celebrado entre Japão e EUA em 1985, ocorre acentuada valorização cambial do iene que “...impulsionou um movimento de deslocamento industrial e produtivo do capital japonês para diversos países asiáticos com diferentes graus de industrialização” (Medeiros, 1998: 279). Esta busca do capital japonês de espaços de investimentos com tratamento diferenciado preferencial concedido pelos EUA gerou o desenvolvimento de uma região asiática que ficou conhecida como os Tigres – Coreia, Formosa, Cingapura e Hong Kong.

Culminando o término do tratamento preferencial concedido pelos EUA, associada a maior pressão americana para valorização das moedas dos quatro Tigres, que ao ocorrer gera um movimento semelhante ao do Japão de deslocamento industrial e subcontratação em países que ficaram conhecidos como os Dragões – Tailândia, Malásia, Indonésia e Filipinas – gerando a ampliação e redefinição da divisão internacional do trabalho da região, onde largas doses de investimento associam-se a substituição de importações e promoção de exportações (Medeiros, 1998). Dentre estes países, escolhemos a Coreia do Sul, do grupo dos tigres asiáticos e, a Malásia, como representante dos dragões, como países referência da Ásia para nossa análise comparativa com os países emergentes latino-americanos.

Uma característica bastante notável destas economias consiste no ritmo do seu crescimento e seu grande superávit comercial com os EUA, o que associado a expansão dos investimentos japoneses na região tem permitido crescer e financiar um déficit comercial com o Japão concentrado em bens de capital, de acordo com Medeiros (1998).

O Japão imprime na Ásia uma dinâmica de desenvolvimento regional em que é o líder de diferentes países que se deslocam como gansos voadores, conforme paradigma de Ozawa de 1995, citado por Medeiros (1998). Isto significou na prática, que 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) (d)os EUA (que) vêm protegendo seus mercados tradicionais disputando mercado no continente” (Medeiros, 1998: 281).

2.2.1 – A ABERTURA FINANCEIRA DA CORÉIA

A partir dos anos 90, as economias em desenvolvimento perpassam um processo de arrefecimento, e até mesmo, desaparecimento das características ativas do Estado, como intervenção e controle do desenvolvimento, pano de fundo do processo de liberalização financeira da Coréia do Sul.

As principais medidas tomadas pelo governo sul-coreano ao longo dos anos 90 para colocar em marcha a liberalização dos mercados financeiros, caracterizam-se por resoluções referentes a desregulação das taxas de juros, autonomia gerencial e baixas barreiras à entrada para as atividades financeiras, a liberalização do mercado cambial, a abertura do mercado de capitais e a política de empréstimo e controle de crédito.

A desregulação das taxas de juros é iniciada a partir de 1991 e concluída em 1997, quando as taxas dos depósitos à vista passaram a ser liberalizadas, com exceção das taxas de depósitos à vista. Já a autonomia gerencial para os bancos, a liberalização financeira doméstica associada às barreiras à entrada para atividades financeiras, avança com a abolição de limites sobre as maturidades máximas para depósitos bancários e empréstimos em 1996. Isto significou, liberdade para os bancos elevar o capital, estabelecer filiais e definir os pagamentos de dividendos (Paschôa, 2001), ocorrido em 1994. Medida precedida pela expansão dos negócios das instituições privadas via aumento dos negócios com títulos dos bancos comerciais, em 1995; e seguida, pela maior liberdade dos bancos e companhias de seguro de negociar *bonds* públicos fora do país, associado à permissão de negociação com moeda estrangeira, conforme Kaminsky e Schmukler (2003).

Estas medidas permitirão aos bancos coreanos um aumento das inovações financeiras, diversificando as fontes dos recursos disponíveis às instituições financeiras, que acaba gerando um excesso de autoconfiança dos bancos, que passam a trabalhar com coeficientes menores de patrimônio líquido sobre o passivo total, elevando a fragilidade financeira dos bancos e levando à emergência da instabilidade financeira (Paschôa, 2001).

Temos a liberalização do mercado cambial, com a adoção do sistema de taxa de câmbio média do mercado, em 1990; com a introdução de contas *free won* para não residentes, no ano seguinte; que culmina com o plano de reforma do mercado cambial de 1994, constituído de um detalhado programa para a reforma da estrutura do mercado de câmbio (Paschôa, 2001). Seguido pela abertura do mercado de capitais, tendo como primeira resolução importante, a permissão ao capital estrangeiro para investir diretamente no mercado de ações coreano, ainda que com tetos sobre propriedades, em 1992; seguidos pelas alterações ocorridas em 1994, quando estrangeiros passam a ser autorizados a comprarem bônus públicos e governamentais, emitidos a taxas de juros internacionais, assim como bônus de longo prazo e conversíveis, liberalizados em 1997. Precedidos pela liberalização ao acesso de residentes à compra de títulos estrangeiros via certificado de depósito, em 1995, bem como a possibilidade de contração de empréstimos comerciais, no exterior, sem a prévia autorização governamental. Culminando com o relaxamento dos controles da política de empréstimos bancários para os grandes conglomerados.

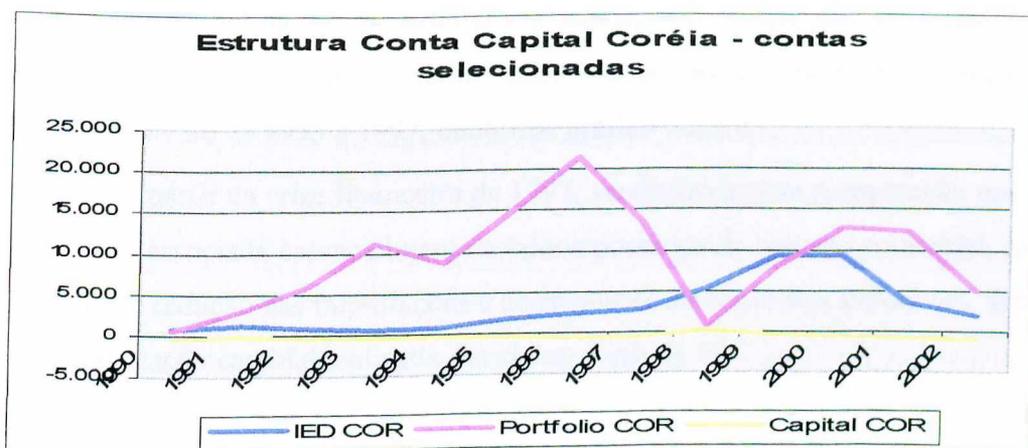
“A liberalização do mercado cambial foi importante para a consolidação do processo de liberalização financeira, pois praticamente reiterou a ingerência do Estado sobre as transações econômicas e financeiras com divisas ao mudar de um sistema positivo (intervencionista) para um sistema negativo (liberalizante)” (Paschôa, 2001: 78).

Com essas medidas, inicia-se em 1994 um período de forte captação externa, aumentando o passivo externo de instituições financeiras, bancos, além do próprio passivo externo da Coreia do Sul acentuando ainda mais a fragilidade financeira do sistema financeiro, fatores que levarão mais tarde a eclosão da crise financeira do país em 1997³⁴.

Esta elevação da fragilidade financeira da Coreia do Sul ao longo da década de 90, implica a maior necessidade desta economia de recorrer ao mercado financeiro internacional para renegociar posições financeiras em aberto, a despeito de taxas de juros e condições desfavoráveis (Paschôa, 2001).

³⁴ De acordo com Paschôa (2001) a análise da trajetória da economia e da crise financeira que se abate sobre a Coreia do Sul em 1997 terá como fontes principais o relatório BIS (1998) e Kregel (1999).

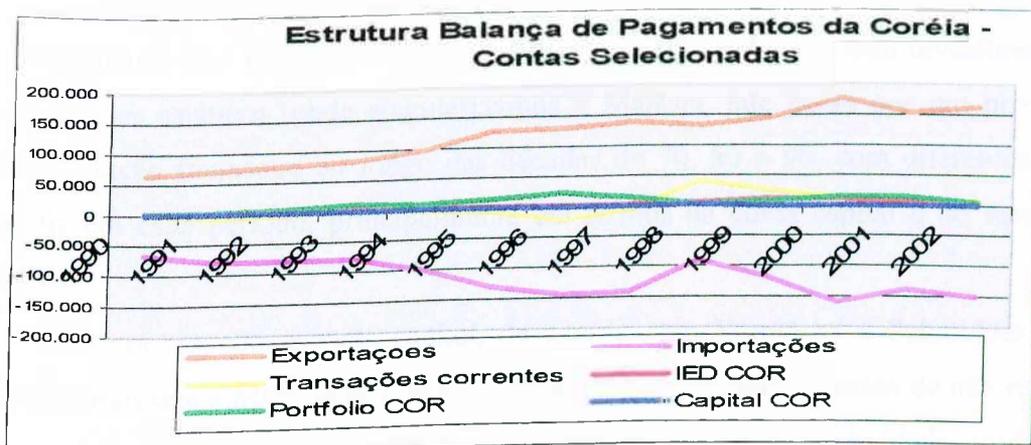
Gráfico 2.2.1.1 – Estrutura de investimentos externos – US\$ Milhões



Fonte: FMI.

Mas a Coréia do Sul diferentemente do Brasil, por exemplo, apresentou uma maior presença de investimentos diretos externos do que a economia brasileira, como podemos observar pelo gráfico 2.2.1.1³⁵. A despeito disto, Paschôa (2001) apresenta-nos um gráfico da evolução da fragilidade financeira externa, que se apresenta crescente ao longo da década de 90 até a deflagração da crise de financiamento que se abateu sobre a Coréia do Sul, passando a declinar a partir de então³⁶.

Gráfico 2.2.1.2 - Estrutura do Balanço de Pagamentos – US\$ Milhões .



Fonte: FMI.

³⁵ Outra diferença consiste na falta de dados estatísticos referentes a amortização da dívida, inclusive juros pagos, fator que deverá passar a ser remediado a partir do ano de 2004, ou mesmo, 2005 conforme sugestão do IMF. Esta informação foi obtida por telefone diretamente com representantes da área econômica do Banco Central da Coréia e da Malásia. Deixando assim, o item de fragilidade externa da Coréia e da Malásia sub-estimado.

³⁶ Este gráfico apresentado por Paschôa (2001) é construído a partir do índice de fragilidade financeira (IFFE), elaborado inicialmente para medir o grau de fragilidade financeira da economia brasileira; procurando comparar as obrigações reais e virtuais da economia do país, em moeda estrangeira, com sua respectiva capacidade de pagamento.

Outros fatores que contribuíram para a elevação do grau de fragilidade financeira externa da economia foram os déficits na balança de serviço, pela elevação dos fluxos de rendas referentes ao déficit, assim como os elevados déficits na balança comercial, principalmente de 1995 a 1997, conforme gráfico 2.2.1.2.

A partir da crise financeira de 1997, verificamos uma recuperação nas transações correntes associada essencialmente a saldos positivos da balança comercial, resultado de uma forte redução nas importações e conseqüente elevação dos superávits, decorrente da desvalorização cambial realizada devido ao crash de 1997.

2.2.2 – LIBERALIZAÇÃO FINANCEIRA DA MALÁSIA.

A Malásia ao longo dos anos 80, apresenta elevadas dívidas externas e internas, conforme Medeiros (1998), porém seu acesso ao financiamento externo não fica restrito como é o caso dos países emergentes da América Latina, isso "...graças a uma menor fragilidade externa e dinâmica dos investimentos regionais - (que) amorteceu e deslocou as restrições de balanço de pagamento ao crescimento econômico (...), devido a um acesso diferenciado às finanças internacionais.

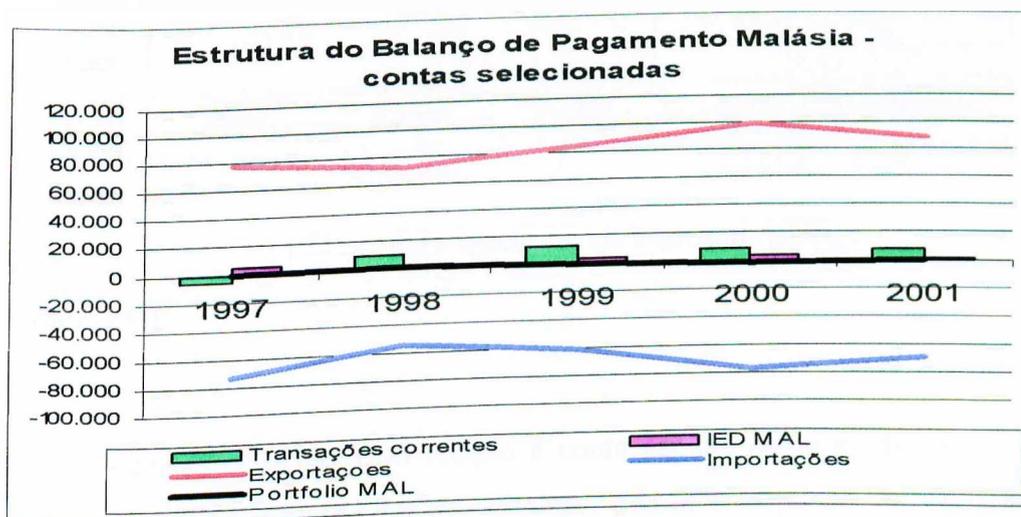
Além disso, vimos como o Japão (e os próprios tigres) buscam novas áreas de investimento com tratamento preferencial americano, deslocando investimento para os dragões asiáticos, onde singularizamos a Malásia, que passa por um processo de liberalização financeira ao longo das décadas de 70, 80 e 90, com diferentes graus e perfis em cada período, principalmente em termos da conta capital e do mercado de ações.

Com respeito a conta capital, de acordo com Kaminsky e Schmukler (2003), verificamos que a Malásia ao longo da década de 70, permite o acesso de não residentes ao capital estrangeiro para operações de empréstimo usado na atividade produtiva do país, desde que devidamente aprovado pelos gestores de Comércio Exterior; sendo que no final desta década o livre acesso ao capital estrangeiro via empréstimo é liberado pra corporações e bancos, até um certo limite. Já no final da década de 80, o teto dos empréstimos externos para residentes, sem necessidade prévia de autorização era de US\$ 400 mil, acima do qual era imperativo a permissão do órgão do Comércio Exterior. E na década de 90, percebemos uma imposição de controles na liberalização financeira, como a proibição de residentes de negociação de instrumentos monetários de curto-prazo em

1994, e em 1998 temos a re-introdução de controles no mercado cambial. Quanto a liberalização do setor financeiro doméstico temos a eliminação completa de controles sobre taxas de juros de depósitos e para empréstimos em 1991.

Uma descrição da liberalização financeira do mercado de ações da Malásia apresenta durante a década de 90, conforme Kaminsky e Schmukler (2003), uma redução das barreiras à participação acionária do capital estrangeiro, como por exemplo, em 1992 quando ocorre a liberalização da propriedade estrangeira de ações, com certas reservas de determinados setores. Já em 1998, os investidores passaram a não poder converter diretamente seus investimentos de curto prazo em moeda estrangeira, implicando que os lucros de investimentos mantidos a menos de um ano poderiam apenas ser transferidos para contas na moeda doméstica (*ringgit*), sendo permitida sua utilização somente para a aquisição de ativos na moeda local (o *ringgit*). Este período mínimo de manutenção dos ativos foi eliminado em 1999, ao mesmo tempo em que foi introduzido um sistema de eliminação gradual das taxas para saída do capital, permanecendo contudo tarifas para a remessa de lucros destes investimentos; lucros de capital repatriados após 12 meses do ganho sofriam taxa de 30%, e os repatriados após o período de 12 meses da realização do lucro eram taxados em somente 10%.

Gráfico 2.2.2.1 – Estrutura do Balanço de Pagamento da Malásia (contas seleccionadas)



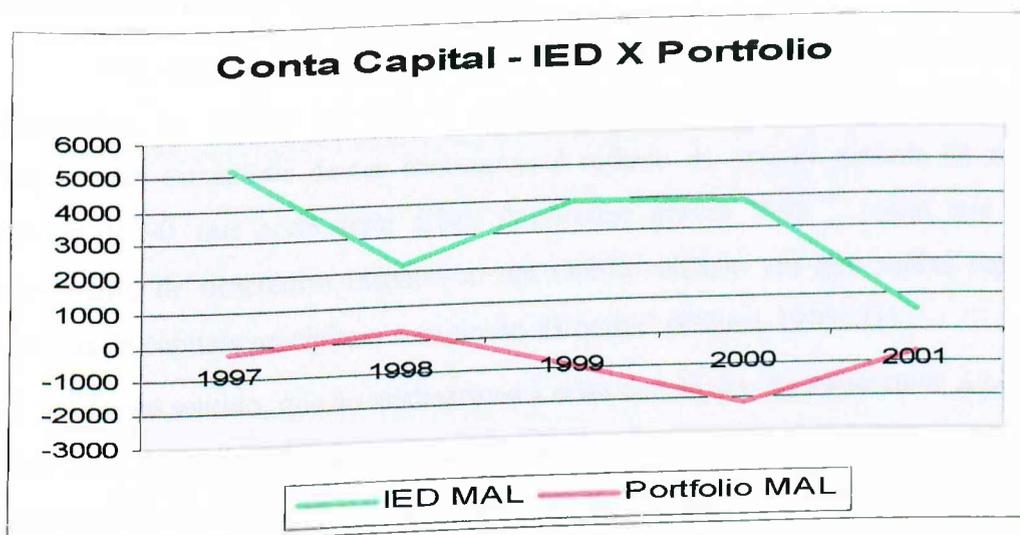
Fonte: FMI.

A Malásia apresenta, portanto, conforme Kaminsky e Schmukler (2003) uma liberalização parcial de 1979 a 1998, apresentando como data do processo de

liberalização total o período de 1994 a 1997: com maior grau de liberalização da conta capital de 1979 a 1993; já o mercado de ações apresenta maior liberalização principalmente a partir de 1997, enquanto o setor financeiro doméstico apresenta o processo de liberalização de 1978 a 1985, apresentando contudo, a liberalização completa em 1991. Similar aos países emergentes latino-americanos, na força da liberalização na década de 90, apresentando destaque para o período pós 1994. Cabe-nos agora analisar o efeito desta liberalização financeira em suas contas do balanço de pagamentos (contas selecionadas, conforme gráfico 2.2.2.1)

Quanto a Balança de Pagamentos (gráfico 2.2.2.1) podemos perceber ainda uma queda das exportações logo após a crise financeira asiática em 1998, voltando a crescer em 1999 e 2000, com a contrapartida da queda das importações sugerindo o movimento de substituição de importações característicos do desenvolvimento asiático liderado pelo Japão, com queda das exportações em 2001 e concomitante elevação das importações.

Gráfico 2.2.2.2 – Estrutura Conta Capital Malásia (contas selecionadas)



Fonte: FMI.

Podemos observar, com relação à conta capital, como a Malásia vem de um período de elevado investimento externo, que corresponde ao movimento de deslocamento de capital do Japão e dos tigres em direção aos dragões, apresentando em 1997 uma conta de investimento direto alta de US\$ 50 bilhões de dólares, a qual cai em 2001 para bem menos de US\$ 10 bilhões. A conta de IED – investimento direto estrangeiro – demonstra queda acentuada em 1998 como reflexo da crise da Ásia,

declínio que volta a ocorrer em 2001, conforme gráfico 2.2.2.2. A conta de portfolio demonstra saída de capital a partir de 1997, com recuperação no ano seguinte, para dar um salto de fuga de capitais de 1999 a 2000, atingindo negativos US\$ 20 bilhões, associada principalmente a proibição da conversão dos lucros dos investimentos de prazo inferior a um ano em moeda estrangeira; mostrando contudo, um movimento de recuperação em 2001, que parece estar associada ao início da eliminação gradual em 1999 de taxas para saída de capital.

2.3 CONCLUSÃO

A abertura externa descrita e apresentada para os países emergentes selecionados, Brasil, Argentina, Chile e México, como representantes latino-americanos, e Coréia do Sul e Malásia, como exemplos asiáticos, apresentam a integração destas economias ao sistema financeiro internacional e a elevação do processo de capitalização destas economias no circuito financeiro mundial.

Mas essa liberalização financeira não se processa sem percalços para estas economias, na medida em que, a reação dos mercados financeiros à determinadas fragilidades estruturais destas economias é reflexo da maciça entrada de capitais da década de 90, que pode gerar crises financeiras graves. Pois "...assim que surge um movimento de descrédito instaura-se um círculo vicioso em que saídas repentinas e maciças de capitais precipitam a explosão da bolha" (Plihon, 1995: 71).

Neste sentido, que ao analisarmos a crise do México de 1994-1995, a primeira de uma série de crises financeiras da década de 90, concluímos o perigo das finanças especulativas e mesmo do investimento direto para as economias emergentes: "...desestabilização do sistema financeiro, degradação da solvabilidade, recessão brutal, contágio dos outros MFE" (Plihon, 1995: 71). Deixando claro uma incompatibilidade entre a fragilidade financeira interna e externa destas economias e sua necessidade e dependência de financiamento externo constante e estável e o caráter hiper-ativo e ultra-sensível dos fluxos de capitais do mercado mundial, principalmente à fragilização e vulnerabilidade que estes mesmos provocam.

Para analisarmos esta fragilidade e vulnerabilidade externa das economias selecionadas para este estudo: Brasil, Argentina, Chile e México, da América Latina, Coréia do Sul e Malásia, pelos asiáticos, apresentaremos no próximo capítulo uma

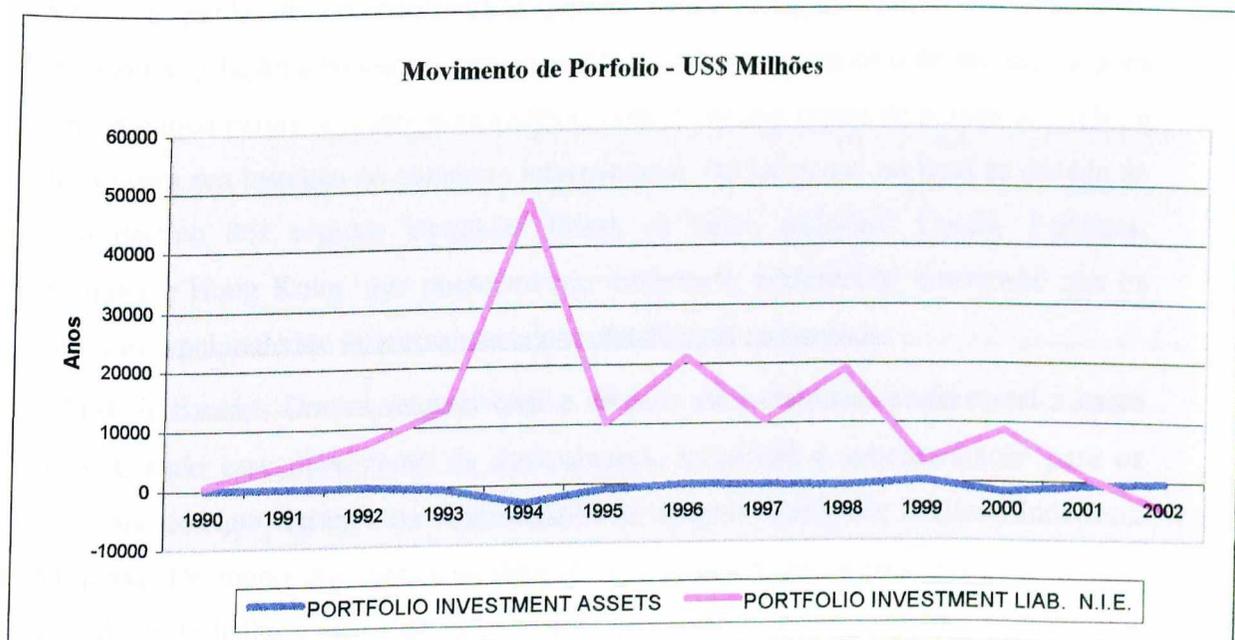
análise de indicadores de vulnerabilidade, conforme o *approach* desenvolvido por Carcanholo e Paschôa (2004), que possibilitará a constatação da veracidade do *core* da análise da vulnerabilidade externa, além de delinear como a volatilidade das variáveis financeiras torna-se instável e com tendências explosivas e contagiantes em determinados momentos, transformando-se em crises financeiras generalizadas.

CAPÍTULO 3 – A ABERTURA EXTERNA DOS PAÍSES EMERGENTES E SEUS IMPACTOS AO LONGO DA DÉCADA DE 90.

As alterações na regulamentação e legislação apresentadas, ao longo da década de 90, levaram à liberalização financeira externa, que elevaram os investimentos em portfolio fortemente, conforme podemos vislumbrar no gráfico 3.1. Transações estas, de acordo com Plihon (1995), de caráter especulativo que tomam a forma de compra e venda de títulos nos mercados financeiros, registradas nos balanços de pagamento no item investimentos em portfolio. Esta entrada de capitais se mostrou superior às necessidades do balanço de pagamentos, gerando valorização da moeda doméstica, apreciação cambial que levou a perda de competitividade externa e da autonomia político-econômica, que por sua vez, gerou necessidade e dependência maiores do financiamento externo.

Fatores magnificados pelo tipo de regimes de política de controle de capitais estrangeiros, os filtros da entrada de recursos, os quais selecionam os tipos de capitais que adentram o país. No caso da América Latina, estes fatores são agravantes, uma vez que a maioria destes, com exceção do Chile, adotaram na década de 90 políticas de conta capital altamente liberais, como no caso do Brasil, Argentina e México.

Gráfico 3.1 – Movimento de portfolio do Brasil de 1991 a 2003.



Fonte: FMI.

“Esse desvio especulativo intervém porque os mercados tornaram-se mais voláteis e os investidores carecem de pontos de referência para ancorar suas expectativas” (Plihon, 1995: 64). Conforme podemos verificar no gráfico 3.1, os investimentos no Brasil cresceram de forma estável de 1990 à 1993, e aos saltos a partir de 1994, com quedas em resposta as crises financeiras da década de 90, especificamente vemos quedas significativas no gráfico citado, em 1995, 1997, 1999 e 2002 de forma bastante acentuada correspondendo aos reflexos da crise da Argentina.

A integração financeira na América Latina inseriu-se num movimento mais abrangente de transformações no mercado financeiro internacional, sendo parte do programa do Consenso de Washington, cujas proposições delineavam uma ampliação do espaço econômico permitindo cada vez maior liberdade de atuação dos agentes econômicos privados nas suas decisões, conforme Freitas e Prates (1998). Entretanto, este processo foi bastante traumático, sendo magnificado os efeitos negativos desta abertura financeira, pelas crises financeiras externas, além de instabilidade macroeconômica e mau desempenho da economia doméstica em termos macroeconômicos (Studart, 2003). Estas transformações ocorridas na economia mundial, a partir do final da década de 80, apresentaram efeitos diferenciados nos países emergentes pertencentes às áreas periféricas asiáticas e latino-americanas (Medeiros, 1998).

Na Ásia, o acordo do Plaza celebrado em 1985, levou a uma valorização do iene, que gerando a perda de competitividade japonesa nas relações comerciais exteriores, impulsionou o Japão a buscar no deslocamento industrial e produtivo do seu capital para diversos outros países no continente asiático, com diferentes níveis de industrialização, a solução para sua inserção no comércio internacional. Inicialmente, no final da década de 80, o destino dos capitais japoneses foram os tigres asiáticos: Coreia, Formosa, Cingapura e Hong Kong, que possuíam um tratamento preferencial americano que os tornava excepcionalmente interessantes como plataformas comerciais.

Mas os Estados Unidos reagem com o término do tratamento preferencial a esses países levando esse movimento de deslocamento industrial e subcontratação para os países asiáticos que vieram a ser denominados de dragões: Tailândia, Malásia, Indonésia e Filipinas. De modo que este deslocamento foi “...ampliando e redefinindo a divisão regional de trabalho a partir de movimentos seqüenciais de investimento combinando substituição de importações e promoção de exportações” (Medeiros, 1998), numa clara

redefinição da dinâmica regional em função deste movimento de IED – investimento estrangeiro direto. Gerando por meio dos superávites comerciais, associados ao financiamento externo exposto, a capacidade de crescer a taxas bastante elevadas e a financiar o déficit na balança comercial com o Japão, decorrente da importação de tecnologia e bens de capital.

O dinamismo dessas economias se apresenta em seu ritmo de crescimento, especialmente de suas exportações, gerando superávites comerciais com os EUA, propiciado por um tratamento preferencial americano em relação à Ásia, fruto da importância geopolítica desta última para os americanos, que tinham interesses econômicos e políticos e prezavam a estratégia de estreitamento de relações com os países asiáticos, que se iniciaram como forma a mantê-los nas orlas do capitalismo em tempos de guerra fria.

A posição da América Latina, muito difere da vantagem geopolítica asiática com seus acordos preferenciais, restringindo-se a mercado em expansão para os EUA e mercado financeiro receptor de capitais de curto prazo em busca de investimentos de risco de alto retorno e liquidez, possível após a abertura comercial e financeira latino americana, com câmbio sobrevalorizado, que resultou em uma alta abrupta dos coeficientes de importação e redefinição da pauta de exportação para os *commodities*.

Como nos assevera Medeiros (1998: 281), este “... déficit comercial na América Latina ocorre sobre um colchão de transferências financeiras muito elevadas, fragilizando a sua posição externa”. De acordo com Studart (2003: 295), “alguns analistas atribuíram estes resultados à volatilidade dos fluxos de capital, enquanto outros (principalmente os economistas de “mainstream”) centram suas críticas sobre as inconsistências das políticas internas e sobre a falta de regulamentação e supervisão financeiras adequadas nas economias latino-americanas”. Argumentando ainda Studart (2003), que a integração financeira da América Latina na década de 90, consiste numa integração de desiguais, países desenvolvidos com subdesenvolvidos, além de possuir toda uma característica desestabilizadora, dado “...o volume, ao tipo e à volatilidade dos fluxos de capital em comparação ao porte dos mercados financeiros internos da América Latina e à sua capacidade de absorver estes fluxos” (Studart, 2003: 295).³⁷

³⁷ Trata-se, conforme Studart (2003), de uma visão estruturalista típica, no modelo de argumentação de Prebisch, dos resultados negativos de uma integração financeira de parceiros desiguais ou desnivelados.

Desde a abertura financeira dos países latino-americanos, a instabilidade financeira de muitas de suas economias foram associadas às entradas de capitais, fato que alcançou ainda maior relevância com o caos financeiro que se seguiu à crise da Ásia, reascendendo o debate da relação de causalidade entre fluxos financeiros abundantes e sem controle, e por isso voláteis, e as crises de desempenho das economias latino-americanas (Studart, 2003). Este debate já assinalava, conforme Medeiros (1998), que este deslocamento de capitais para a América Latina, não gera dinamismo expansivo da economia regional, mas constrange estes países a baixas taxas de crescimento, sem que nem os fluxos de portfolio ou os investimentos diretos, muito associados às privatizações propiciadas pelo movimento de desregulamentação, possam financiar o déficit destes países em conta corrente, gerando autonomia, melhoras de crescimento e desenvolvimento ou sustentar a expansão de exportação com melhoria da desigualdade, latente na região³⁸.

3.1 VULNERABILIDADE EXTERNA COMO RESTRIÇÃO AO CRESCIMENTO.

No Brasil, abertura comercial e financeira associadas à desvalorização cambial, ocorridas ao longo da década de 90, geraram restrições ao crescimento econômico, ao gerar um aumento das importações como podemos verificar na tabela 3.1.1, com saltos a partir de 1994. Apresentando quedas das importações de 1997 para 1998, como reflexo da crise da Ásia, e de 1998 para 1999 respondendo a crise da Rússia, e alavancando novamente de 1999 para 2000, em decorrência da desvalorização do real. As exportações têm apresentado quedas semelhantes, de 1997 para 1998 caí de US\$ 57

³⁸ A despeito de algumas melhoras, como no caso do Brasil, apontadas por Carcanholo (2004: 164), como o “... sucesso incontestado no controle inflacionário, como visto anteriormente, quando os índices, que apontavam um patamar de quatro dígitos em 1994, (...) e a obtenção de superávites nas contas públicas, ainda que apenas no conceito primário, também foi uma meta alcançada com relativo sucesso, dentro do componente de estabilização da estratégia implementada”, este nos assevera como é indiscutível o caráter pífio dos resultados em termos de crescimento econômico, acumulação de capital e geração de emprego. O que associado a abertura financeira e comercial, somado a sobrevalorização cambial, geraram ao longo da década de 90, empecilhos para o crescimento econômico, bem como o agravamento da dependência externa em relação aos capitais externos, assoberto pela instabilidade financeira internacional e a fragilidade do sistema financeiro doméstico do Brasil, assim como de outros países latino-americanos, culminaram em uma magnificação da fragilidade e vulnerabilidade externas, que rebatem negativamente no crescimento econômico.

bilhões para US\$ 53 bilhões, e voltando a cair de 1998 em relação ao ano seguinte, de US\$ 51 bilhões para US\$ 48 bilhões. Exportações que a partir da desvalorização cambial de 1999 crescem continuamente até 2002, conforme as tabelas 3.1.1 e 3.1.2.

Tabela 3.1.1 – Balanço de Pagamentos do Brasil em US\$ Milhões: contas selecionadas.

Brasil US\$ milhões	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Exportações	31.481,2	31.619,0	35.793,0	39.630,0	44.102,0	46.506,0
Importações	-20.661,0	-21.041,0	-20.554,0	-25.301,0	-33.241,0	-49.663,0
Transações correntes	-3.823,0	-1.450,0	6.089,0	20,0	-1.153,0	-18.136,0
Investimento estrangeiro direto	989,0	1.103,0	2.061,0	1.292,0	3.072,0	4.859,0
Investimento em portfolio	579,0	3.808,0	7.366,0	12.928,0	47.784,0	10.171,0
Conta Capital	35,0	42,0	54,0	81,0	173,0	352,0

Fonte: FMI.

Tabela 3.1.2 – Balanço de Pagamentos do Brasil em US\$ Milhões: contas selecionadas.

Brasil US\$ Milhões	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Exportações	47.851,0	53.189,0	51.136,0	48.011,0	55.085,6	58.222,6	60.361,8
Importações	-53.304,0	-59.841,0	-57.739,0	-49.272,0	-55.783,3	-55.572,2	-47.218,8
Transações correntes	-23.248,0	-30.491,0	-33.829,0	-25.400,0	-24.224,5	-23.214,5	-7.696,0
Investimento estrangeiro direto	11.200,0	19.650,0	31.913,0	28.576,0	32.779,2	22.457,4	16.566,2
Investimento em portfolio	21.089,0	10.393,0	19.013,0	3.542,0	8.650,8	872,1	-4.797,4
Conta Capital	494,0	482,0	375,0	339,0	272,5	-36,0	433,0

Fonte: FMI.

A Argentina apresenta também a partir de 1991, com a lei da conversibilidade e demais reformas, crescimento contínuo tanto das exportações como das importações até 1996, como podemos verificar na tabela 3.1.3. A crise do México apresenta reflexos na queda da capacidade de importação demonstrada na diminuição desta conta apresenada no ano seguinte. E a partir de 1996 temos os reflexos das crises financeiras internacionais, com a estagnação das exportações a partir de 1996 até o triênio de 1997/98/99, para já em 2000, mostrar nova queda das exportações em relação a 1999 de US\$ 26 bilhões para US\$ 23 bilhões, refletindo a crise Brasil. De 2001 para 2002, as exportações permanecem nos mesmos patamares praticamente, e as importações despencam como reflexo da crise que prenunciam a saída do *currency board*, que vêem a ocorrer em 2003.

Tabela 3.1.3 – Balanço de Pagamentos da Argentina em US\$ Milhões: contas selecionadas.

Argentina US\$ Milhões	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Exportações	12.354,0	11.978,0	12.398,9	13.268,9	16.023,3	21.161,7	24.042,7
Importações	-3.726,0	-7.559,0	-13.794,8	-15.632,5	-20.162,2	-18.804,3	-22.283,2
Transações correntes	4.552,0	-647,0	-5.655,2	-8.163,0	-11.148,4	-5.174,7	-6.822,3
Investimento estrangeiro direto	1.836,0	2.439,0	4.431,0	2.793,1	3.634,9	5.609,4	6.948,5
Investimento em portfolio	-1.105,0	8.227,0	3.155,3	35.265,5	9.843,0	4.733,6	12.098,3
Conta Capital	n.a.	n.a.	15,7	16,1	17,5	14,2	50,8

Fonte: FMI.

De 1997 para 1998, refletindo a crise financeira da Ásia, temos uma redução do IED – investimento estrangeiro direto – de US\$ 9,1 bilhões para US\$ 7,2 bilhões, enquanto o investimento de carteira, de caráter mais volátil que o investimento direto,

despenca de US\$ 12 bilhões em 1996 para negativos US\$ 4,7 bilhões, em 1999, como repercussão da crise do Brasil de 1998/99.

Tabela 3.1.4 – Balanço de Pagamentos da Argentina em US\$ Milhões: contas selecionadas.

Argentina US\$ Milhões	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Exportações	26.430,8	26.433,7	23.308,6	26.341,0	26.542,7	25.709,4
Importações	-28.553,5	-29.530,9	-24.103,2	-23.889,1	-19.157,8	-8.470,1
Transações correntes	-12.240,4	-14.530,2	-11.965,8	-8.937,0	-3.978,0	9.591,7
Investimento estrangeiro direto	9.160,3	7.290,7	23.987,7	10.418,3	2.166,1	774,7
Investimento em portfolio	11.666,2	10.693,3	-4.779,6	-1.331,5	-9.686,5	-6.578,9
Conta Capital	94,4	72,9	86,1	105,9	100,5	38,6

Fonte: FMI.

Tabela 3.1.5 – Balanço de Pagamentos do México em US\$ Milhões: contas selecionadas.

México US\$ Milhões	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Exportações	40.711,0	42.687,0	46.196,0	51.885,0	60.882,2	79.541,6	96.002,0
Importações	-41.592,0	-49.966,0	-62.130,0	-65.366,0	-79.346,0	-72.453,0	-89.469,0
Transações correntes	-7.451,0	-14.888,0	-24.442,0	-23.400,0	-29.662,1	-1.576,4	-2.529,0
Investimento estrangeiro direto	2.549,0	4.742,0	4.393,0	4.389,0	10.972,5	9.526,3	9.186,0
Investimento em portfolio	3.369,0	12.741,0	18.041,0	28.919,0	8.182,2	-9.714,7	3.537,0

Fonte: FMI.

Com relação ao México, que se integra ao NAFTA em 1994, podemos perceber que suas exportações crescem continuamente, nos anos 90, de acordo com tabela 3.1.5, sem quedas em decorrência das crises financeiras mundiais, da década de 90, apresentando leve queda da tendência de crescimento das importações e exportações no início do século 21, conforme tabela 3.1.6. Mesmo comportamento apresentado pelas importações desde 1990.

Tanto o Brasil quanto a Argentina apresentam um substancial déficit comercial, para o Brasil configurado no período de 1995 à 2000, com reversão a partir de 2001, e para a Argentina de 1992 à 2000, revertendo em 2001, saldo este negativo associado a valorização cambial resultado da abertura comercial e financeira e agravado pelo déficit histórico na conta de serviço, problema partilhado pelo México, que como podemos observar apresentou déficit na balança comercial de 1991 até 1994, quando de sua entrada para o NAFTA. Situação relacionada com questões estruturais e pelas políticas cambiais adotadas, que geram uma taxa de crescimento das importações que excede substancialmente a das exportações, como observamos na tabela 3.1.5. Assim, conforme Medeiros (1998), em meio à abundância de capitais externos, as maiores economias do continente como Argentina, Brasil e México encontram, mais uma vez, forte fragilidade externa. Fatores estes que somados ao pagamento de juros e as remessas de lucros e dividendos configuraram déficits em suas transações correntes, com grandes elevações no processo de liberalização financeira, que representa um aumento considerável do *Passivo Externo Líquido* destes países.

O México, por exemplo, apresenta um salto em sua Conta Corrente³⁹ de negativos US\$ 7,4 bilhões em 1990 para negativos US\$ 29 bilhões em 1994, voltando a apresentar grandes elevações do déficit de 1997 para 1998, conforme tabela 3.1.6, saindo do valor negativo de US\$ 7 bilhões para negativos US\$ 16 bilhões; situação que volta a ocorrer de 1999 para o biênio de 2000/1, quando o déficit aumenta de US\$ 14 bilhões para US\$ 18 bilhões.

³⁹ Lembrando que conforme Baumann, Canuto e Gonçalves (2004), “o saldo em Conta Corrente revela a variação no estoque líquido de obrigações (passivos) locais em relação ao resto do mundo (...) No caso do déficit no Balanço de Pagamentos em Conta Corrente, por exemplo, terá havido necessariamente uma combinação de ingresso líquido de capitais e/ou saque nas reservas monetárias em divisas. De um modo ou de outro, aumentou o *Passivo Externo Líquido (PEL)* do país”

Tabela 3.1.6 – Balanço de Pagamentos do México em US\$ Milhões: contas selecionadas.

México US\$ Milhões	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Exportações	110.431,0	117.459,0	136.392,0	166.456,0	158.443,0	160.682,0
Importações	-109.808,0	-125.374,0	141.975,0	174.457,0	168.398,0	168.677,0
Transações correntes	-7.696,0	-16.097,0	-14.022,0	-18.185,0	-18.033,0	-14.069,0
Investimento estrangeiro direto	12.831,0	11.897,0	12.855,0	15.483,0	25.335,0	13.627,0
Investimento em portfólio	6.002,0	-206,0	755,0	-11.560,0	-9.304,0	-10.397,0

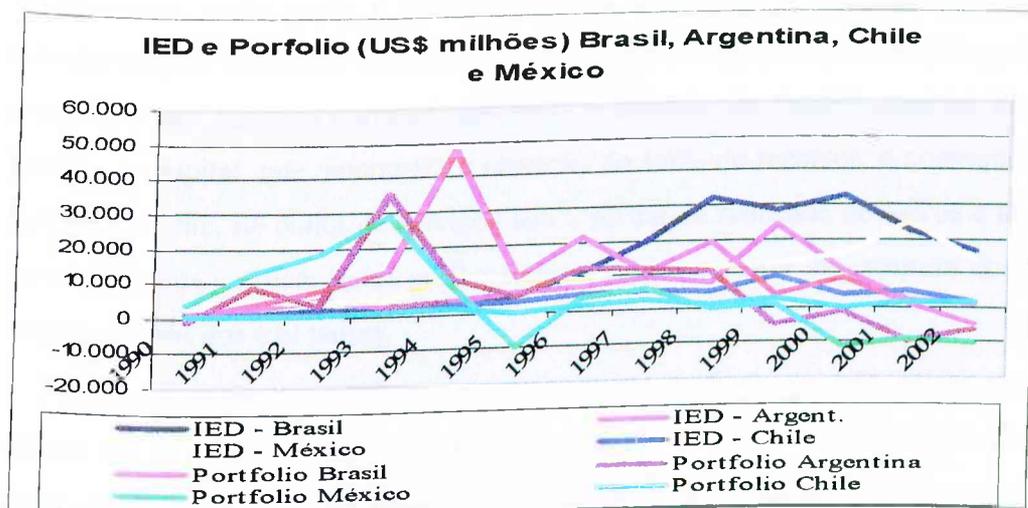
Fonte: FMI.

Com relação ao Brasil e a Argentina as mesmas recorrências deficitárias das transações correntes podem ser observadas; no Brasil temos um agravamento do déficit de 1994 para 1995, saindo de negativos US\$ 1,1 bilhão para negativos US\$ 18 bilhões em 1995, que se transforma em um déficit nesta conta de US\$ 23 bilhões em 1996, elevando-se para US\$ 30 bilhões no ano seguinte, para atingir o pico de 33 bilhões em 1998, passando a apresentar um saldo negativo menor a partir de 1999 quando da ruptura do sistema de bandas e a consequente desvalorização cambial que representa a crise financeira brasileira de 99.

Déficit este que foi controlado mediante financiamento externo conseguido pela entrada de capitais estrangeiros, atraídos por conta da ampliação das taxas de juros doméstica acima da internacional, levando a uma extrema dependência destas economias frente aos movimentos de capitais do circuito financeiro internacional, associados ao crescimento do endividamento por conta dos crescentes empréstimos externos contratados ao longo da década de 90 e início do século 21, além do endividamento interno contraído mediante venda de título e outros papéis ora para atrair divisas e ora para esterilizar o grande volume da base monetária. Estas entradas de capitais podem ser

verificadas pelas tabelas (3.1.1, 3.1.2, 3.1.3, 3.1.4, 3.1.5, 3.1.6) e pelos gráficos que demonstram a composição selecionada, portfolio e investimento estrangeiro direto.

Gráfico 3.1.1 – IED e Portfolio – Brasil, Argentina, Chile e México.



Fonte: FMI.

Esta maior entrada de capital sob a forma de portfolio, mais fortemente no início da liberalização financeira e comercial destes países, fica evidente no gráfico 3.1.1, seguidos no decorrer da década de 90, pelo aumento do volume de investimento direto estrangeiro em decorrência das privatizações e da maior liquidez alcançada no próprio investimento direto, permitindo o redirecionamento dos fluxos de capitais, como por exemplo, da venda das ações ou dos interesses nas empresas quando melhor servir ao capital. De modo que, como resume Medeiros (1998: 284) "... o financiamento externo que predomina na região (Brasil, México e Argentina principalmente, mas também na América Latina como um todo) nos anos 90 é essencialmente formado por fluxos financeiros voláteis sem vínculos diretos com a exportação".

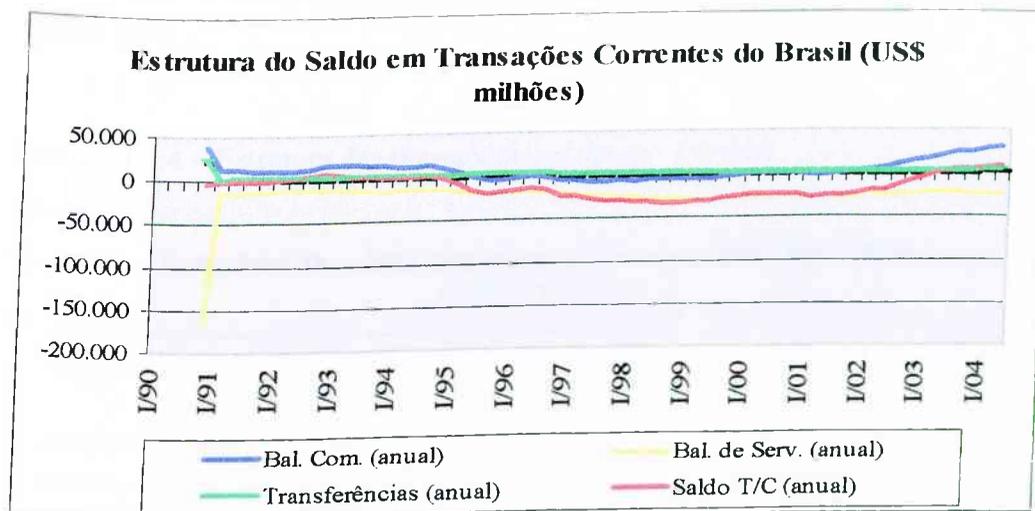
Fica evidenciada a dependência externa em relação aos capitais estrangeiros, num cenário mundial de constante instabilidade do sistema financeiro internacional, agravado pela baixa resistência das economias em questão (Brasil, Argentina e México), o que definia uma vulnerabilidade e fragilidade externas, que impediam o crescimento econômico desenhando a restrição que caracterizou a década de 90.

Associada a esta restrição ao crescimento e ao desenvolvimento, temos a armadilha financeira nas contas externas gerada pela abertura financeira e comercial,

caracterizada nos crescentes déficits nas transações correntes, ou seja, aumento do passivo externo líquido, conforme tabelas apresentadas, que tiveram na sobrevalorização da moeda, um agravante dos descompassos do balanço comercial e demais contas, que financiados pela entrada de capitais, geravam maior endividamento externo, e deterioravam ainda mais a competitividade no comércio internacional, impedindo desvalorizações cambiais, frente a forte entrada de recursos líquidos estrangeiros. Este endividamento da conta corrente representa o aumento do passivo externo, dívida mais estoque de capital, que demonstra a elevação da saída de recursos, e conseqüentemente gerando déficits, na conta de serviços sob a forma de remessas de lucros e dividendos como podemos verificar pelos gráficos apresentados a seguir da estrutura dos balanços de pagamentos dos três países.

Como podemos verificar por meio destes gráficos, os três países apresentam déficits em sua conta corrente, ao longo da década de 90, mas mais acentuadamente a partir de 1994 quando do momento de liberalização financeira e comercial destes, revertendo a situação para o Brasil no início do século 21, com uma tendência de melhora a partir de 2002, conforme podemos visualizar no gráfico 3.1.2.

Gráfico 3.1.2 – Estrutura das transações correntes – Brasil.

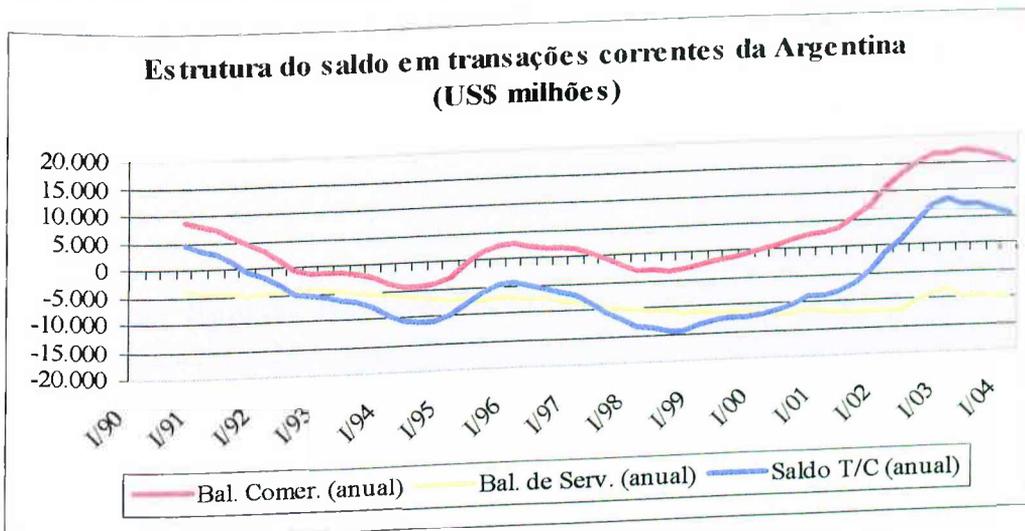


Fonte: Banco Central do Brasil.

Para a Argentina, como pode ser observado no gráfico 3.1.3, ao longo da década de 90 ocorre acentuada queda do saldo da conta corrente, associado com a redução das exportações (devido à valorização cambial – o sistema de *currency board*) associado ao

déficit na balança de serviço, que apresenta reversão no início do século 21, mais acentuadamente a partir de 2002.

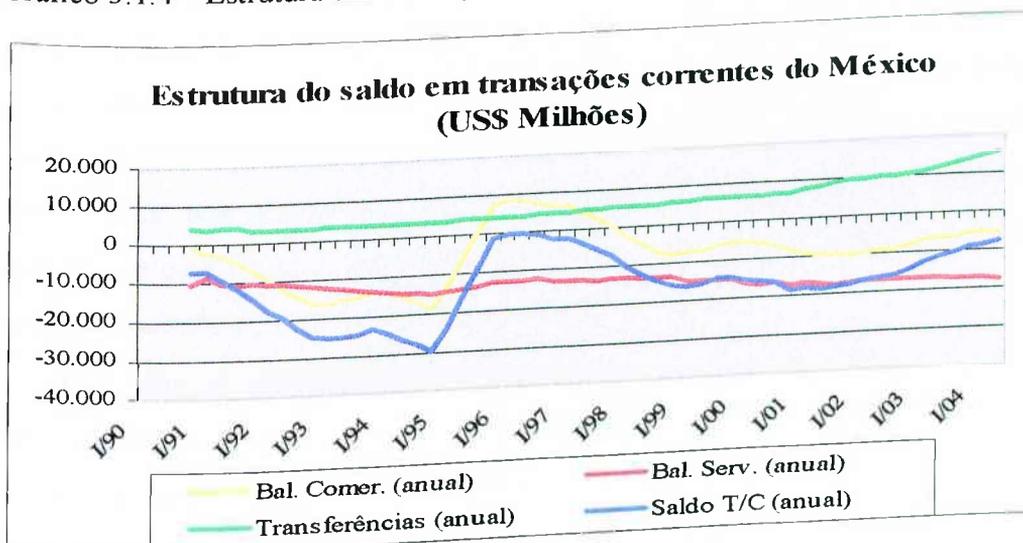
Gráfico 3.1.3 – Estrutura das transações correntes – Argentina.



Fonte: Banco Central da Argentina.

O México apresenta um contínuo aumento do déficit na sua conta corrente, conforme gráfico 3.1.4, durante seu processo de abertura financeira mais acentuada de 1990 à 1994.

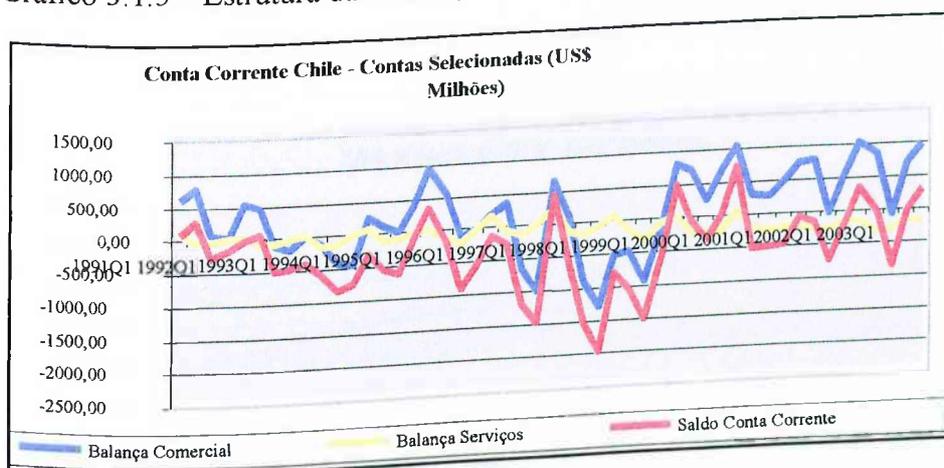
Gráfico 3.1.4 – Estrutura das transações correntes – México.



Fonte: Banco Central do México.

Demonstrando uma melhora desta conta de 1994 para 1995, quando da entrada do México no NAFTA, saindo de negativos US\$ 29 bilhões para negativos US\$ 1,5 bilhão, porém a partir de 1996 até 2001 o saldo deficitário volta a crescer alcançando o valor de US\$ 18 bilhões em 2000 e 2001, só revertendo a partir de 2003. Construindo assim, uma armadilha financeira expressa no crescente endividamento externo, gerado pelo crescimento da dívida e aumento do passivo externo, no que Carcanholo (2004), denominou de círculo vicioso de realimentação *financiamento externo = déficits crescentes*.

Gráfico 3.1.5 – Estrutura das transações correntes – Chile.



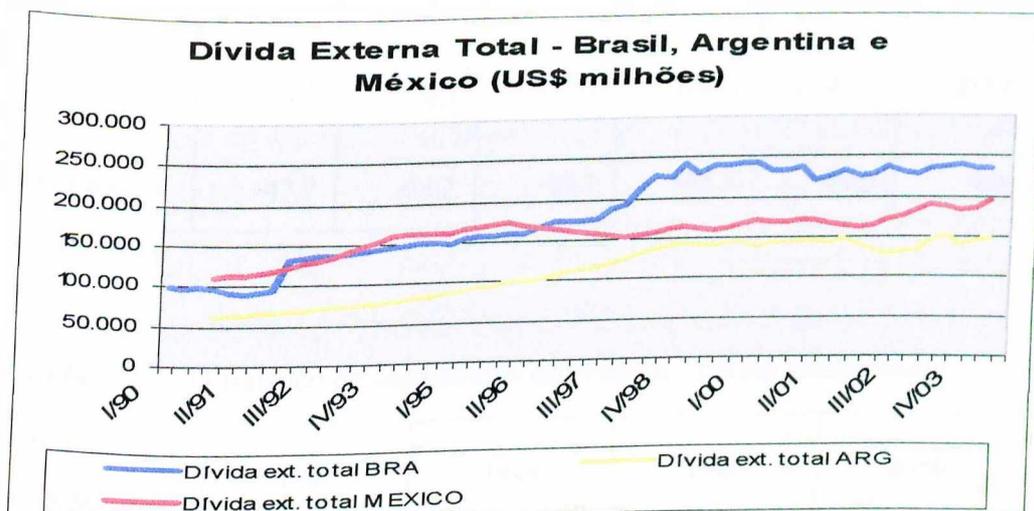
Fonte: FMI.

O Chile apresenta um déficit na conta corrente (gráfico 3.1.5) assim como os demais países da América Latina, em nível menos acentuado, mais ainda delineador de sua fragilidade financeira externa, e de sua vulnerabilidade externa ao apresentar piores deste déficit nos momentos de crise financeira internacional, demonstrando que a despeito de uma situação aparentemente menos frágil, esta fragilidade não obstante foi mais do que suficiente para resultar em vulnerabilidade.

Devido ao elevado déficit externo estes países tiveram que manter sua taxa de juros doméstica bastante elevada, o que engessou a política monetária, e gerou uma armadilha fiscal, configurada pelo efeito das altas taxas de juros sobre a rolagem da dívida externa, gerando uma explosão do serviço das mesmas, assim como do montante total destas dívidas, como podemos verificar no gráfico 3.1.6, abaixo. Fatores agravados pela necessidade de esterilização do capital externo entrante, dado o efeito expansionista

sobre os meios de pagamento, por conta da necessidade de manutenção da estabilidade monetária, que por sua vez, provocava o aumento do endividamento público. Como podemos observar o endividamento externo explode ao longo da década de 90, para todos os três países, não apresentando tendência de reversão no início do século 21. Demonstrando que a despeito da melhora das exportações, configurando para Brasil e Argentina como saldo positivo da balança comercial, com exceção do México que apresenta crescimento das importações superiores aos das exportações, estes países não conseguem reverter seu quadro de endividamento externo, dado a vulnerabilidade destas economias e a fragilidade estrutural das mesmas.

Gráfico 3.1.6 – Dívida Externa Total - do Brasil, Argentina e México.



Fonte: Bancos Centrais do Brasil, Argentina e México.

A realidade dos países asiáticos com a liberalização comercial e financeira, dados os arranjos institucionais específicos, além das situações macroeconômicas e níveis de renda bastante diferenciados, apresenta resultados heterogêneos quando comparados aos países emergentes latino-americanos. Quanto heterogêneos e de que forma esta heterogeneidade se apresenta configura em um dos pontos centrais de nossa investigação que começamos a elucidar a partir do processo de liberalização do capítulo 2 e, que, passaremos a investigar mais detalhadamente com a análise do balanço de pagamentos dos países asiáticos a seguir.

Table 3.1.6 – O Balanço de pagamentos da Malásia – contas selecionadas.

Malásia US\$ Milhões	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Exportações	28.805,8	33.711,9	39.822,8	46.238,0	56.897,3	71.767,2	76.985,1
Importações	-	-	-	-	-	-	-
	26.280,3	33.321,0	36.672,5	43.201,2	55.320,0	71.870,6	73.136,8
Transações correntes	-869,9	-4.182,8	-2.167,3	-2.991,0	-4.520,1	-8.643,6	-4.462,0
Investimento estrangeiro direto	2.332,5	3.998,5	5.183,4	5.005,6	4.341,8	4.178,2	5.078,4
Investimento em portfolio	-254,7	170,2	-1.122,3	-708,6	-1.649,2	-435,6	-268,3
Conta Capital	-47,7	-51,3	-39,7	-88,2	-81,6	n.a.	n.a.

Fonte: FMI.

Tabela 3.1.7 - O Balanço de pagamentos da Malásia – contas selecionadas

Malásia US\$ Milhões	1997	1998	1999	2000	2001
Exportações	77538,3	71882,8	84096,8	98429,1	87980,5
Importações	-74028,7	-54377,8	-61452,6	-77602,4	-69597,4
Transações correntes	-5935,25	9528,65	12603,7	8487,89	7286,84
Investimento estrangeiro direto	5136,51	2163,4	3895,26	3787,63	553,95
Investimento em portfolio	-247,76	283,1	-892	-2145	-666
Conta Capital	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

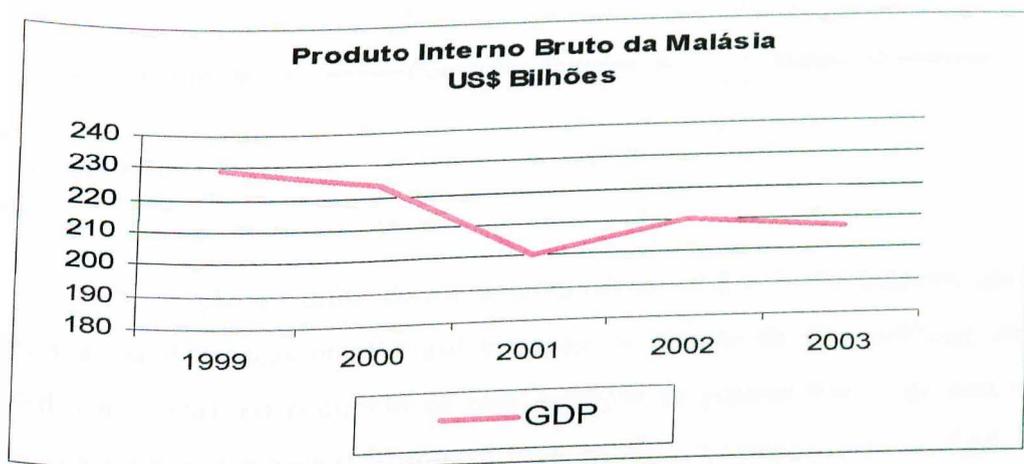
Fonte: FMI.

Mas a despeito da heterogeneidade, ao observarmos os dados das contas do balanço de pagamentos da Malásia, nas tabelas 3.1.6 e 3.1.7, uma economia marcada por altas taxas de juros de crescimento e investimento, bem como volumosos superávits comerciais e níveis inflacionários de um dígito (Aldrighi, 1997), assim como ocorre no caso da Coreia do Sul (analisada em seguida), detectamos problemas no balanço de pagamentos similares nos demais países latino-americanos estudados.

Na Malásia, encontramos um quadro inverso dos países latino-americanos que apresentam melhora do saldo da conta corrente, tanto para Brasil, como Argentina e México, enquanto a Malásia apresenta uma piora da conta de transações correntes (gráfico 2.1.4.2.1).

Podemos ainda assinalar, observando o gráfico 3.1.7, que demonstra a trajetória do Produto Interno Bruto da Malásia, que a economia da Malásia não apresenta elevação do crescimento da riqueza do país, no início deste século, provavelmente associada à queda contínua da variação percentual do comércio exterior da Malásia desde 1998, como veremos no gráfico 3.1.8.

Gráfico 3.1.7 – Produto Interno Bruto da Malásia.



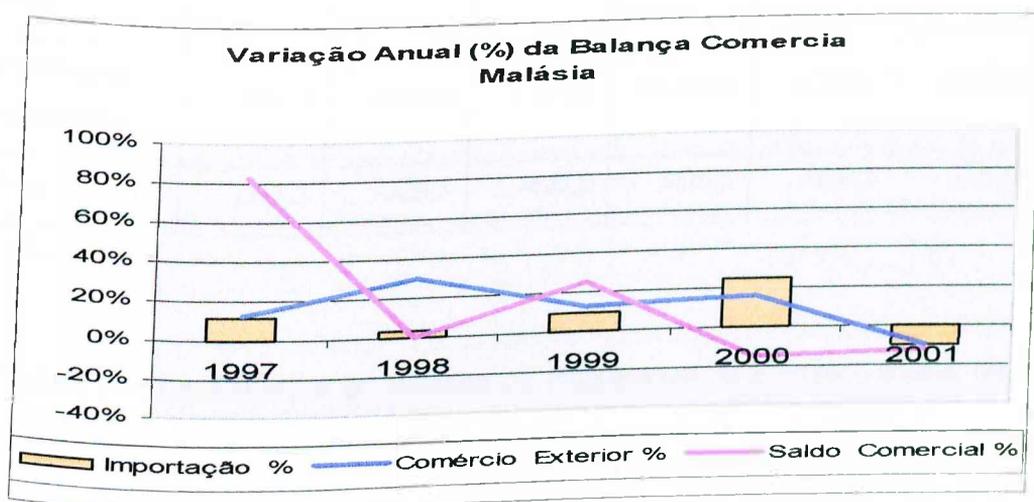
Fonte: FMI.

Analisando o gráfico 3.1.8, observamos que no ano de 1997, a variação da importação se iguala a do comércio exterior, mas a Malásia apresenta neste ano uma grande variação positiva do saldo comercial de 80%, apresentando queda após a crise da Ásia. A variação do saldo comercial é positiva em 1999 e negativa nos dois anos

seguintes, ou seja, no início do século 21, demonstrando uma fragilização da situação econômica da Malásia, reafirmada pela queda do PIB.

As exportações e importações passam a registrar crescimento cada vez menor de 1999 a 2000, apresentando no ano seguinte, um crescimento negativo tanto das exportações quanto das importações. Concomitantemente, em 2001, cai o saldo da conta corrente, demonstrando a queda das exportações, concomitante a uma saída de capitais a partir de 1999, conforme podemos verificar na tabela 3.1.7.

Gráfico 3.1.8 – Estrutura percentual anual das variações das exportações, importações e saldo



Fonte: FMI.

Em relação à Coreia, de acordo com tabela 3.1.8 e 3.1.9, podemos inicialmente ressaltar as diferenças entre Brasil e Coreia na década de 80, conforme análise de Medeiros (1998), no confronto de seus balanços de pagamentos, onde este observou como a economia brasileira exportava mais do que a Coreia no ano de 1980, além de receber maiores volumes de investimento externo e empréstimos dos bancos privados, conjuntura que se reverte a partir de 1981, levando os empréstimos líquidos a serem negativos, contraindo as importações e gerando um déficit na balança de transações correntes, dada a maior fragilidade externa⁴⁰ da economia brasileira desde então.

⁴⁰ Maior fragilidade externa implica menor credibilidade junto aos banqueiros internacionais e, conseqüentemente, menor acesso ao financiamento externo, de acordo com Medeiros (1998).

Tabela 3.1.8 – Estrutura do Balanço de Pagamentos Coréia – contas selecionadas.

Coréia US\$ Milhões	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Exportações	63.658,5	70.540,9	76.198,9	82.089,4	94.964,3	124.632,0	129.968,0
Importações	-66.108,7	-77.344,3	-77.953,6	-79.770,9	-97.824,2	-129.076	-144.933
Transações correntes	-2.002,8	-8.317,3	-3.943,5	989,5	-3.867,0	-8.506,5	-23.005,7
Investimento estrangeiro direto	788,0	1.179,8	728,3	588,8	810,3	1.775,8	2.326,0
Investimento em portfolio	661,5	2.905,8	5.874,5	11.087,8	8.713,1	14.619,3	21.514,4
Conta Capital	-331,2	-329,5	-407,0	-475,1	-436,5	-487,6	-597,6

Fonte: FMI.

Tabela 3.1.9 – Estrutura do Balanço de Pagamentos da Coréia – contas selecionadas

(cont.)

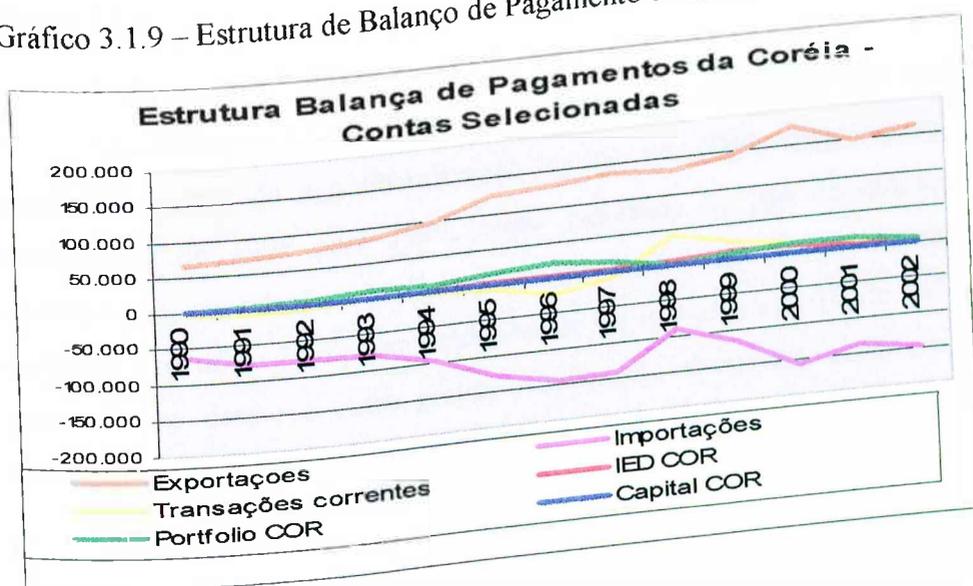
Coréia US\$ Milhões	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Exportações	138.619,0	132.122,0	145.164,0	175.948,0	151.262,0	162.554,0
Importações	-141.798,0	-90.494,8	116.793,0	159.076,0	137.770,0	148.374,0
Transações correntes	-8.167,2	40.364,9	24.476,7	12.241,2	8.238,9	6.092,1
Investimento estrangeiro direto	2.844,2	5.412,3	9.333,4	9.283,4	3.527,7	1.971,7
Investimento em portfolio	13.308,1	774,8	7.907,9	12.697,0	12.227,3	4.939,7
Conta Capital	-607,6	171,1	-389,3	-615,2	-731,0	-1.091,0

Fonte: FMI.

Podemos perceber pela tabela 3.1.8 como as exportações da Coreia crescem continuamente de 1990 a 1996, assim como as importações, contudo, as importações ultrapassam o valor das exportações todo o período mencionado com exceção de 1993. Resulta assim, em um déficit na balança comercial que tende a crescer, alcançando negativos US\$ 23 bilhões em 1996.

A balança de pagamentos da Coreia, conforme gráfico 3.1.9, deixa claro o crescimento simultâneo tanto das exportações como das importações, mas nos permite visualizar o que tabela 3.1.9 já apresentara, que a alteração da conta corrente que passa a ser positiva a partir de 1998, devida ao superávit comercial que passa a ocorrer a apartir deste ano.

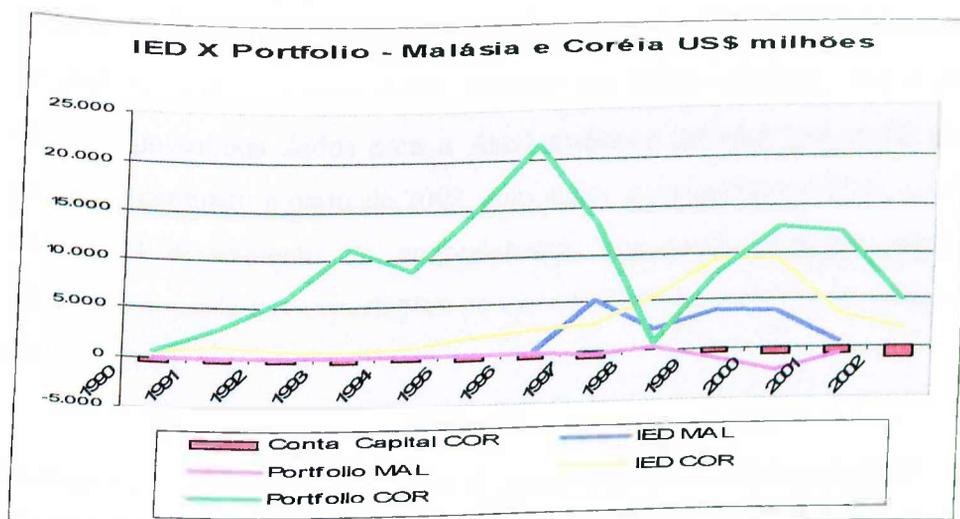
Gráfico 3.1.9 – Estrutura de Balanço de Pagamento da Coreia – contas selecionadas.



Fonte: FMI.

Com referência a conta de capital (gráfico 3.1.10), observamos que o IED – investimento direto estrangeiro – da Malásia quanto da Coreia estagna de 2000 a 2001, como também ambos apresentam queda a partir de 2001 em diante. O investimento estrangeiro da Malásia já havia apresentado declínio em 1998 após crise asiática, enquanto a Coreia apresenta crescimento contínuo do investimento estrangeiro direto desde 1994, período de franco processo de liberalização financeira que tem início em 1993, com a liberalização parcial, até 1996 com a liberalização total.

Gráfico 3.1.10- IED e Portfolio – Malásia X Coréia em US\$ milhões de dólares



Fonte: FMI.

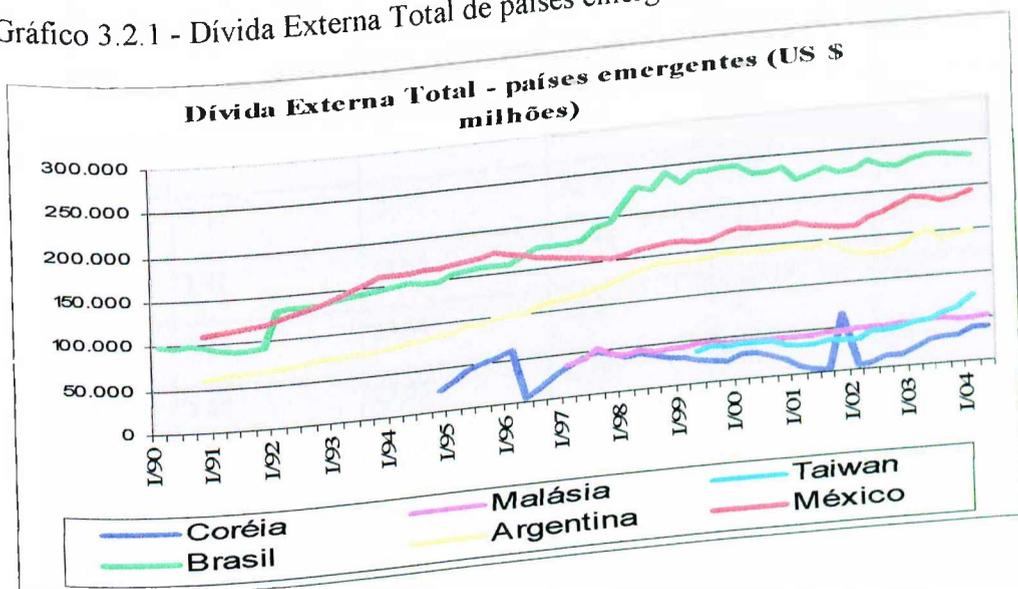
Similarmente, a Coréia apresenta um salto de crescimento dos investimentos de portfolio a partir da sua liberalização parcial em 1993, descrevendo um pico de crescimento de 1996 para 1997, como resultado de sua liberalização total. Em contrapartida, em relação a Malásia podemos observar um declínio do investimento em portfolio a partir de 1998, com tendência de recuperação a partir de 2002, período em que a Coréia descreve outro grande crescimento do investimento em carteira, que apresenta queda acentuada a partir de 2002.

3.2 INVIABILIDADE ESTRUTURAL EXTERNA

O crescimento da dívida externa dos países emergentes ao longo da década de 90 é visível, conforme gráfico 3.2.1, que apresenta o volume de dívida total do Brasil, Argentina, México, Malásia e Coréia. Desenhando uma elevação do endividamento dos países na medida em que aprofundavam a abertura financeira e comercial, propalada pelo receituário neo-liberal. Tanto Taiwan quanto Malásia apresentam um crescimento do endividamento externo, enquanto que a Coréia a despeito da queda de sua dívida externa em 2002, mostrando neste mesmo ano um pico de crescimento do seu

endividamento externo, passando a apresentar uma elevação contínua de 2002 para 2003 e início de 2004. Em relação aos países latino-americanos estes apresentam um volume de endividamento externo muito superior aos países asiáticos, mas a partir de 1995 (quando possuímos dados para a Ásia) podemos perceber um perfil de crescimento similar. Acentuado a partir de 2002, com maior crescimento em 2003, conforme gráfico abaixo. O crescimento do endividamento dos países asiáticos selecionados está associado à queda das exportações no caso da Malásia, e na Coreia à fuga de capitais a partir de 2001.

Gráfico 3.2.1 - Dívida Externa Total de países emergentes (selecionados).



Fonte: FMI e Bancos Centrais dos Países Emergentes.

A inviabilidade estrutural externa destes países emergentes e de sua estratégia de abertura financeira nos anos 90 pode ser vislumbrada além do endividamento externo, pelos indicadores de vulnerabilidade externa apresentados por estes países (tabelas 3.2.1, 3.2.2, 3.2.3, 3.2.4, 3.2.5, 3.2.6, 3.2.7, 3.2.8). Estes indicadores de vulnerabilidade demonstram que a partir do momento da liberalização para cada um destes países, o perfil dos indicadores se altera dada a grande entrada de capitais externos provocando uma elevação das reservas internacionais, além da volatilidade destes com as devidas repercussões nas economias analisadas.

Tabela 3.2.1 - Indicadores de Vulnerabilidade Brasil.

Indicadores de Vulnerabilidade Brasil					
TRIM.	Dívida Externa/Exportações	Dívida Externa Total/PNB %	Dívida Externa/PIB %	Pagamento Juros/Exportações	Pagamento Juros/PNB %
I/94	3,76	264,54	32,51	0,04	3,02
II/94	3,63	126,46	31,24	0,04	1,48
III/94	3,48	62,86	29,26	0,04	0,66
IV/94	3,36	42,47	27,31	0,04	0,45
I/95	3,46	32,79	26,28	0,03	0,26
II/95	3,48	27,96	24,77	0,02	0,14
III/95	3,47	26,39	23,55	0,01	0,09
IV/95	3,42	24,65	22,58	n.a	n.a
I/96	3,38	23,64	22,27	n.a	n.a
II/96	3,47	23,55	22,80	n.a	n.a
III/96	3,59	23,25	22,98	n.a	n.a
IV/96	3,63	22,32	22,42	n.a	n.a
I/97	3,58	21,57	22,00	n.a	n.a
II/97	3,54	21,38	22,11	n.a	n.a
III/97	3,64	22,35	23,47	n.a	n.a
IV/97	3,63	22,18	23,91	n.a	n.a
I/98	3,91	23,93	26,39	n.a	n.a
II/98	4,21	25,10	28,45	n.a	n.a
III/98	4,27	24,47	28,31	n.a	n.a
IV/98	4,73	26,44	30,69	n.a	n.a
I/99	4,67	24,88	31,79		

Fonte: Banco Central do Brasil e FMI.

Tabela 3.2.2 – Indicadores de Vulnerabilidade Externa Brasil – continuação.

Indicadores de Vulnerabilidade Externa Brasil					
TRIM.	Dívida Externa/Exportações	Dívida Externa Total/PNB %	Dívida Externa/PIB %	Pagamento Juros/Exportações	Pagamento Juros/PNB %
II/99	5,02	25,55	36,46	n.a	n.a
III/99	5,13	25,46	40,63	n.a	n.a
IV/99	5,03	25,05	45,61	n.a	n.a
I/00	4,85	24,47	44,55	n.a	n.a
II/00	4,49	22,91	41,39	0,02	0,12
III/00	4,27	21,99	40,12	0,03	0,18
IV/00	4,29	21,73	39,63	0,06	0,28
I/01	3,88	19,77	40,69	0,07	0,35
II/01	3,87	19,66	42,80	0,06	0,32
III/01	4,00	20,08	46,05	0,07	0,33
IV/01	3,88	19,08	44,79	0,06	0,31
I/02	4,03	18,86	43,51	0,06	0,30
II/02	4,34	19,09	46,61	0,07	0,31
III/02	4,00	18,00	46,62	0,07	0,32
IV/02	3,77	17,24	47,54	0,07	0,30
I/03	3,68	n.a	48,79	0,06	n.a
II/03	3,47	n.a	49,72	0,05	n.a

Fonte: Banco Central do Brasil e FMI.

Conforme os dados brasileiros, percebemos indicadores elevados para dívida externa sobre o PIB, no início de 1994, que declina consideravelmente em decorrência da renegociação da dívida externa a partir deste mesmo ano, permanecendo nos patamares de 20% aproximadamente. “O que ocorreu após a assinatura do acordo de renegociação da dívida foi uma grande amortização da mesma, que se traduziu em valores muito elevados para indicadores como serviço da dívida sobre exportações,

serviço da dívida sobre PIB e serviço da dívida como proporções das reservas internacionais” (Carcanholo, 2004: 171). Mas a partir de 1998, logo após a crise asiática e grande fuga de capitais decorrentes, a dívida externa passa aumentar continuamente em relação ao PIB, demonstrado o aumento da fragilidade e vulnerabilidade brasileira.

Table 3.2.3 – Indicadores de Vulnerabilidade Brasil (outros).

Indicadores de Vulnerabilidade do Brasil (outros)				
TRIM.	Reservas Internacionais/Div. Tot.	Saldo em Trans.Corr./ (%PIB)	Saldo em Trans.Corr./ Export	Reservas Internac./ Export
I/94	0,26	0,12	0,01	0,97
II/94	0,27	0,41	0,05	0,99
III/94	0,29	0,81	0,10	1,01
IV/94	0,28	-0,21	-0,03	0,93
I/95	0,24	-1,25	-0,16	0,82
II/95	0,21	-2,39	-0,34	0,73
III/95	0,29	-2,87	-0,42	1,01
IV/95	0,32	-2,57	-0,39	1,10
I/96	0,35	-2,23	-0,34	1,17
II/96	0,35	-1,87	-0,29	1,22
III/96	0,33	-2,32	-0,36	1,20
IV/96	0,34	-3,00	-0,49	1,22
I/97	0,33	-3,15	-0,51	1,20
II/97	0,32	-3,55	-0,57	1,13
III/97	0,33	-3,68	-0,57	1,19
IV/97	0,27	-3,77	-0,57	0,99
I/98	0,28	-3,92	-0,58	1,11
II/98	0,32	-3,89	-0,58	1,34

Fonte: Banco Central e FMI.

Table 3.2.4 – Indicadores de Vulnerabilidade Brasil (outros).

Indicadores de Vulnerabilidade do Brasil (outros)				
TRIM.	Reservas Internacionais/Div. Tot.	Saldo em Trans. Corr./ (%PIB)	Saldo em Trans. Corr./ Export	Reservas Internac./ Export
III/98	0,27	-4,18	-0,63	1,16
IV/98	0,18	-4,30	-0,66	0,84
I/99	0,15	-4,61	-0,68	0,71
II/99	0,18	-5,05	-0,70	0,91
III/99	0,18	-4,92	-0,62	0,90
IV/99	0,16	-4,80	-0,53	0,82
I/00	0,16	-4,39	-0,48	0,77
II/00	0,12	-4,23	-0,46	0,53
III/00	0,13	-4,00	-0,43	0,57
IV/00	0,14	-4,07	-0,44	0,59
I/01	0,16	-4,96	-0,47	0,60
II/01	0,17	-5,08	-0,46	0,64
III/01	0,17	-5,21	-0,45	0,69
IV/01	0,16	-4,60	-0,40	0,62
I/02	0,16	-3,80	-0,35	0,65
II/02	0,18	-3,62	-0,34	0,77
III/02	0,17	-2,69	-0,23	0,67
IV/02	0,17	-1,61	-0,13	0,63
I/03	0,18	-0,91	-0,07	0,67
II/03	0,20	0,17	0,01	0,70

Fonte: Banco Central do Brasil e FMI.

Dos indicadores **brasileiros** apresentados, percebemos que a maior parte dos 10 indicadores apresentados desenharam um aumento da vulnerabilidade das contas externas. Como exemplo, temos o estoque de divisas sobre a dívida total, que sendo um indicador

de curto prazo, é mais volátil, apresenta piora constante saindo de 0,32 em 1995 para 0,14 em 2000, para a partir daí apresentar ligeira melhora até 2003, porém bastante inferiores aos níveis de 1995, demonstrando o baixo volume de reservas para fazer frente à dívida interna, delineando a fragilidade estrutural brasileira; a dívida externa total sobre exportações, um indicador mais estrutural, cresce de 3,36 no final de 1994 para 5,03 no final de 1999, significando que seriam necessários mais de 5 anos de exportação em 1999 para o pagamento da dívida externa, o qual apresenta melhoras a partir de 2000 de 4,29 no final deste ano, para 3,47 no ano de 2003, voltando o número de anos de exportação para o pagamento da dívida externa para os montantes de 1994. Entretanto, outro indicador estrutural, que consiste na dívida externa sobre o PIB, apresenta piora constante a partir de 1995, saindo de 22,6% no final de 1995 para 49,7% no segundo trimestre de 2003, demonstrando um aumento da vulnerabilidade e uma piora de nossa capacidade de pagamento da dívida e o maior comprometimento de nossas receitas com o pagamento da mesma.

Em relação à **Argentina**, percebemos no que tange aos indicadores de vulnerabilidade estrutural das contas externas, uma piora significativa dos mesmos. Como exemplos robustos podemos citar a dívida externa sobre exportações, variável que representa estoque e expressa a capacidade de pagamento da dívida propriamente dita, e que apresenta uma queda de 1994, quando atingia a 5,86 no primeiro trimestre, para 4,73 no final do ano de 1997, passando a apresentar elevação novamente do número de anos de exportação necessários para o pagamento da dívida externa, que alcança 6,23 no final de 1999, ou seja, passando de 5 para 6 anos de exportação necessários a fazer frente à dívida externa, caindo até o segundo trimestre de 2003, para 5,48, nível compatível com os observados em 1994, e decorrente da saída da Argentina do *currency board* que implicou a desvalorização da moeda, e conseqüentes ganhos de competitividade no comércio internacional; e os juros sobre exportações passam de 0,10 em 1994 para 0,26 no segundo trimestre de 2003, demonstrando o crescimento dos juros, que se eleva no início deste século, mesmo com o crescimento das exportações.

Com relação às reservas internacionais sobre a dívida total, temos um decréscimo do volume de reservas concomitantemente a um aumento do valor total da dívida. Os indicadores que contém as reservas internacionais, como estoque de reservas sobre dívida externa, que deteriora de 0,17 em 1994, para 0,08 em 2003, são muito mais um

resultado da movimentação do capital, expressando o impacto da entrada de capital sobre o balanço de pagamentos, conforme tabelas 3.2.5 e 3.2.6.

Tabela 3.2.5 – Índices de Vulnerabilidade – Argentina.

Índices de Vulnerabilidade Externa					
TRIM.	Dívida Externa/Exportações	Dívida Externa/PIB %	Pagamento Juros/Exportações	Pagamento Juros/PIB %	Reservas Internacionais/Div.Tot.
I/94	5,86	32,59	0,10	0,56	0,17
II/94	5,73	32,86	0,11	0,60	0,16
III/94	5,57	33,12	0,11	0,65	0,16
IV/94	5,36	33,37	0,11	0,69	0,17
I/95	5,06	34,35	0,12	0,80	0,10
II/95	4,77	36,20	0,12	0,92	0,12
III/95	4,57	36,48	0,13	1,02	0,12
IV/95	4,69	38,42	0,12	0,98	0,14
I/96	4,72	38,58	0,13	1,06	0,14
II/96	4,67	38,17	0,13	1,08	0,15
III/96	4,65	39,52	0,13	1,10	0,14
IV/96	4,60	40,66	0,14	1,25	0,16
I/97	4,51	40,67	0,14	1,30	0,15
II/97	4,53	41,05	0,15	1,36	0,17
III/97	4,59	41,67	0,16	1,41	0,16
IV/97	4,73	42,72	0,16	1,44	0,18
I/98	4,92	44,32	0,16	1,45	0,16
II/98	5,02	45,82	0,17	1,51	0,17
III/98	5,23	47,52	0,17	1,58	0,17

Fonte: Banco Central da Argentina e FMI.

Tabela 3.2.6 – Índices de Vulnerabilidade – Argentina.

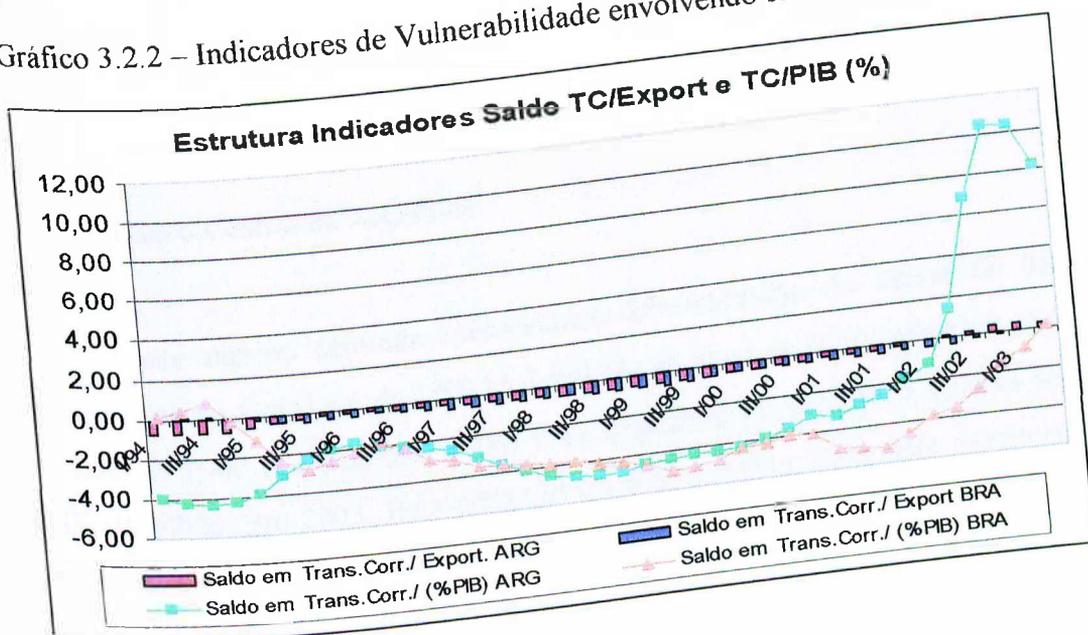
Índices de Vulnerabilidade Externa					
TRIM.	Dívida Externa/Exportações	Dívida Externa/PIB %	Pagamento Juros/Exportações	Pagamento Juros/PIB %	Reservas Internacionais/Div. Tot.
IV/98	5,37	47,47	0,19	1,71	0,17
I/99	5,53	47,99	0,21	1,83	0,18
II/99	5,82	48,67	0,23	1,94	0,18
III/99	6,12	49,50	0,25	2,05	0,16
IV/99	6,23	51,28	0,25	2,08	0,19
I/00	5,98	50,62	0,25	2,12	0,19
II/00	5,77	50,63	0,24	2,11	0,19
III/00	5,59	50,54	0,23	2,11	0,18
IV/00	5,53	51,30	0,23	2,10	0,18
I/01	5,45	54,58	0,23	2,28	0,16
II/01	5,32	49,29	0,24	2,18	0,15
III/01	5,43	54,24	0,25	2,47	0,15
IV/01	5,27	55,62	0,27	2,88	0,11
I/02	5,02	108,19	0,28	6,08	0,10
II/02	5,08	178,52	0,29	10,17	0,07
III/02	5,24	197,67	0,29	10,99	0,07
IV/02	5,31	196,00	0,28	10,26	0,08
I/03	5,61	184,23	0,27	8,95	0,07
II/03	5,48	170,65	0,26	8,04	0,08

Fonte: Banco Central da Argentina e FMI.

Este impacto sobre o balanço de pagamentos pode também ser averiguado pelos indicadores do saldo das T/C, percebemos a deterioração do saldo da conta corrente tanto do Brasil quanto da Argentina, ao longo dos anos 90. Tanto para a Argentina como

para o Brasil percebemos uma piora dos indicadores de saldo das T/C sobre PIB (gráfico 3.2.2), anos 90, deteriorando ainda mais a partir da crise da Ásia. Para somente dar um salto de recuperação dos indicadores de T/C em relação ao PIB, para a Argentina quando da desvalorização cambial, e diminuição do volume de fluxos de capitais, dadas as incertezas do risco país tanto quanto a saída do sistema de *currency board*, já apontados; e para o Brasil apresentando uma melhora do indicador de 2002 para 2003, resultado do aumento das exportações e os superávits da balança comercial neste período.

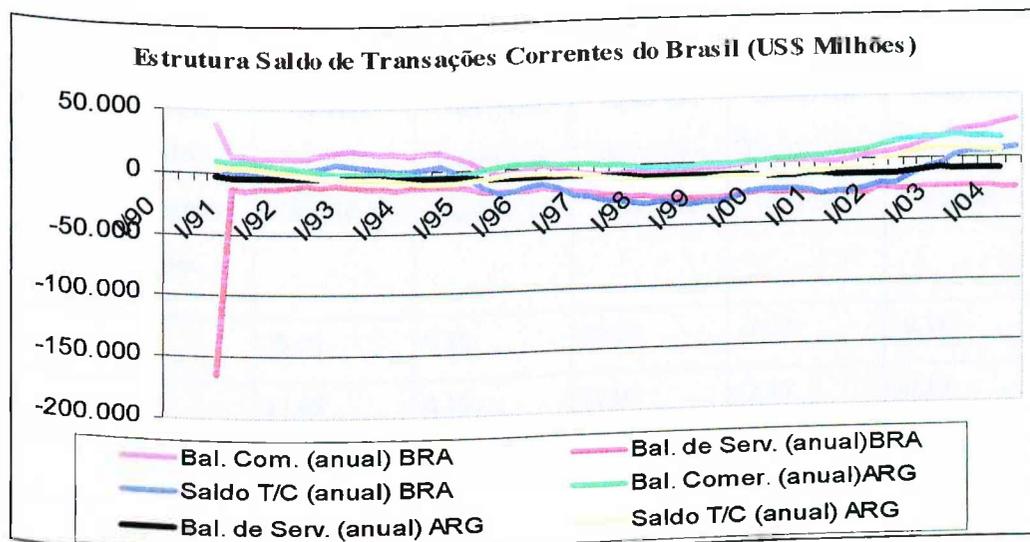
Gráfico 3.2.2 – Indicadores de Vulnerabilidade envolvendo saldo das T/C.



Fonte: FMI.

Observando os gráficos 3.1.2 e 3.1.3 ou o gráfico geral 3.2.3, percebe-se a reversão do saldo da balança comercial tanto do Brasil quanto da Argentina de 1990 para 2000, de algo como US\$ 10 bilhões para um déficit de US\$ 5 bilhões para a Argentina, e do patamar em torno de US\$ 10 bilhões para o Brasil para um déficit de US\$ 600 milhões no final de 2000, em decorrência do aumento das importações em relação às exportações, resultado nos dois países da valorização cambial. A partir da desvalorização cambial no Brasil em 1999 e da Argentina em 2003, percebemos a reversão deste saldo que se eleva até US\$ 15 bilhões na Argentina e no Brasil alcança algo em torno de US\$ 25 bilhões, no ano de 1999.

Gráfico 3.2.3 – Estrutura do saldo das transações correntes do Brasil e da Argentina.



Fonte: Banco Central da Argentina.

Neste mesmo sentido, observamos uma elevação do déficit da balança de serviços que no Brasil sai de US\$ 15,3 bilhões no final de 1990 para US\$ 25,4 bilhões no final de 2000 (Carcanholo, 2004) e na Argentina sai de US\$ 5 bilhões alcançando US\$ 10 bilhões em 2003. Esta elevação do déficit é provocada pela movimentação de capital que provoca o aumento da remessa de lucros e dividendos, bem como do pagamento de fretes e seguros. Conseqüentemente, o saldo das transações correntes apresenta-se negativo ao longo da década de 90, voltando a apresentar-se positivo em 2003 tanto para o Brasil como para a Argentina, assim como o fora no início da década de 90⁴¹. Este saldo negativo da conta de T/C implica um aumento do serviço do passivo externo, da dívida mais às remessas de lucro e dividendos, implicando a perda da capacidade do governo de ter autonomia em sua política cambial, no caso da Brasil, pois a Argentina ao longo da década de 90, não possui essa autonomia com o *currency board system*, mas principalmente uma dependência das taxas de juros elevadas por conta do ajuste das contas externas.

⁴¹ Carcanholo (2004: 172-173) nos aponta em referência ao Brasil que “o déficit estrutural nas contas externas reflete uma rigidez oriunda de desequilíbrios de estoque, isto é, considerável aumento do estoque da dívida externa e do estoque de capital estrangeiro, sob a forma de investimento direto ou portfolio. Dessa forma, o crescimento do passivo externo (dívida externa mais estoque de capital estrangeiro) tende a provocar a elevação do serviço desse passivo (serviço da dívida externa mais a remessa de lucros e dividendos) que, por sua vez, leva ao estrangulamento externo, e estabelece um caráter mais rígido aos déficits externos, na medida em que os torna mais insensíveis a alterações dos preços relativos expressos na taxa de câmbio”. Este passivo externo é importante por revelar a real transferência de recursos para o exterior, ao considerar outras saídas de recursos além do serviço da dívida externa.

Tabela 3.2.7 – Indicadores de Vulnerabilidade do México.

Índices de Vulnerabilidade Externa							
TRIM.	Dívida Externa/Exportações	Dívida Externa/Na/PIB %	Reservas Internacionais/Div. Tot	Reservas Internacionais/Juros	Saldo em Trans.Corr./ (%PIB)	Saldo em Trans.Corr./ Export.	Reservas Internac./ Export.
I/94	2,98	38,21	0,16	19,28	-2,32	-0,18	0,48
II/94	2,88	37,65	0,10	11,07	-2,47	-0,19	0,29
III/94	2,79	39,74	0,10	9,98	-2,70	-0,19	0,28
IV/94	2,67	43,35	0,04	3,51	-2,93	-0,18	0,10
I/95	2,51	62,04	0,04	3,37	-3,80	-0,15	0,11
II/95	2,38	56,91	0,06	4,23	-2,64	-0,11	0,14
III/95	2,25	59,08	0,10	6,25	-2,15	-0,08	0,22
IV/95	2,17	60,62	0,10	6,67	-1,75	-0,06	0,21
I/96	2,05	55,63	0,10	6,12	-1,51	-0,06	0,20
II/96	1,92	50,75	0,10	5,75	-1,61	-0,06	0,19
III/96	1,80	49,61	0,10	5,78	-1,77	-0,06	0,19
IV/96	1,67	43,71	0,12	5,73	-1,78	-0,07	0,20
I/97	1,60	42,13	0,13	5,83	-1,94	-0,07	0,21
II/97	1,52	39,53	0,15	6,20	-2,25	-0,09	0,23
III/97	1,44	38,92	0,17	6,65	-2,68	-0,10	0,25
IV/97	1,38	34,99	0,19	6,82	-2,75	-0,11	0,26
I/98	1,37	36,17	0,19	7,04	-3,12	-0,12	0,27
II/98	1,36	36,87	0,19	6,84	-3,25	-0,12	0,26
III/98	1,38	41,32	0,18	6,25	-3,68	-0,12	0,25
IV/98	1,39	38,95	0,19	6,22	-3,42	-0,12	0,27
I/99	1,36	37,09	0,19	5,79	-3,07	-0,11	0,26
II/99	1,30	33,42	0,20	5,54	-2,69	-0,10	0,25

Fonte: Banco Central do México e FMI.

Tabela 3.2.8 – Indicadores de Vulnerabilidade do México.

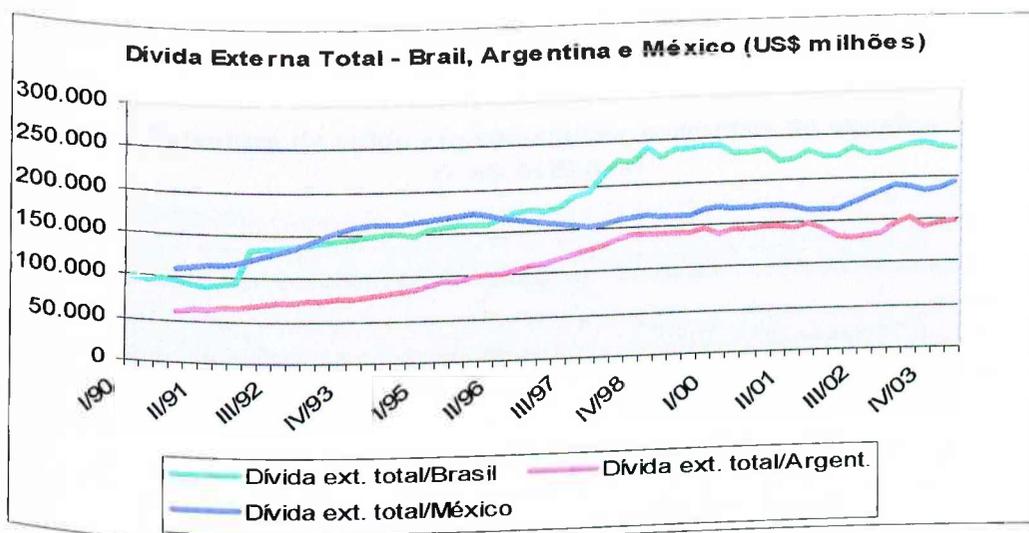
Índices de Vulnerabilidade Externa							
TRIM.	Dívida Externa/Exportações	Dívida Externa/PIB %	Reservas Internacionais/Div.Tot	Reservas Internacionais/Juros	Saldo em Trans.Corr./ (%PIB)	Saldo em Trans.Corr./ Export.	Reservas Internac./ Export.
III/99	1,24	33,35	0,20	5,53	-2,60	-0,10	0,25
IV/99	1,23	31,75	0,19	5,39	-2,33	-0,09	0,23
I/00	1,18	30,46	0,21	6,05	-2,14	-0,08	0,25
II/00	1,11	29,26	0,20	5,51	-1,98	-0,08	0,22
III/00	1,06	29,33	0,20	5,68	-1,81	-0,07	0,21
IV/00	1,02	27,69	0,20	5,73	-1,46	-0,05	0,21
I/01	1,02	28,39	0,22	6,30	-1,47	-0,05	0,23
II/01	1,00	26,64	0,23	6,14	-1,34	-0,05	0,23
III/01	1,00	27,12	0,24	5,89	-1,13	-0,04	0,24
IV/01	1,03	25,23	0,25	5,63	-0,71	-0,03	0,26
I/02	1,05	24,97	0,26	5,67	-0,23	-0,01	0,27
II/02	1,09	26,16	0,25	5,78	0,15	0,01	0,27
III/02	1,11	26,68	0,26	6,18	0,69	0,03	0,28
IV/02	1,14	27,68	0,26	6,83	1,08	0,04	0,30
I/03	1,16	28,87	0,27	7,36	1,24	0,05	0,32
II/03	1,15	28,16	0,28	7,43	1,09	0,04	0,33
III/03	1,13	31,12	0,28	7,20	1,24	0,05	0,32
IV/03	1,12	26,97	0,28	7,18	0,92	0,04	0,31
I/04	1,14	27,74	0,31	8,46	0,77	0,03	0,35

Fonte: Banco Central do México e FMI.

Com relação ao México, a partir de 1994, já em franco processo de liberalização, o México passa pelo processo de integração regional com os Estados Unidos e o Canadá, e os indicadores de dívida externa sobre exportações (expressam que o número de anos

de exportação para o pagamento da dívida externa) caem de 2,98 em 1994, ou seja, quase 3 anos, para 1,14 anos no início de 2004; e em relação a dívida externa sobre o PIB este sai de 60,62% em 1995 para aproximadamente 27,74% em 2004, numa melhora considerável deste indicador, conforme as tabelas 3.2.7 e 3.2.8. Esta melhora implica a elevação das exportações do México para os demais países do NAFTA, principalmente EUA, como a elevação da geração de riqueza, diminuindo o percentual do endividamento em relação ao PIB.

Gráfico 3.2.4 – Dívida Externa Total do México – comparada com Brasil e Argentina.



Fonte: Bancos Centrais do Brasil, Argentina e México.

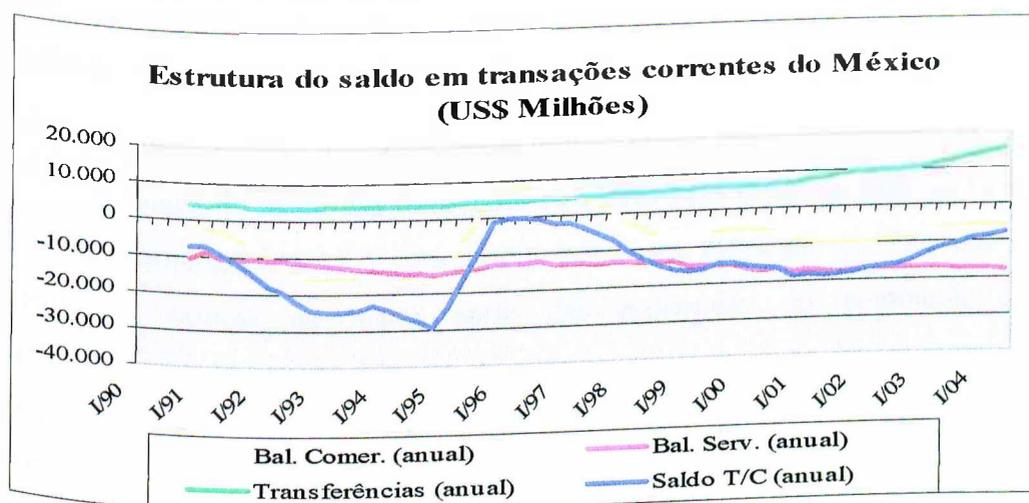
Quanto ao endividamento externo em si podemos perceber, pelo gráfico 3.2.4, que assim como o endividamento total do Brasil e da Argentina, o endividamento total do México eleva-se consideravelmente ao longo da década de 90, saindo de valores ligeiramente acima de US\$ 50 bilhões para US\$ 150 bilhões no final de 2003, demonstrando tendência ascendente no final de 2003, para as três economias.

Já com relação ao Brasil este sai de um endividamento externo total da ordem de aproximadamente US\$ 100 bilhões em 1990 para quase US\$ 250 bilhões em 2003 e, em relação à Argentina eleva-se de US\$ 100 bilhões em 1991 para US\$ 200 bilhões em 2003. Demonstrando para os três países que o aumento do estoque da dívida externa, implica um déficit estrutural nas contas externas associado a desequilíbrios impostos pelos fluxos de capitais, demonstrando o efeito cumulativo da movimentação de capitais sobre o passivo externo e mais diretamente sobre o endividamento externo, agravando a

dependência estrutural e a reciprocidade causal entre vulnerabilidade externa e fluxo de capital externo.

Observando o gráfico 3.2.5, percebe-se a reversão do saldo da balança comercial tanto do México, quanto da balança comercial do Brasil e da Argentina de 1990 para 2000 (gráf. 3.2.3). A balança comercial do México saiu de um pequeno saldo positivo em 1990 para um déficit de quase US\$ 10 bilhões de 2000 a 2002, recuperando-se um pouco em 2003, porém ainda bastante deficitário, a despeito do crescimento do PIB ao longo da década de 90 e início do século 21, conforme gráfico 3.2.6.

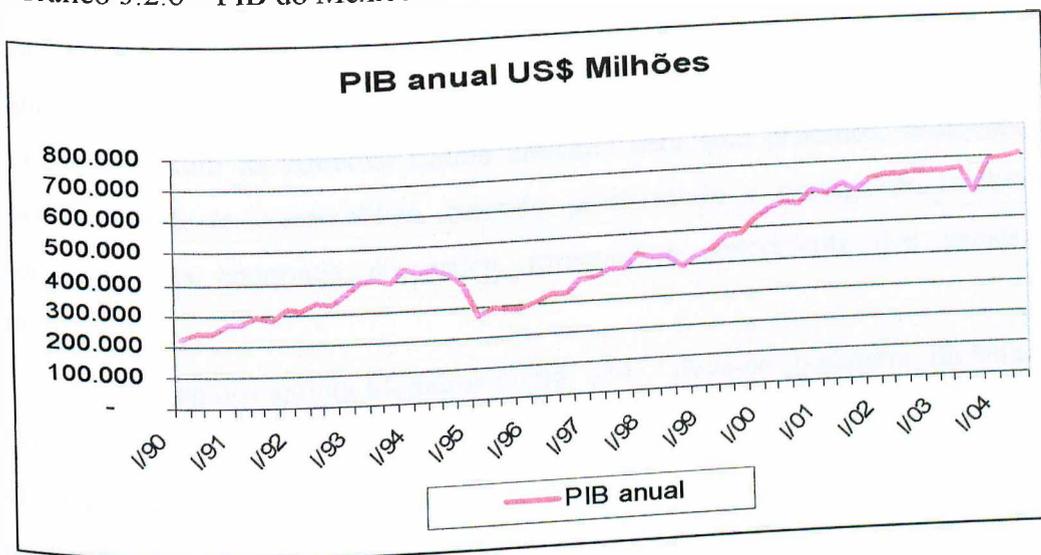
Gráfico 3.2.5 – Estrutura do Saldo de Transações Correntes do México.



Fonte: Banco Central do México.

Neste mesmo sentido, observamos uma elevação do déficit da balança de serviços que sai de US\$ 10 bilhões no final de 1991 para US\$ 20 bilhões no final de 2003, assim como a elevação do déficit observado na Argentina e no Brasil. Esta elevação do déficit é provocada pela movimentação de capital que gera o aumento da remessa de lucros e dividendos, ou seja, a elevação juntamente com a dívida externa, do passivo externo do México. O saldo das transações correntes continua deficitário mantendo-se este déficit em US\$ 10 bilhões no final de 2003, mesmo patamar do início da década de 90, mostrando que a despeito das variações ao longo da década, não ocorre a tão esperada recuperação robusta desta conta. Esta elevação do déficit é provocada pela movimentação de capital que provoca o aumento da remessa de lucros e dividendos, desde a perda de competitividade pela sobrevalorização cambial.

Gráfico 3.2.6 – PIB do México.



Fonte: Banco Central do México.

A queda do saldo das transações correntes bem como da balança comercial em 1994, conforme gráfico 3.2.5, está relacionada à crise mexicana de 1994, que sinalizou a fragilidade externa da maior parte das economias do continente americano, principalmente do próprio México, não muito diferentemente das economias da Ásia, como poderemos observar a seguir, que no caso da Coreia temos um saldo da conta corrente negativo ao longo dos anos 90, que se recupera de 1998 para 1999, para novamente apresentar declínio constante até o final de 2002, demonstrando a vulnerabilidade desta economia asiática a despeito dos recorrentes aumentos das exportações neste período. Soma-se a isso o fato de que o financiamento externo da região latino americana, ao longo da década de 90 e início do século 21, é predominantemente formado por fluxos financeiros voláteis, que não possuem vínculos diretos com a exportação (Medeiros, 1998), permanecendo deficitário o saldo da balança comercial no México, frente ao grande nível de importação⁴².

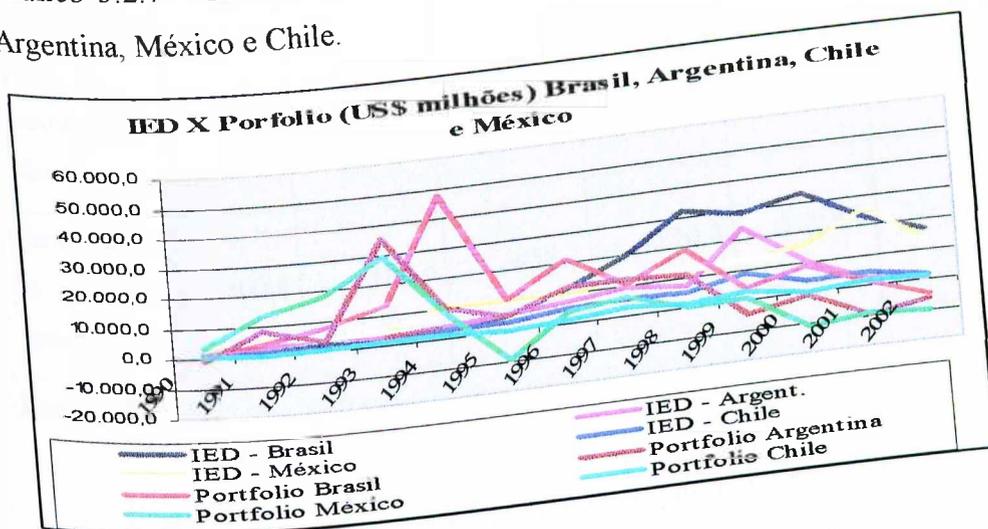
A abertura comercial e financeira dos países latino-americanos configura não uma forma de crescimento ou de desenvolvimento das economias da região, mas uma expansão do mercado para as exportações americanas, e um deslocamento das indústrias destes, principalmente Brasil e Argentina e com exceção do México, na direção das

⁴² E como define Medeiros (1998: 330) "...por razões estruturais e pelas políticas cambiais adotadas, a taxa de crescimento das importações excede substancialmente a taxa de crescimento das exportações. Assim, em meio a abundância de capitais externos, as maiores economias do continente como Argentina, Brasil e México encontram, mais uma vez, forte fragilidade externa".

commodities. Diferentemente do que ocorre no grupo liderado pelo Japão, que transfere setores produtivos inteiros para os países do continente asiático, especializando-se em segmentos produtivos mais altamente tecnológicos, não concorrendo com o continente, os EUA buscaram na América Latina mercado para seus produtos, deslocando estas economias para as *commodities*, contudo promovendo e protegendo também estes setores em sua economia doméstica, tornando-se concorrente dos países latino-americanos.

Conforme nos aponta Medeiros (1998: 334) “deve-se considerar, no entanto, que com exceção do México que transformou-se nos anos 90 num grande mercado para a indústria americana, o restante do continente ainda constitui um mercado marginal embora não desprezível. Mais significativa é a concorrência dos exportadores latino-americanos com os produtos americanos nos grandes mercados dos países desenvolvidos”. Levando à postura americana na busca da formação de uma área de livre comércio nas Américas – a ALCA.

Gráfico 3.2.7 – Investimento Estrangeiro Direto e sob a forma de Portfolio – Brasil, Argentina, México e Chile.



Fonte: FMI.

Com relação ao Chile, temos a partir de 1990 controles sobre a entrada de capital para minimizar os efeitos da fragilidade interna e da vulnerabilidade, via imposição do *encaje* – controle da entrada de capital de curto prazo – passando a possuir captação de recursos externos direcionados mais primordialmente ao investimento direto, diferentemente das demais economias latino-americanas com maior ênfase no capital

especulativo dadas as suas restrições externas e falta de autonomia política para imposição de controles aos fluxos de capitais. Conforme podemos verificar pelo gráfico 2.1.4.2. e 3.2.7, podemos vislumbrar uma elevada entrada de IED – investimento estrangeiro direto – com crescimento ao longo da década de 90 bastante superior ao de investimento de portfolio. No final da década de 90, temos a queda do investimento estrangeiro direto, provavelmente relacionado a uma liberalização total da conta capital a partir de 1998.

Tabela 3.2.9 - Balanço de Pagamentos do Chile em US\$ Milhões: contas selecionadas.

Chile	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Exportações	8.372,7	8.941,5	10.007,4	9.198,7	11.604,1	16.025,0	16.626,8
Importações	-7.089,2	-7.456,4	-9.285,4	-10.188,5	-10.872,1	-14.644,0	-17.698,8
Transações correntes	-484,6	-97,7	-956,9	-2.555,2	-1.586,0	-1.349,6	-3.082,7
Investimento estrangeiro direto	661,2	821,7	935,1	1.034,3	2.583,1	2.957,0	4.814,6
Investimento em portfolio	360,8	188,6	458,2	820,0	1.258,9	48,0	1.268,7

Fonte: FMI.

O Chile apresenta um crescimento de exportações acompanhado de crescimento de importações, impondo saldo negativo da balança comercial, em determinado momento, que associado a saída de capitais via remessa de lucros e dividendos, contrapartida da grande entrada de IED – investimento estrangeiro direto – ao longo da década, conforme os gráficos 2.1.4.2 e 3.2.7, temos um salto em sua Conta Corrente⁴³ de

⁴³ Lembrando que conforme Baumann, Canuto e Gonçalves (2004), “o saldo em Conta Corrente revela a variação no estoque líquido de obrigações (passivos) locais em relação ao resto do mundo (...) No caso do déficit no Balanço de Pagamentos em Conta Corrente, por exemplo, terá havido necessariamente uma combinação de ingresso líquido de capitais e/ou saque nas reservas monetárias em divisas. De um modo ou de outro, aumentou o *Passivo Externo Líquido (PEL)* do país”

negativos US\$ 0,5 bilhões, aproximadamente, em 1990 para negativos US\$ 2,5 bilhões em 1993, voltando a apresentar grandes elevações do déficit de 1996, quando chega a negativos US\$ 3 bilhões na conta corrente, conforme tabela 3.2.9.

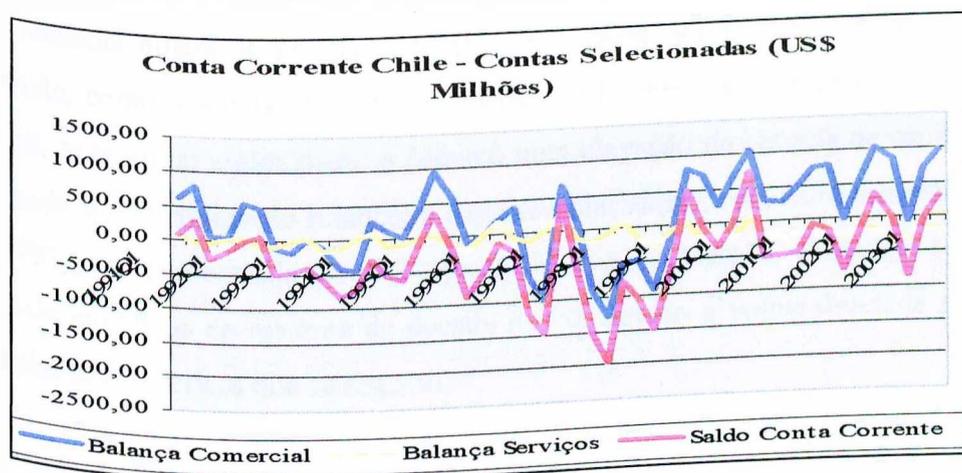
Tabela 3.2.10 – Balanço de Pagamentos do Chile em US\$ Milhões: contas selecionadas.

Chile	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Exportações	17.870,2	16.322,8	17.162,3	19.210,2	18.465,8	18.340,1
Importações	-19.297,8	-18.363,1	-14.735,1	-17.091,4	-16.411,4	-15.826,7
Transações correntes	-3.660,2	-3.918,4	99,3	-766,3	-1.192,2	-552,8
Investimento estrangeiro direto	5.271,4	4.627,8	8.761,0	3.638,8	4.476,5	1.603,0
Investimento em portfolio	2.614,2	842,0	2.577,7	-127,3	1.432,0	1.327,6

Fonte: FMI.

Situação que se mantém ao longo dos dois próximos anos, de 1996 para o biênio de 1997/1998, quando o déficit da conta corrente aumenta de US\$ 3,5 bilhões para US\$ 3,9 bilhões (tabela 3.2.10), como repercussão da crise da Ásia e da Rússia com fuga de capitais conforme podemos observar no gráfico 3.2.7, com quedas acentuadas em 1995 e 1998, conforme gráfico 3.2.8.

Gráfico 3.2.8 - Conta Corrente Chile – Contas selecionadas.



Fonte: FMI.

BIBLIOTECA

Este déficit na conta de transações correntes (tabela 3.2.10), controlado mediante financiamento externo conseguido pela entrada de capitais estrangeiros, atraídos por conta da ampliação das taxas de juros doméstica acima da internacional, leva a uma extrema dependência destas economias frente aos movimentos de capitais do circuito financeiro internacional, associados ao crescimento do endividamento por conta dos crescentes empréstimos externos contratados ao longo da década de 90 e início do século 21, além do endividamento interno contraído mediante venda de título e outros papéis ora para atrair divisas e ora para esterelizar o grande volume da base monetária.

Estas entradas de capitais foram menos voláteis no Chile dado o controle de capital que possibilitou a entrada de investimento estrangeiro direto, de perfil alongado, minimizando o perfil especulativo da conta capital, mas sem contudo, evitar a fragilidade financeira externa dada na balança de serviços pela saída de recursos sob a forma de transferências deste IED, como lucros e dividendos, daí o recorrente saldo negativo da conta de transações correntes, elemento de fragilidade financeira, que ao agravar-se, piora também a vulnerabilidade externa chilena, que podemos verificar em sua exposição aos choques externos, conforme gráfico 2.1.4.2., quando da fuga de capitais devido as crises internacionais, mais pronunciadamente em 1995 e 1998, tanto sob a forma de IED quanto de portfolio, que agrava a situação da conta corrente neste período conforme gráfico 2.1.4.1.

O Chile apresenta a entrada de portfolio menos volátil em relação aos demais países da América Latina, dado o grande crescimento da entrada de investimento especulativo no Brasil, com pico em 1994 e entradas significativas (assim como saídas, relativas à vulnerabilidade externa) até 2002; enquanto que o México apresenta forte entrada desde o início da década quando de sua liberalização financeira, mas com acentuada queda desde sua crise em 1994, mantendo-se mais saída de capitais desde então, como resultado de sua fragilidade e vulnerabilidade externa; a Argentina por sua vez, apresentou assim como o México uma elevação da entrada de capital especulativo desde sua liberalização financeira e quase-dolarização, com forte crescimento a partir de 1993, mas esta entrada diminuiu a partir da crise do México, e mantém-se em patamares mais modestos no restante da década de 90, devido à vulnerabilidade externa, afetada pelas demais crises que se seguem.

Em relação ao investimento estrangeiro direto, o Chile diferencia-se dos demais países da América Latina por apresentar uma maior regulamentação quanto à entrada de

capital especulativo, o que gerou maior fluxo de capitais destinados a investimento direto, apresentando uma entrada de capitais para IED bastante superior a captação de portfólio, pelo menos até 2002, quando os fluxos se aproximam, em termos de volume, dada uma maior liberalização desde 1999 da conta capital. Mas, em comparação ao restante da América Latina, o volume de investimento direto recebido pelo Chile foi sensivelmente menor do que o recebido pelo restante dos países latino-americanos, principalmente, a partir de 1997 tanto para Brasil, quanto México e Argentina. No Brasil, temos um volume de 1997 até 2001/02 extremamente elevado dentro do contexto da América Latina, pois consiste no momento de privatização maciça, diferentemente da Argentina e Chile, os quais já tinham passado por desregulações desde décadas anteriores. O México apresenta um crescimento contínuo de investimento estrangeiro direto, principalmente desde sua participação no NAFTA em 1994, devido aos investimentos das empresas americanas, as maquiladoras, como também o investimento estrangeiro direto oriundo de outros países emergentes na busca de maior facilidade de penetração no mercado americano.

Quanto aos indicadores de vulnerabilidade **chilenos** apresentados, percebemos que a maior parte dos indicadores apresentados desenharam um aumento da vulnerabilidade das contas externas. Podemos inicialmente citar o estoque de divisas sobre a dívida total, que sendo um indicador de curto prazo mais volátil, apresenta a situação conjuntural do país, e demonstra uma piora em 1997 em relação a 1996 saindo de 1,34 para 0,68 no final de 1997, indicando a vulnerabilidade frente à crise da Ásia, apresentando melhora constante até final de 1999, a despeito de um grande déficit da balança comercial, atingindo 2,12 no final deste ano, para a partir daí apresentar piora constante até 2003, quando atinge o nível de 1,72. Neste período, percebemos como cai o volume de reservas para fazer frente à dívida externa, delineando a fragilidade estrutural chilena que caracteriza sua vulnerabilidade externa. Outro importante indicador, conforme tabela 3.2.11, corresponde à dívida externa total sobre exportações, um indicador mais estrutural, e que apresenta uma piora constante de 1996 a 2003, a despeito ou mesmo em decorrência da liberalização total do mercado de ações do Chile em 1996 e da conta capital em 1998, crescendo o número de anos de exportação necessários para fazer frente a dívida total de 6,02 anos no início de 1996 para 11,89 anos em meados de 2003, significando que seriam necessários quase 12 anos de exportação em 2003 para o pagamento da dívida externa, a despeito do crescimento das exportações e saldo positiva da balança comercial a partir de 2000.

Tabela 3.2.11 – Indicadores de Vulnerabilidade do Chile.

Indicadores de Vulnerabilidade Externa – CHILE						
TRIM	Dívida Externa/Exportações	Dívida Externa Total/PNB %	Reservas Internacionais/Div. Tot.	Saldo em Trans.Corr./ (%PNB)	Saldo em Trans.Corr./ Export.	Reservas Internac./ Export.
I/96	1,51	86,06	1,34	-0,53	-0,01	2,02
II/96	1,46	63,93	1,46	-0,66	-0,02	2,13
III/96	1,50	44,14	1,28	-2,11	-0,07	1,92
IV/96	1,58	34,67	1,27	-1,95	-0,09	2,00
I/97	1,59	35,61	1,06	0,58	0,03	1,69
II/97	1,54	33,84	1,25	-0,77	-0,03	1,92
III/97	1,60	34,76	1,06	-1,90	-0,09	1,69
IV/97	1,62	35,06	0,68	-2,38	-0,11	1,10
I/98	1,73	36,17	1,00	-0,95	-0,05	1,72
II/98	1,81	37,30	1,33	-1,29	-0,06	2,41
III/98	1,90	39,19	1,48	-1,86	-0,09	2,82
IV/98	2,00	41,05	1,59	-0,72	-0,03	3,18
I/99	2,06	42,94	1,69	0,63	0,03	3,49
II/99	2,15	45,51	1,76	-0,08	0,00	3,78
III/99	2,09	45,95	1,88	-0,46	-0,02	3,94
IV/99	2,03	47,53	2,12	0,01	0,00	4,29
I/00	2,00	48,74	2,07	0,92	0,04	4,15
II/00	1,99	49,02	2,03	-0,72	-0,03	4,03
III/00	1,92	48,88	2,01	-0,70	-0,03	3,86
IV/00	1,94	49,22	1,96	-0,69	-0,02	3,79
I/01	1,99	51,16	1,90	-0,24	0,00	3,77
II/01	1,96	51,84	1,89	-0,22	-0,01	3,71
III/01	2,01	53,33	1,88	-1,04	-0,04	3,78
IV/01	2,09	56,10	1,86	-0,03	-0,01	3,88
I/02	2,11	57,08	1,89	0,35	0,02	3,99

Fonte: FMI e Banco Central do Chile.

Tabela 3.2.12 – Indicadores de Vulnerabilidade do Chile.

Indicadores de Vulnerabilidade Externa – CHILE						
TRIM	Dívida Externa/Exportações	Dívida Externa Total/PNB %	Reservas Internacionais/Div. Tot.	Saldo em Trans.Corr./ (%PNB)	Saldo em Trans.Corr./ Export.	Reservas Internac./ Export.
II/02	2,21	60,61	1,80	0,01	0,00	3,99
III/02	2,20	59,87	1,80	-1,43	-0,05	3,95
IV/02	2,22	61,14	1,74	-0,27	0,00	3,86
I/03	2,23	62,56	1,70	0,41	0,02	3,78
II/03	2,97	61,53	1,72	-0,25	0,00	5,11

Fonte: FMI e Banco Central do Chile.

Este crescimento positivo do saldo comercial conforme o gráfico 3.2.8, que apresenta a conta corrente chilena. Temos ainda outro indicador estrutural, que consiste na dívida externa sobre o PIB, o qual apresenta piora constante a partir do segundo trimestre de 1996, saindo de 127,86% em meados de 1996 para 248,25% no primeiro trimestre de 2003, demonstrando um aumento da fragilidade e vulnerabilidade externa chilena, em função de uma piora de sua capacidade de pagamento da dívida, aumento do risco de solvência e, o maior comprometimento de suas receitas com o pagamento da dívida externa comprometendo a capacidade de investimento interno.

Além disso, podemos destacar outro indicador muito relevante que é o saldo das transações correntes sobre o PNB, dada a elevação do passivo externo, quando da liberalização da remessa de lucros, juros e dividendos, que se torna a contrapartida nefasta da entrada de capital sob a forma de portfolio ou investimento direto, implicando na debilidade do financiamento externo e na sua capacidade de gerar cada vez maior dependência de recursos estrangeiros, elevando a fragilidade externa do Chile assim como sua vulnerabilidade, percebida pela elevada saída de recursos via conta capital percebida nos picos das crises 1997, 1998 e 1999, conforme gráfico 3.2.8, confirmando a vulnerabilidade externa chilena. Em relação à tabela 3.2.11 e 3.2.12, o indicador do saldo das T/C sobre o PNB nos revela uma piora em 1996, logo após a liberalização ocorrida em 1995 sobre a remessa de juros, lucros e dividendos conforme Kaminsky e Schmukler (2003), saindo do nível de -2,13 no início de 1996 para -7,80 no último quadrimestre deste ano. Podemos perceber os efeitos da crise da Ásia com o indicador

fechando o ano de 1997 ao nível de -9,52 e a crise da Rússia com seu auge no terceiro quadrimestre quando o indicador do saldo da conta corrente sobre o PNB atinge -7,55 depois de ter melhorado no primeiro quadrimestre de 1998 com o nível de -3,99.

Muito diferentemente da dinâmica de desenvolvimento regional liderada pelo Japão em que os diferentes países asiáticos deslocam-se em formação como os gansos voadores, que implica "...um desenvolvimento hierarquizado, conforme Medeiros (1998: 316) entre países com diferentes níveis de desenvolvimento através de efeitos positivos e realimentadores do comércio e do investimento direto". Porém, se na formulação da relação entre Japão e ASEAN-4, ou mesmo no caso dos *tigres*, não se vislumbra uma competição entre líder e países retardatários, a absorção das exportações intensivas destes últimos que deveriam ser absorvidas pelo líder não se efetiva na realidade, sendo os EUA e a Europa os responsáveis pela expansão do comércio internacional do continente asiático. De tal forma que, conforme nos aponta Medeiros (1998), enfatiza a importância dos EUA como mercado para a expansão da produção manufatureira asiática, sendo portanto seu núcleo dinâmico.

Tabela 3.2.13– Indicadores de Vulnerabilidade da Coreia do Sul.

Índices de Vulnerabilidade Externa						
TRIM.	Dívida Externa/Exportações	Dívida Externa Total/PNB %	Reservas Internacionais/DivTot	Saldo em Trans.Corr./ (%PNB)	Saldo em Trans.Corr./ Export	Reservas Internac./ Export.
III/94	0,00	0,00	n.a	-2,60	-0,03	0,66
IV/94	0,26	20,62	2,57	-3,42	-0,04	0,66
I/95	0,33	30,08	1,97	-4,85	-0,05	0,64
II/95	0,38	32,76	1,62	-5,88	-0,07	0,62
III/95	0,41	36,50	1,50	-6,04	-0,07	0,62
IV/95	0,44	36,80	1,43	-5,88	-0,07	0,62
I/96	0,47	47,92	1,38	-7,69	-0,07	0,64
II/96	0,04	3,34	19,51	-8,85	-0,09	0,69
III/96	0,10	9,53	7,01	-12,58	-0,14	0,72
IV/96	0,20	17,36	3,60	-15,27	-0,18	0,73

Fonte: FMI.

Tabela 3.2.14– Indicadores de Vulnerabilidade da Coréia do Sul.

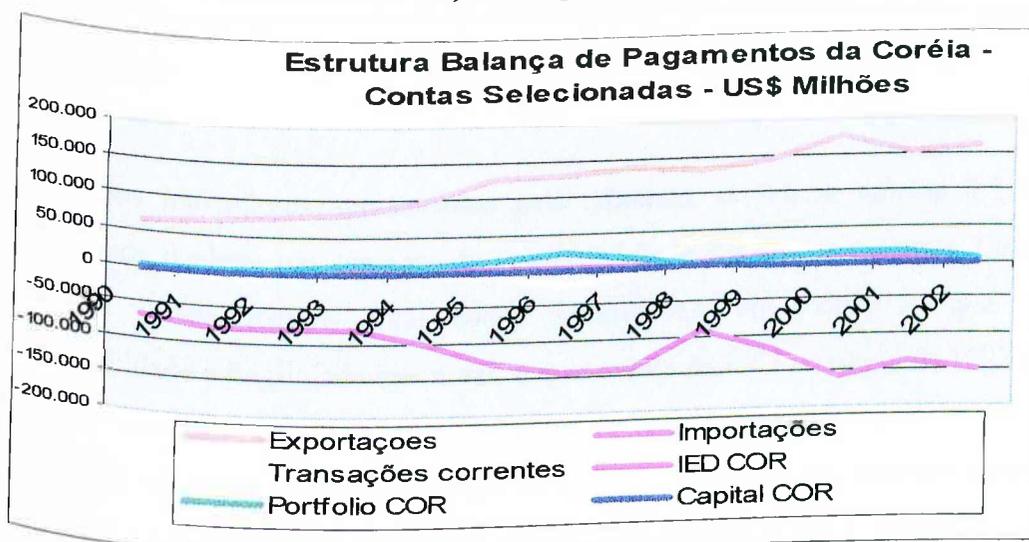
Índices de Vulnerabilidade Externa						
TRIM.	Dívida Externa/Exportações	Dívida Externa Total/PNB %	Reservas Internacionais/DivTot	Saldo em Trans.Corr./ (%PNB)	Saldo em Trans.Corr./ Export	Reservas Internac./ Export.
I/97	0,27	28,12	2,70	-21,24	-0,20	0,72
II/97	0,33	32,26	2,13	-17,63	-0,18	0,70
III/97	0,34	33,51	1,99	-13,40	-0,14	0,67
IV/97	0,31	35,31	1,93	-6,78	-0,06	0,60
I/98	0,27	53,88	2,19	13,77	0,07	0,60
II/98	0,29	47,34	2,26	27,89	0,17	0,65
III/98	0,27	40,38	2,80	39,18	0,26	0,76
IV/98	0,25	31,70	3,79	39,10	0,31	0,94
I/99	0,23	31,28	4,75	36,84	0,27	1,10
II/99	0,19	23,90	6,24	28,82	0,23	1,21
III/99	0,17	20,64	7,41	24,57	0,20	1,26
IV/99	0,15	17,02	8,67	19,08	0,17	1,31
I/00	0,18	23,83	7,46	17,04	0,13	1,35
II/00	0,16	21,21	8,59	13,30	0,10	1,41
III/00	0,14	17,94	10,84	11,04	0,08	1,47
IV/00	0,10	12,78	15,79	9,00	0,07	1,56
I/01	0,05	7,85	32,64	11,87	0,08	1,64
II/01	0,02	3,47	72,32	11,96	0,08	1,74
III/01	0,01	1,10	226,49	9,13	0,07	1,88
IV/01	0,43	49,96	4,75	6,15	0,05	2,05
I/02	0,02	2,81	96,78	5,75	0,05	2,18
II/02	0,05	5,26	46,79	3,44	0,03	2,21
III/02	0,08	8,58	27,70	2,77	0,03	2,21
IV/02	0,08	8,33	26,95	3,49	0,03	2,13
I/03	0,12	14,54	17,64	1,80	0,01	2,06
II/03	0,16	19,63	12,63	2,28	0,02	2,05

Fonte: Banco Central da Coréia do Sul e FMI.

Dos indicadores apresentados pela **Coréia do Sul**, percebemos que estes demonstram aumento da vulnerabilidade das contas externas, conforme poderemos visualizar nas tabelas 3.2.13 e 3.2.14, onde encontramos uma seleção de indicadores de vulnerabilidade do terceiro trimestre de 1994 ao segundo trimestre de 2003. Como exemplo, temos a elevação do indicador estrutural, que consiste na dívida externa sobre o PNB, o qual apresenta piora a partir de 1994, quando do auge do processo de liberalização financeira coreana, saindo de 20,62% no início de 1994 para 53,88% no início de 1998, demonstrando um aumento da vulnerabilidade e uma piora da capacidade da Coréia de pagamento da dívida e o maior comprometimento de suas receitas com o pagamento da mesma. A partir de 1998, o indicador apresenta melhora até início de 2002, ao nível de 2,81%, passando a partir daí com o aumento da dívida externa total.

Temos, em contrapartida, a dívida externa total sobre exportações, um indicador estrutural, que cresce de 0,26 no final de 1994 para 0,47 no início do ano de 1996, caindo no transcorrer do ano seguinte, para voltar a crescer em 1997, em plena crise asiática, atingindo o pico de 0,34, significando aumento do tempo de exportação em 1997 para o pagamento da dívida externa. Este indicador, de dívida externa total sobre exportações, apresenta melhoras significativas até o final de 2001, atingindo 0,01 no final deste ano, para voltar a subir continuamente a partir deste ano, alcançando 0,16 no segundo trimestre de 2003.

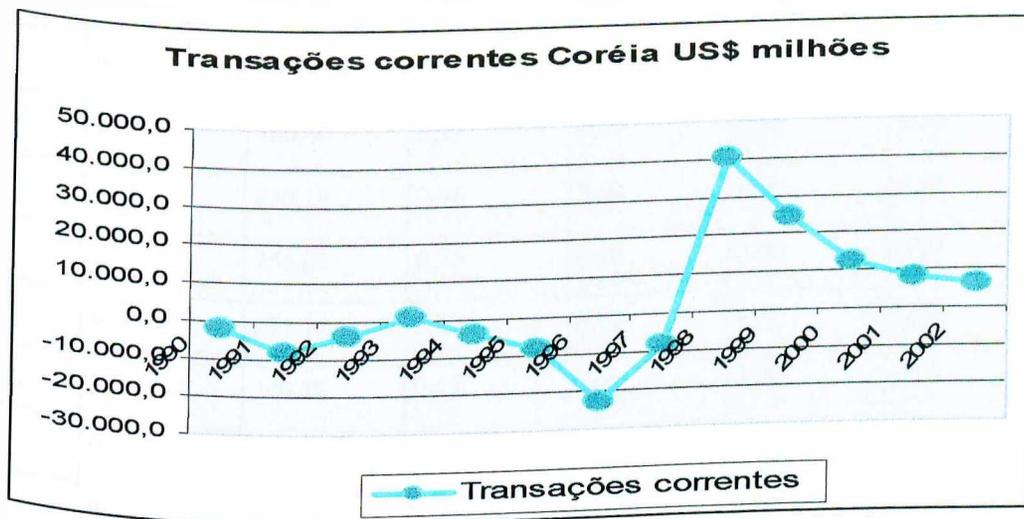
Gráfico 3.2.9 – Estrutura do Balanço de Pagamentos da Coréia – contas selecionadas.



Fonte: FMI e Banco Central da Coréia do Sul.

Os indicadores que contém as reservas internacionais, como estoque de reservas sobre dívida externa, apresentam para a **Coréia** piora considerável, a despeito do aumento das exportações, de 1,97 em 1995 para quase 20,0 em 1996, melhorando até 1997, quando volta a declinar o volume de reservas sobre o montante da dívida, saindo de 3,79 no final de 1998, para atingir o pico de 226,49 ao longo do ano de 2001, para cair significativamente até o patamar de 12,63 em 2003, muito acima do valor de 1995, como resultado tanto da movimentação do capital, mas principalmente das exportações sobre o balanço de pagamentos, gerando uma elevação do saldo positivo das transações correntes, conforme gráfico 3.2.10 da Coréia, que nos apresenta a estrutura das transações correntes.

Gráfico 3.2.10 – Transações correntes da Coréia de 1990 a 2003.



Fonte: FMI.

Dos indicadores apresentados pela **Malásia**, conforme tabelas 3.2.15 e 3.2.16, percebemos também um aumento da vulnerabilidade das contas externas. Como exemplo, temos a dívida externa total sobre exportações, um indicador que apresenta a vulnerabilidade e fragilidade estrutural, o qual cresce de 0,47 no início de 1997 para 0,53 no segundo trimestre de 2003, significando que seria necessário metade de um ano de exportação em 2003 para o pagamento da dívida externa, o qual apresenta melhoras entre 1999 de 0,51 no final deste ano, para 0,42 no início do ano de 2001, apresentando uma piora nos anos seguinte. Outro indicador estrutural, que consiste na dívida externa sobre o PNB, apresenta piora a partir de 1997, saindo de 159,74% no início de 1997 para 201,58% no

primeiro trimestre de 2003, demonstrando um aumento da vulnerabilidade e uma piora da capacidade da Malásia de pagamento da dívida, além do maior comprometimento de suas receitas com o pagamento da mesma.

Tabela 3.2.15 – Indicadores de Vulnerabilidade da Malásia.

Índices de Vulnerabilidade Externa							
TRIM.	Dívida Externa/Exportações	Dívida Externa Total/PNB %	Reservas Internacionais/Div. Tot.	Saldo em Trans. Corr./ (%PNB)	Saldo em Trans. Corr./ Export.	Reservas Internac./ Export.	Serviço da Dívida/ TC %
I/97	0,47	159,74	0,54	0,00	0,00	0,25	7,45
II/97	0,52	171,80	0,47	0,00	0,00	0,24	5,39
III/97	0,65	202,15	0,32	0,00	0,00	0,20	4,25
IV/97	0,56	160,30	0,35	0,00	0,00	0,20	5,10
I/98	0,54	230,19	0,36	0,00	0,00	0,19	7,42
II/98	0,62	254,09	0,32	0,00	0,00	0,20	7,28
III/98	0,56	222,17	0,37	0,00	0,00	0,21	6,80
IV/98	0,59	240,18	0,42	0,00	0,00	0,25	6,49
I/99	0,59	242,50	0,46	4,18	0,04	0,27	7,09
II/99	0,57	226,80	0,52	4,39	0,04	0,30	4,78
III/99	0,56	222,80	0,50	4,78	0,05	0,28	5,63
IV/99	0,51	201,48	0,52	3,50	0,03	0,26	7,49
I/00	0,47	199,16	0,60	3,75	0,03	0,28	5,47
II/00	0,46	188,36	0,60	2,05	0,02	0,27	5,09

Fonte: Banco Central da Malásia, ADB (Asian Development Bank) e FMI.

Os indicadores que contém as reservas internacionais apresentam ligeira melhora, tanto o estoque de reservas sobre dívida externa, que se eleva de 0,54 em 1997 para 0,73 em 2003; quanto às reservas internacionais sobre exportações que se eleva de 0,25 em 1997 para 0,39 em 2003, resultado tanto da movimentação do capital, mas principalmente da elevação das exportações sobre o balanço de pagamentos, conforme tabelas 3.2.15 e 3.2.16

e gráfico 3.2.11 que nos apresenta a estrutura de contas selecionadas do balanço de pagamentos.

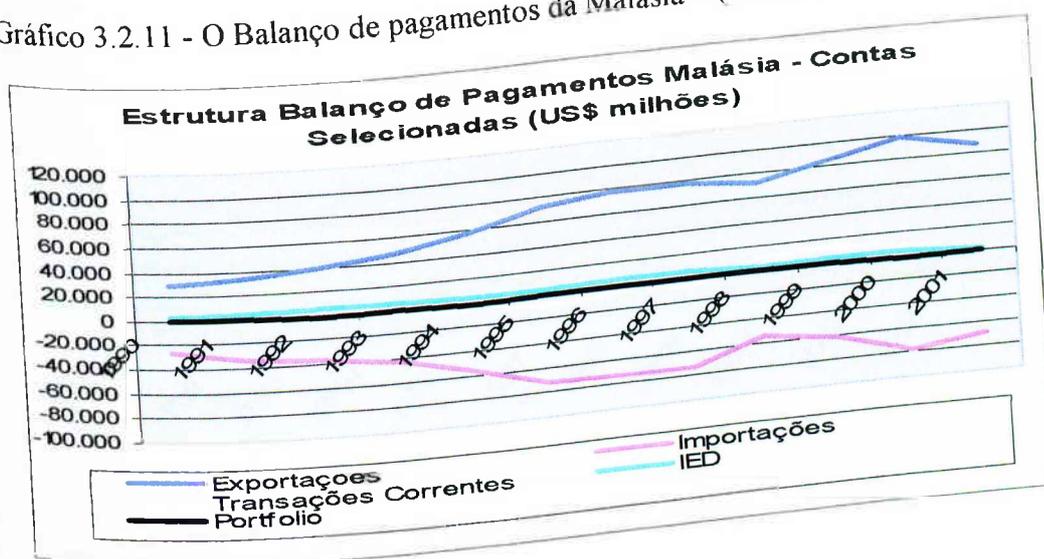
Tabela 3.2.16 – Indicadores de Vulnerabilidade da Malásia.

Índices de Vulnerabilidade Externa							
TRIM.	Dívida Externa/Exportações	Dívida Externa Total/PNB %	Reservas Internacionais/Div. Tot.	Saldo em Trans.Corr./ (%PNB)	Saldo em Trans.Corr./ Export.	Reservas Internac./ Export.	Serviço da Dívida/ TC %
III/00	0,43	183,20	0,58	1,90	0,02	0,25	5,68
IV/00	0,43	184,57	0,54	2,39	0,02	0,23	6,75
I/01	0,42	193,28	0,51	2,26	0,02	0,22	6,25
II/01	0,44	192,68	0,49	2,11	0,02	0,21	6,03
III/01	0,48	197,49	0,52	2,59	0,02	0,25	5,72
IV/01	0,52	206,98	0,53	1,76	0,02	0,28	9,27
I/02	0,54	216,22	0,55	0,00	0,00	0,30	5,50
II/02	0,53	198,70	0,54	0,00	0,00	0,28	7,65
III/02	0,51	188,50	0,73	7,46	0,08	0,37	6,72
IV/02	0,52	194,10	0,71	11,71	0,12	0,37	6,39
I/03	0,52	201,58	0,71	15,26	0,15	0,37	6,43
II/03	0,53	187,25	0,73	12,64	0,14	0,39	5,13

Fonte: Banco Central da Malásia, ADB (Asian Development Bank) e FMI.

Este impacto sobre o balanço de pagamentos da Malásia pode também ser averiguado pelos indicadores de saldo das T/C, a partir do qual percebemos a deterioração conforme gráfico 3.2.11, com ligeira melhora a partir de 1999, voltando a cair a partir de 2003, após a recuperação da crise financeira internacional ocorrida na Ásia, inclusive na Ásia.

Gráfico 3.2.11 - O Balanço de pagamentos da Malásia – (contas selecionadas)

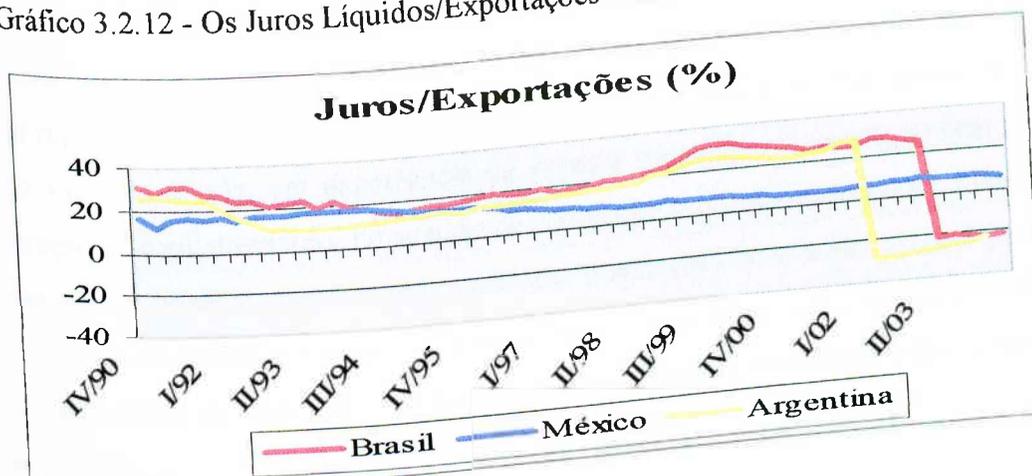


Fonte: FMI.

Percebemos que para os países da América Latina acentuadamente diferentemente dos países asiáticos, é bem maior a necessidade crescente de financiamento para cobrir os déficits gerados pela abertura comercial e financeira, o que para os países latino-americanos agravado pela sobrevalorização cambial, e pelo processo de entrada de capitais, piora a situação cambial e deteriora a competitividade externa gerando déficit na conta comercial e deteriorando o saldo de transações correntes. De modo que, esta vulnerabilidade externa cristaliza-se como restrição externa ao crescimento econômico, em especial dos países latino-americanos, expressa nos desequilíbrios do balanço de pagamentos e serviço do passivo, bem como do passivo em si, como podemos observar pelo volume de juros líquidos sobre exportações para o Brasil, México e Argentina.

A queda do indicador de juros líquidos como proporção das exportações anuais para os três países representados entre 1990 a 1994, corresponde tanto às elevações das exportações quanto à queda do pagamento de juros, expressando após 94 uma elevação do pagamento de juros e uma queda das exportações para Brasil e Argentina, desenhando uma curva crescente até início de 2002. Esta reversão em 2002, para Brasil e Argentina, e a queda contínua do México a partir de 1996, implicam elevação das exportações acima do pagamento dos juros, como no caso do Brasil e do México, bem como queda dos juros pelas renegociações da dívida externa como na Argentina, pós-crise de 2002.

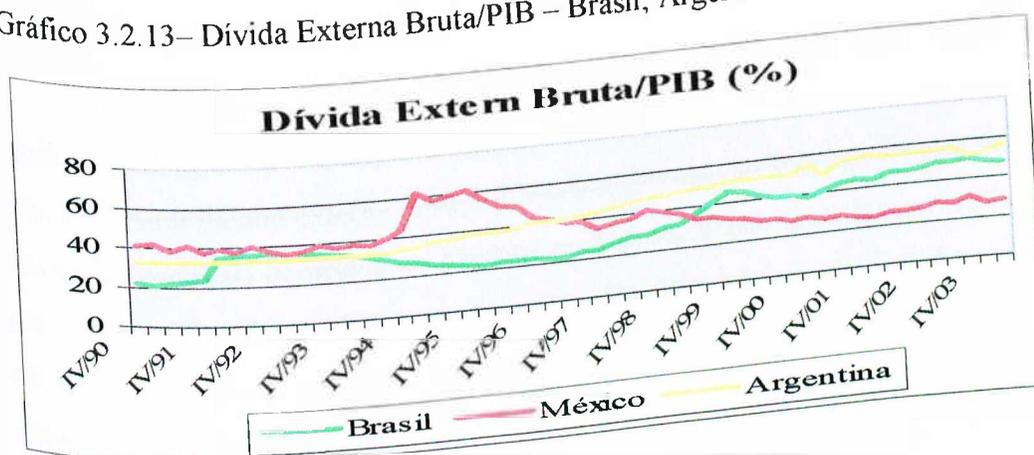
Gráfico 3.2.12 - Os Juros Líquidos/Exportações – Brasil, Argentina e México⁴⁴.



Fonte: Banco Central do Brasil, da Argentina e do México.

Observando a trajetória da dívida externa total em relação ao PIB, exibidas pelos gráficos 3.2.13 e 3.2.14, para os países latino-americanos e o último para os países asiáticos, constata-se que a crise do México leva ao crescimento da dívida externa sobre o PIB, indicador que passa a decrescer após 1996; ano em que a dívida externa da Coreia caiu para voltar a subir até 1998 e para cair continuamente até 2002; desenhando maiores similaridades com o México por apresentar longos períodos de declínio ao longo da década de 90; enquanto que o Brasil, Argentina e Malásia apresentam uma piora dos indicadores em razão do maior crescimento da dívida externa desde 1990.

Gráfico 3.2.13 – Dívida Externa Bruta/PIB – Brasil, Argentina e México.

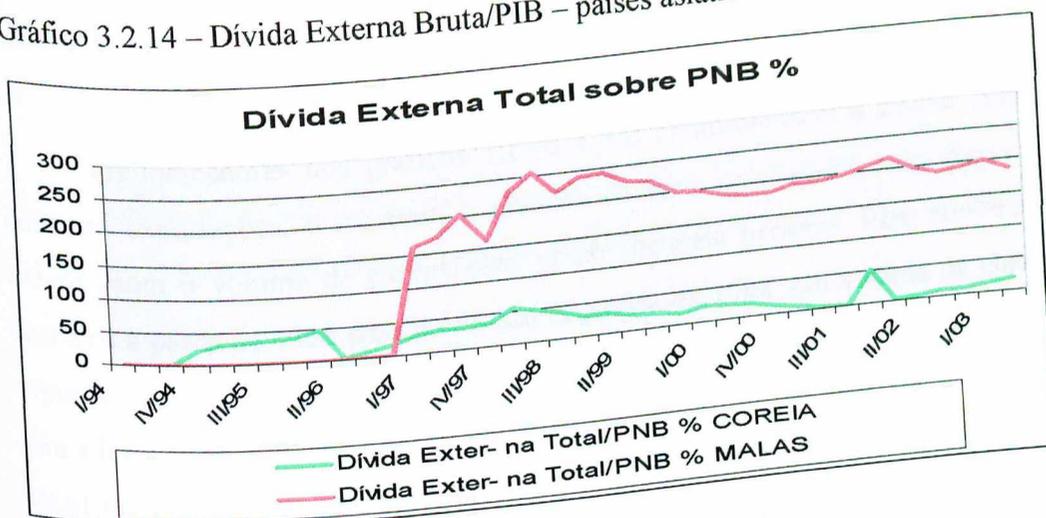


Fonte: FMI e Bancos Centrais do Brasil, Argentina e México.

⁴⁴ A Coreia do Sul e a Malásia como dissemos anteriormente não possuem separadas as contas de juros, que só passará a ser contabilizada, a pedido do FMI, provavelmente este ano de 2005, conforme conversa telefônica com representantes do Banco Central da Coreia e da Malásia.

Porém, com a explosão da crise asiática em 1997, o período de 1998 a 2003 mostrou uma elevação do indicador, ou seja, da elevação da dívida em relação a geração de riqueza (gráfico 3.2.13 e 3.2.14) resultado tanto da queda do PIB quanto da elevação do valor da dívida, em decorrência da política monetária de elevação dos juros para atração de capital externo, no sentido de conter os efeitos do contágio da crise asiática e das demais crises financeiras internacionais. Resultando no entanto em uma necessidade crescente de capital estrangeiro, em momentos mais estáveis sob a forma de *hot money* e em momentos de crise sob a forma de mais empréstimos para fazer frente a iliquidez da economia.

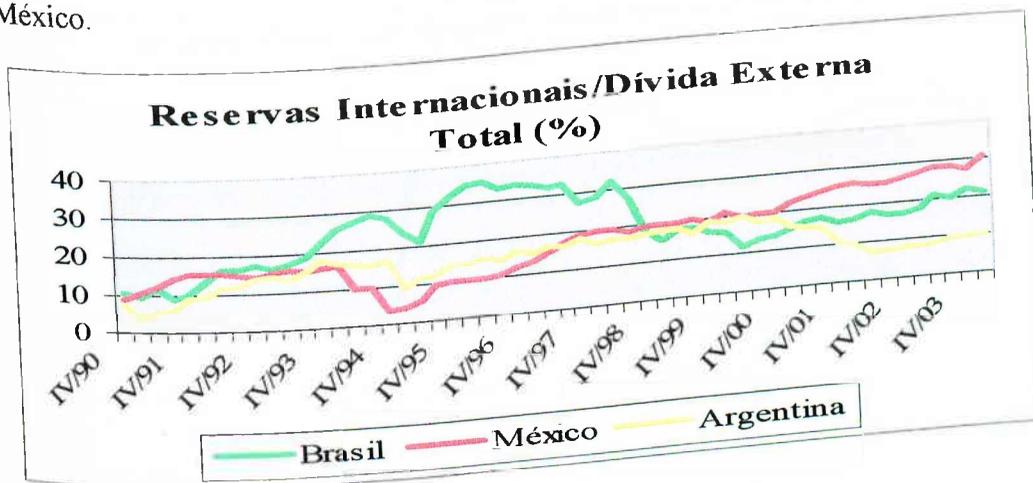
Gráfico 3.2.14 – Dívida Externa Bruta/PIB – países asiáticos.



Fonte: FMI e Bancos Centrais da Coreia e da Malásia.

A queda da proporção das reservas internacionais para fazer frente à dívida externa total (gráfico 3.2.15) é mais expressiva para o Brasil, numa demonstração de maior vulnerabilidade externa deste, na medida em que acompanha nitidamente o efeito das crises cambiais ocorridas no México em fins de 2004, na Ásia em 1997, na Rússia em 1998, no Brasil em 1999 e na Argentina em 2002 (Carcanholo, 2004), refletindo a elevação das reservas no início da década com a entrada de capital externo e a reversão após a crise do México. Os demais países apresentam todos, com bem menor ênfase para a Malásia, os efeitos provocados pela crise do México, apresentando porém, melhora do indicador até a crise da Argentina, com exceção do México e da Malásia que parecem não afetados.

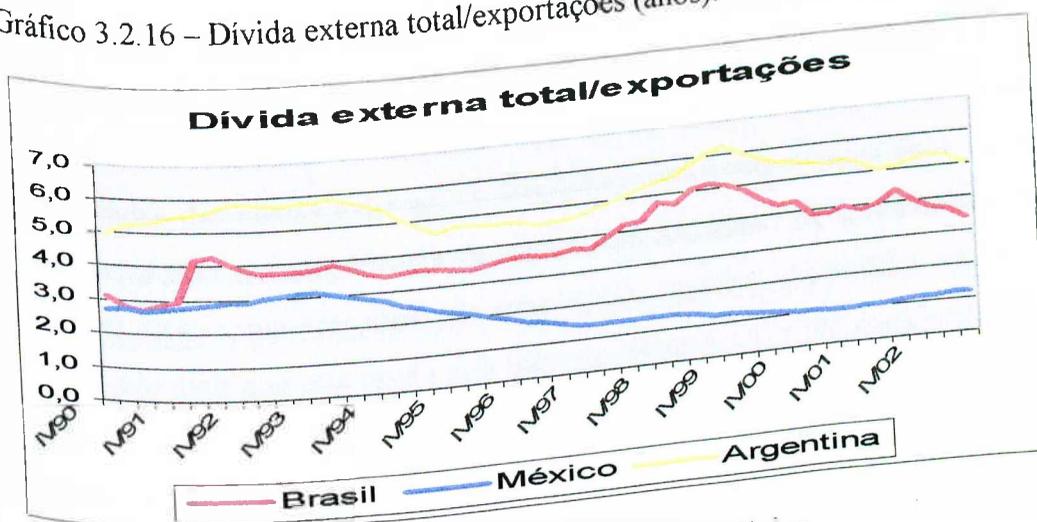
Gráfico 3.2.15 – Reservas internacionais sobre dívida externa – Brasil, Argentina e México.



Fonte: Bancos Centrais do Brasil, da Argentina e do México.

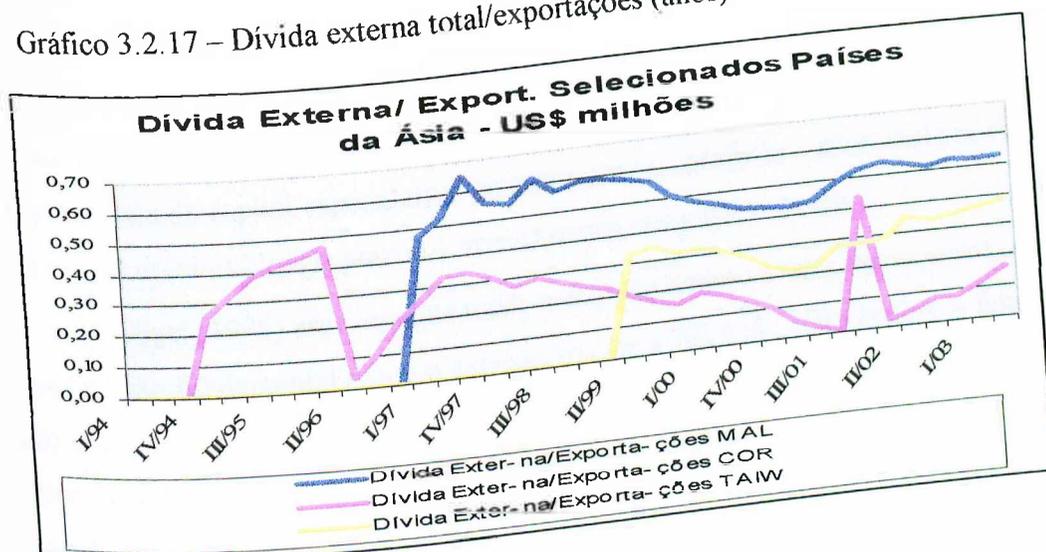
Os indicadores dos gráficos 3.2.16 e 3.2.17 apresentam a dívida externa total sobre as exportações, e mostram o número de anos necessários para pagar a dívida externa com o volume de exportações obtido naquele período. Este número de anos decresce a partir de 1995 para o México pós-crise de 1994, em virtude da elevação das exportações; e decresce discretamente para Brasil, Argentina, após 1994 coincidindo com a liberalização financeira em marcha, para voltar a elevar-se a partir de 1995 para o Brasil (crise do México) e na Argentina em 1997, com a crise da Ásia que atinge seu pico; sendo elevada tanto para Brasil como para Argentina, em 2000, seguindo a crise do Brasil em 1999.

Gráfico 3.2.16 – Dívida externa total/exportações (anos).



Fonte: Bancos Centrais do Brasil, da Argentina e do México.

Gráfico 3.2.17 – Dívida externa total/exportações (anos).



Fonte: FMI.

Já para a Coreia e a Malásia neste podmos observar uma elevação da crise para Coreia e Malásia, pós crise de 1997, caindo para a Coreia continuamente de 1998 até 2002, devido a elevação das exportações da Coreia do Sul, diferentemente da Malásia que permanece em patameres elevadíssimos, que so se revertem de 2000 a 2001, para voltar a apresentar crescimento no número de anos necessários para o pagamento da dívida externa de 2002 para 2003, tanto para a Coreia do Sul quanto para a Malásia.

3.3 ANÁLISE COMPARATIVA DOS INDICADORES DE VULNERABILIDADE: PAÍSES LATINO-AMERICANOS X ASIÁTICOS

Faz-se necessário primeiro recordar que fragilidade financeira externa e vulnerabilidade externa apesar de interligados não consistem em apenas um problema que pode ser reduzido à capacidade de honrar compromissos financeiros – uma problemática das contas externas. A fragilidade financeira externa deve ser entendida como acréscimo da dependência de capital em momento de instabilidade financeira geral, ou seja, como “resultado de uma opção nacional de política de liberalização externa, por mais que esta opção seja imposta institucional e ideologicamente, enquanto que a elevação da vulnerabilidade (redução da capacidade de resistência a choques externos) nada mais é do que uma consequência desta opção” (Carcanholo, 2002: 59).

Este acréscimo de dependência nos remete a pensar que a falta de fluxos de capitais é mais nociva do que o excesso, ou de que, o tipo de capital do qual se depende também apresenta graus diferentes de vulnerabilidade, baseado na idéia de que dependência de capital especulativo de curto prazo – porfolio – seria mais nociva do que de capital de mais “longo prazo” – investimento estrangeiro direto.

Kregel (1996) assevera que tanto o excesso quanto a falta são nocivos, afirmando que “a lição fundamental é que o excesso (os anos 70) é tão ruim quanto a falta (os anos 80) e, o que é ainda pior, a passagem rápida de um para o outro (os anos 90)” (Kregel, 1996: 34). Portanto, a rápida passagem do excesso à falta, devido às crises financeiras da década de 90 e início do século 21, aliados à opção de liberalização financeira e abertura comercial, resultaram em fragilidade financeira externa que por sua vez provocou um quadro de vulnerabilidade externa para os mercados financeiros emergentes.

Além disso, como assinalamos acima, o tipo do capital atraído, ou seja, o tipo do capital que configurava a dependência específica de cada país emergente, implicaria uma vulnerabilidade maior ou menor, na medida em que se compreendia o capital especulativo como mais nocivo do que o IED – investimento estrangeiro direto. Conforme Plihon (1995), o capital especulativo e a ascensão dos comportamentos especulativos modifica a dinâmica dos mercados financeiros mundiais e locais, transformando-a em uma dinâmica de mercado instável e caótica. O que implicaria estabelecer maior volatilidade ao capital de curtíssimo prazo via porfolio, e estabelecer que economias como as asiáticas, aqui representadas pela Coréia do Sul e Malásia, e como o Chile e México, exceções na América Latina, apresentaria menor vulnerabilidade, ou susceptibilidade aos choques, por apresentarem menor fragilidade financeira externa do que demais países da América Latina como Brasil e Argentina, na medida em que os primeiros atraíram maiores quantidades de investimento estrangeiro direto, tido como mais estável e preferíveis, enquanto os demais atraíram mais fluxos de capitais de porfolio, os quais apresentaram maior volatilidade.

Kregel (1996) questiona esta visão na medida em que assevera a volatilidade do IDE, e expõe como os analistas ignoram “...a facilidade com que os investidores de países desenvolvidos assumem e abandonam o controle de companhias através de fusões e aquisições. (Na medida em que) nos mercados atuais, as companhias parecem ter-se transformado em *commodities* negociadas diariamente em mercados de controle corporativo” (Kregel, 1996: 35). Além disso, Kregel (1996) assegura que o IDE também

pode gerar saídas rápidas de capital, como por exemplo, a tomada de empréstimos de investidores estrangeiros diretos para exportar capital, e completa que a própria característica de um maior risco do IDE para os investidores dada a sua hipotética menor liquidez, leva a operações de *hedge* por parte dos investidores externos, que produz fluxos transfronteiras que produzirão pressão sobre o câmbio e a política monetária como as saídas de capital especulativo de portfólio.

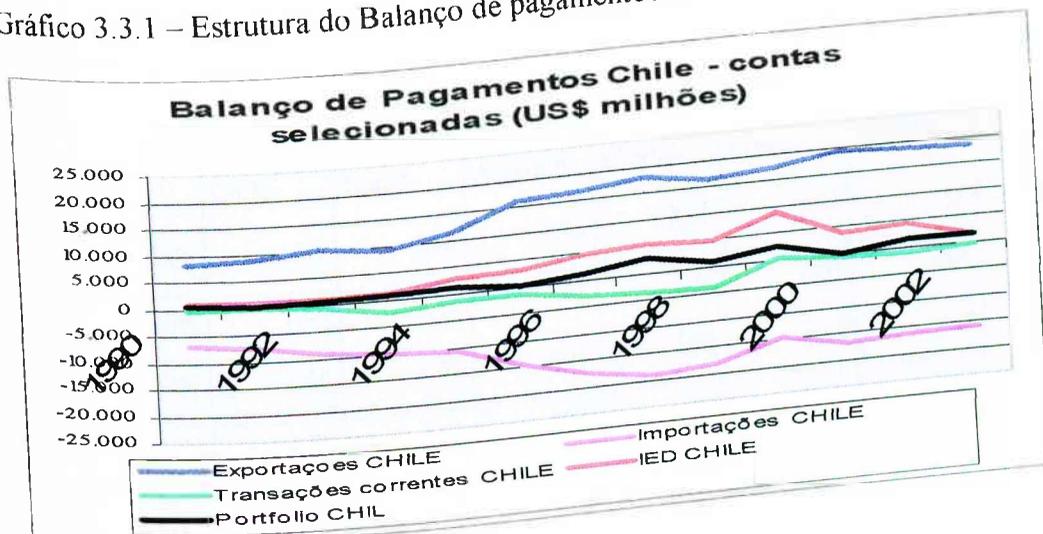
Além destes fatores, outro que muito nos interessa, e que mencionamos várias vezes ao longo deste trabalho, consiste nas saídas constantes de capital que o IDE gera, que são as repatriações de lucros e dividendos, além dos juros, que resultam em saldo negativo da balança de serviços e, conseqüentemente afetando o saldo da conta corrente, que muito já salientamos. Kregel (1996) assevera que os investidores estrangeiros não investem sem a expectativa de retorno, portanto, como o IDE representa elevadas taxas de risco para o prestamista estrangeiro, este também espera elevadas taxas de retorno, o que se torna obviamente oneroso para os países emergentes receptores deste tipo de investimento.

Portanto, quando Medeiros (1999) nos apresenta as diferenças entre a Ásia e América Latina ressaltando como os países asiáticos foram grandes captadores de IDE, enquanto os latino-americanos tiveram elevada captação de investimento de portfólio – de fluxos financeiros de curto prazo – podemos ressaltar que esta não seja uma caracterização capaz de atribuir aos primeiros, menor vulnerabilidade externa do que aos últimos. Ainda que para os países asiáticos, na década de 90, haja resultado em aumento das exportações, enquanto que os latino-americanos ficaram sujeitos a sobrevalorização cambial e queda das exportações, não podemos a partir destes fatos inferir que o acesso do financiamento externo não permitiu as economias emergentes da América Latina retomar o crescimento de suas economias, dados os constrangimentos do balanço de pagamentos, enquanto que na Ásia a expansão dos mercados internos e externos esteve condicionada ao tipo de acesso ao capital estrangeiro. Além disso, mais improvável ainda inferir que a fragilidade dos países asiáticos, ou do Chile, seja menor, e conseqüentemente sua vulnerabilidade externa também inferior dado o tipo do investimento estrangeiro.

Passaremos a análise dos indicadores de vulnerabilidade do grupo de países selecionados por este estudo: Brasil, Argentina, México e Chile, representando os países

latino-americanos, Coréia do Sul e Malásia, como exemplos dos países asiáticos, e tentaremos derramar mais luz sobre estas questões.

Gráfico 3.3.1 – Estrutura do Balanço de pagamentos do Chile



Fonte: Banco Central do Chile e FMI.

O primeiro indicador de vulnerabilidade analisado será a **dívida externa sobre exportações**, e como podemos verificar pelas tabelas 3.3.1 e 3.3.2 que em 1996, enquanto a Argentina apresenta a maior número de anos de exportação para fazer frente à dívida total do país, quase 5 anos, enquanto o Brasil apresenta pouco mais de 3 anos de exportação, seguido pelo México com 2 anos de exportação. Depois em situação bem menor fragilidade externa, pela menor dependência de capital estrangeiro apontado por este indicador, temos Chile com 1 ano e meio de exportações e a Coréia com menos da metade de um ano, explicável pelo alto volume de exportações tanto do Chile como da Coréia do Sul, conforme gráfico 3.3.1 para o Chile, e 3.2.9, para a Coréia. Mas temos que considerar, por exemplo, no caso do Chile, que as exportações alcançaram US\$ 16 bilhões em 1996, mas as importações foram ainda mais elevadas alcançando US\$ 17 bilhões o que representa um déficit na balança comercial, implicando que a entrada de recursos para fazer frente à dívida externa, era mais do que compensada pela saída de reservas via importações.

Com a crise da Ásia em 1997, concentrada principalmente no segundo trimestre deste ano, percebemos uma piora dos indicadores de dívida externa sobre o PIB, para Brasil, Chile, Argentina, Coréia e Malásia, denotando uma vulnerabilidade externa maior tanto para os países latino-americanos, quanto para os asiáticos, sendo a exceção

neste caso o México, cujo indicador em questão melhora em vez de piorar como nas demais economias. Esta situação mexicana pode ser compreendida pela participação do país no bloco NAFTA.

Tabela 3.3.1 – Indicador de Vulnerabilidade: Dív. Ext/Export.

Dívida Externa/Exportações - índices estruturais						
	Chile	Brasil	Argentina	México	Coreia	Malásia
I/96	1,51	3,38	4,72	2,05	0,47	n.a
II/96	1,46	3,47	4,67	1,92	0,04	n.a
III/96	1,50	3,59	4,65	1,80	0,10	n.a
IV/96	1,58	3,63	4,60	1,67	0,20	n.a
I/97	1,59	3,58	4,51	1,60	0,27	0,47

Fonte: Bancos Centrais e FMI.

A crise russa eclode no segundo trimestre de 1998, e todos os países selecionados, com exceção da Coreia, apresentam pioras em seu indicador de dívida externa sobre exportações, ao longo do ano de 1998. A Coreia apresenta uma piora do primeiro para o segundo trimestre de 1998, recuperando-se ao longo do restante do ano de 1998, a despeito da queda das exportações de US\$ 138 bilhões em 1997 para US\$ 132 bilhões em 1998.

Com a crise do Brasil no primeiro trimestre de 1999, os países cujo indicador parece afetado restringem-se a América Latina, Chile e Argentina, fora o próprio Brasil, os demais países tanto os asiáticos quanto o México, não parecem ter sido impactados em suas exportações ou na sua capacidade de captação de pagamento da dívida via captação de recursos da balança comercial.

A fase aguda da crise da Argentina inicia-se no último trimestre de 2001, e se estende até o primeiro trimestre de 2002, tendo os países latino-americanos todos apresentado piora do indicador dívida externa sobre exportações com exceção da própria Argentina, que com a desvalorização do peso tem elevada suas exportações, além da queda da dívida com as renegociações e a moratória. Além disso, a Coreia também aparenta não ter sido contagiada, ao nível deste indicador, já que suas exportações elevam-se de US\$ 151 bilhões em 2001 para US\$ 162 bilhões em 2002.

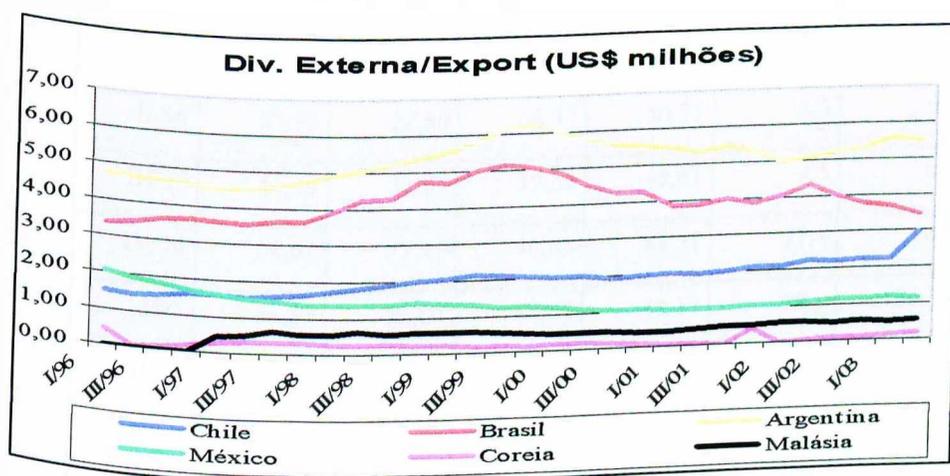
Tabela 3.3.2 – Indicador de Vulnerabilidade: Dív. Ext/Export.

Dívida Externa/Exportações - índices estruturais						
II/97	1,54	3,54	4,53	1,52	0,33	0,52
III/97	1,60	3,64	4,59	1,44	0,34	0,65
IV/97	1,62	3,63	4,73	1,38	0,31	0,56
I/98	1,73	3,91	4,92	1,37	0,27	0,54
II/98	1,81	4,21	5,02	1,36	0,29	0,62
III/98	1,90	4,27	5,23	1,38	0,27	0,56
IV/98	2,00	4,73	5,37	1,39	0,25	0,59
I/99	2,06	4,67	5,53	1,36	0,23	0,59
II/99	2,15	5,02	5,82	1,30	0,19	0,57
III/99	2,09	5,13	6,12	1,24	0,17	0,56
IV/99	2,03	5,03	6,23	1,23	0,15	0,51
I/00	2,00	4,85	5,98	1,18	0,18	0,47
II/00	1,99	4,49	5,77	1,11	0,16	0,46
III/00	1,92	4,27	5,59	1,06	0,14	0,43
IV/00	1,94	4,29	5,53	1,02	0,10	0,43
I/01	1,99	3,88	5,45	1,02	0,05	0,42
II/01	1,96	3,87	5,32	1,00	0,02	0,44
III/01	2,01	4,00	5,43	1,00	0,01	0,48
IV/01	2,09	3,88	5,27	1,03	0,43	0,52
I/02	2,11	4,03	5,02	1,05	0,02	0,54
II/02	2,21	4,34	5,08	1,09	0,05	0,53
III/02	2,20	4,00	5,24	1,11	0,08	0,51
IV/02	2,22	3,77	5,31	1,14	0,08	0,52
I/03	2,23	3,68	5,61	1,16	0,12	0,52
II/03	2,97	3,47	5,48	1,15	0,16	0,53

Fonte: Bancos Centrais e FMI.

De modo geral, conforme gráfico 3.3.2, podemos observar que o pior indicador de vulnerabilidade, dívida externa sobre exportações, é o da Argentina, com o maior número de anos de exportação para o pagamento da dívida externa total, seguido de perto pelo Brasil, ambos tendo tido quedas significativas de suas exportações com o sistema de âncora de sobrevalorização da moeda ao longo da década de 90. O Chile apresenta o terceiro pior indicador, tendo demonstrado uma pequena piora ao longo dos anos 90, mas significativamente pior a partir de 2003.

Gráfico 3.3.2 – Indicador de Vulnerabilidade – Div. Externa/Exportações.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

O México que ocupa o quarto lugar em número de anos para o pagamento da dívida, apresentou ao longo dos anos 90 uma melhora deste indicador, tendo sido afetado pelas crises de forma mais suave. A Malásia e a Coreia apresentam os melhores desempenhos deste indicador de vulnerabilidade, porém a Malásia apresenta maior vulnerabilidade externa do que a Coreia, além de demonstrar piora em termos do número de anos necessários para o pagamento da dívida externa.

Com relação ao indicador de vulnerabilidade **dívida externa sobre o PIB ou PNB**, tabelas 3.3.3 e 3.3.4, temos que este apresenta a capacidade de solvência do país, sua dívida frente a sua geração de riqueza. Em 1996, a pior situação é do Chile que possui uma dívida correspondente a 86% do seu PIB, seguido pelo México com quase 56% do PIB e a Coreia com 47% do PNB. O Brasil e a Argentina apresentam situações de melhor solvência com dívidas que alcançam um pouco mais de 22% e 38% do PIB, respectivamente. A partir deste trimestre a situação do Chile apresenta melhoras rápidas

deste indicador, assim como a Coréia do Sul, e menos acentuadamente o México. Em contrapartida, Brasil e Argentina, apresentam piores graduais deste indicador representando a elevação da dívida externa, assim como a Malásia, ao longo de 1997, demonstrando não ser este um fenômeno restrito a países latino-americanos.

Tabela 3.3.3 – Indicador de Vulnerabilidade: Dívida Externa/PNB.

Dívida Externa/PNB % - índices estruturais						
	Chile	Brasil	Argentina	México	Coreia	Malásia
I/96	86,06	22,27	38,58	55,63	47,9	n.a
II/96	63,93	22,80	38,17	50,75	3,3	n.a
III/96	44,14	22,98	39,52	49,61	9,5	n.a
IV/96	34,67	22,42	40,66	43,71	17,4	n.a
I/97	35,61	22,00	40,67	42,13	28,1	159,74
II/97	33,84	22,11	41,05	39,53	32,3	171,80
III/97	34,76	23,47	41,67	38,92	33,5	202,15
IV/97	35,06	23,91	42,72	34,99	35,3	160,30
I/98	36,17	26,39	44,32	36,17	53,9	230,19
II/98	37,30	28,45	45,82	36,87	47,3	254,09
III/98	39,19	28,31	47,52	41,32	40,4	222,17
IV/98	41,05	30,69	47,47	38,95	31,7	240,18
I/99	42,94	31,79	47,99	37,09	31,3	242,50
II/99	45,51	36,46	48,67	33,42	23,9	226,80
III/99	45,95	40,63	49,50	33,35	20,6	222,80

Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Com a crise da Ásia a partir do segundo trimestre de 1997, podemos verificar a rápida deterioração deste indicador – dívida externa sobre PIB ou PNB – tanto para a Malásia quanto para a Coréia, indicando o contágio regional, como também o contágio dos demais países emergentes, com a piora dos indicadores de Chile, Brasil, Argentina e México.

A partir do segundo trimestre de 1998, com a eclosão da crise da Rússia, tanto países latino-americanos quanto asiáticos são contagiados apresentando piora do indicador de dívida externa sobre PIB ou PNB, conforme tabelas 3.3.3 e 3.3.4, com exceção da Argentina e da Coreia.

A crise brasileira do primeiro trimestre de 1999 afeta primordialmente Chile e Argentina, conforme tabelas 3.3.3. e 3.3.4, não parecendo contagiar outros emergentes via este indicador, que apresenta melhora para os países asiáticos assim como para o México.

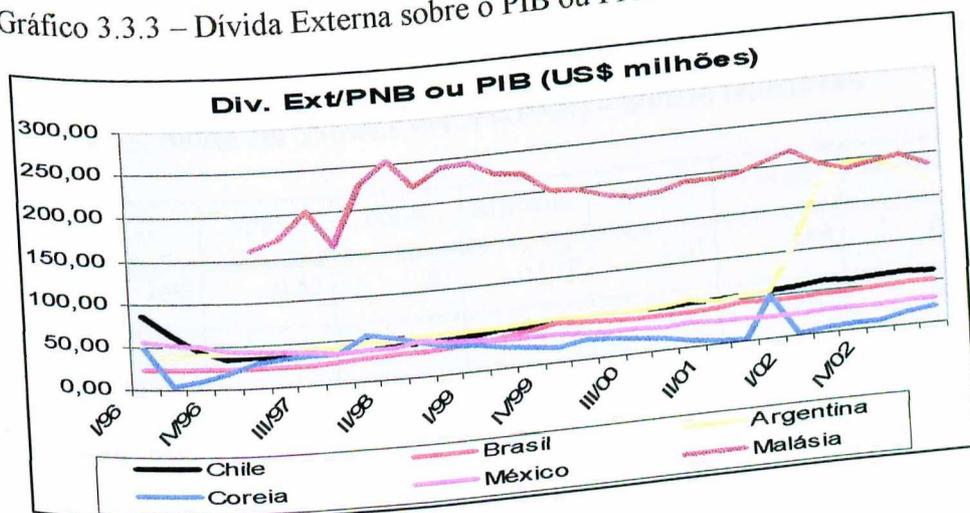
Tabela 3.3.4 – Indicador de Vulnerabilidade: Dívida Externa/PNB.

Dívida Externa/PNB % - índices estruturais						
	Chile	Brasil	Argentina	México	Coreia	Malásia
IV/99	47,53	45,61	51,28	31,75	17,0	201,48
I/00	48,74	44,55	50,62	30,46	23,8	199,16
II/00	49,02	41,39	50,63	29,26	21,2	188,36
III/00	48,88	40,12	50,54	29,33	17,9	183,20
IV/00	49,22	39,63	51,30	27,69	12,8	184,57
I/01	51,16	40,69	54,58	28,39	7,9	193,28
II/01	51,84	42,80	49,29	26,64	3,5	192,68
III/01	53,33	46,05	54,24	27,12	1,1	197,49
IV/01	56,10	44,79	55,62	25,23	50,0	206,98
I/02	57,08	43,51	108,19	24,97	2,8	216,22
II/02	60,61	46,61	178,52	26,16	5,3	198,70
III/02	59,87	46,62	197,67	26,68	8,6	188,50
IV/02	61,14	47,54	196,00	27,68	8,3	194,10
I/03	62,56	48,79	184,23	28,87	14,5	201,58
II/03	61,53	49,72	170,65	28,16	19,6	187,25

Fonte: Bancos Centrais e FMI.

A crise da Argentina contagia toda nossa amostra da América Latina, mas não afeta este indicador dos países asiáticos, que demonstram melhora neste período.

Gráfico 3.3.3 – Dívida Externa sobre o PIB ou PNB.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

De modo geral, conforme o gráfico 3.3.3, podemos observar que o pior desempenho deste indicador cabe a Malásia, tanto em termos de nível baixo de solvência quanto em volatilidade do mesmo, seguido pela Argentina, cujo indicador alcança os patamares da Malásia a partir de 2002. Os demais países latino-americanos apresentam níveis de solvência próximos, com situação melhor para o México. Em relação a nossa amostra asiática a situação da Coreia é sem dúvida infinitamente melhor do que a Malásia, apresentando contudo também alta volatilidade.

Passando agora nossa análise para o indicador de vulnerabilidade do saldo de transações correntes sobre o PIB ou PNB, temos que no início de 1996, conforme as tabelas 3.3.5 e 3.3.6, que a situação pior de solvência e maior saída de recursos observada na conta corrente frente a riqueza do país, é da Coreia seguido pelo Brasil, ambos apresentando significativa vulnerabilidade externa. Logo atrás temos a Argentina e o México e em melhor situação o Chile.

Com a crise da Ásia em 1997, Chile, Brasil, Argentina e México apresentam pioras do indicador de saldo das transações corrente sobre o PIB ou PNB, assim como a Malásia, mais afetada no momento da eclosão da crise, na Tailândia, Indonésia e Coreia do Sul. A Coreia do Sul apresenta piora significativa deste indicador ao longo de 1996 e

início de 1997, levando a queda da credibilidade de seu mercado financeiro, e ao que parece ter propiciado a fuga de capitais.

Tabela 3.3.5 – Saldo Transações Correntes sobre PNB ou PIB.

Saldo em Trans.Corr./(%PNB) – índices estruturais						
	Chile	Brasil	Argentina	México	Coreia	Malásia
I/96	-0,53	-2,23	-1,76	-1,51	-7,69	n.a
II/96	-0,66	-1,87	-1,99	-1,61	-8,85	n.a
III/96	-2,11	-2,32	-2,17	-1,77	-12,58	n.a
IV/96	-1,95	-3,00	-2,40	-1,78	-15,27	n.a
I/97	0,58	-3,15	-2,63	-1,94	-21,24	-2,76
II/97	-0,77	-3,55	-3,15	-2,25	-17,63	-11,22
III/97	-1,90	-3,68	-3,69	-2,68	-13,40	-3,01
IV/97	-2,38	-3,77	-4,08	-2,75	-6,78	-3,17
I/98	-0,95	-3,92	-4,55	-3,12	13,77	6,40
II/98	-1,29	-3,89	-4,71	-3,25	27,89	11,42
III/98	-1,86	-4,18	-4,81	-3,68	39,18	17,42
IV/98	-0,72	-4,30	-4,81	-3,42	39,10	18,71
I/99	0,63	-4,61	-4,55	-3,07	36,84	15,98
II/99	-0,08	-5,05	-4,43	-2,69	28,82	16,73
III/99	-0,46	-4,92	-4,38	-2,60	24,57	17,98
IV/99	0,01	-4,80	-4,34	-2,33	19,08	13,16
I/00	0,92	-4,39	-4,23	-2,14	17,04	14,02
II/00	-0,72	-4,23	-4,02	-1,98	13,30	7,74
III/00	-0,70	-4,00	-3,65	-1,81	11,04	7,16
IV/00	-0,69	-4,07	-3,14	-1,46	9,00	8,94
I/01	-0,24	-4,96	-3,32	-1,47	11,87	8,60

Fonte: Bancos Centrais e FMI.

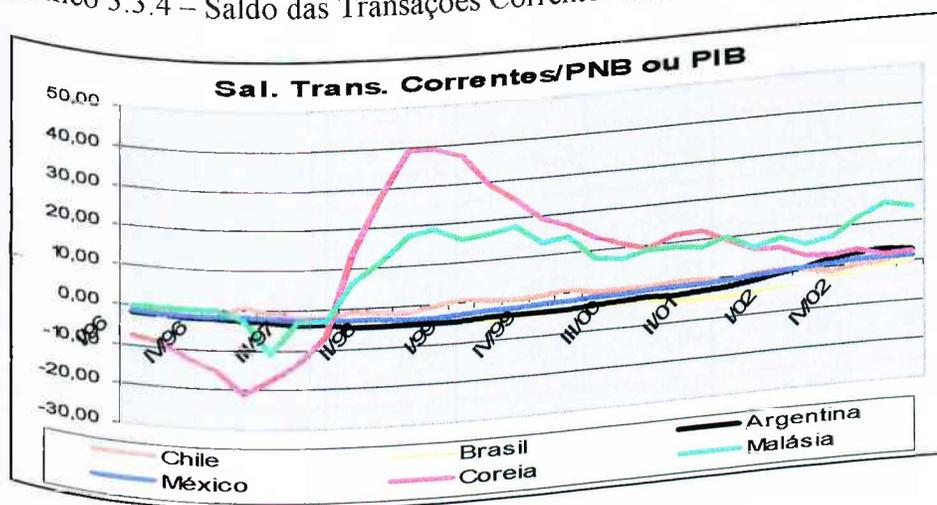
Tabela 3.3.6 – Saldo Transações Correntes sobre PNB ou PIB.

Saldo em Trans.Corr./(%PNB) – índices estruturais						
	Chile	Brasil	Argentina	México	Coreia	Malásia
II/01	-0,22	-5,08	-2,92	-1,34	11,96	8,02
III/01	-1,04	-5,21	-2,52	-1,13	9,13	9,82
IV/01	-0,03	-4,60	-1,81	-0,71	6,15	6,65
I/02	0,35	-3,80	-0,63	-0,23	5,75	8,39
II/02	0,01	-3,62	0,42	0,15	3,44	6,05
III/02	-1,43	-2,69	1,94	0,69	2,77	7,46
IV/02	-0,27	-1,61	2,96	1,08	3,49	11,71
I/03	0,41	-0,91	3,32	1,24	1,80	15,26
II/03	-0,25	0,17	2,91	1,09	2,28	13,65

Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Com a crise da Rússia em 1998, todos os países asiáticos e latino-americanos de nossa amostra, apresentam piores no indicador de saldo de transações correntes sobre PIB ou PNB, demonstrando o efeito contágio além da vulnerabilidade externa destas economias.

Gráfico 3.3.4 – Saldo das Transações Correntes sobre PIB ou PNB (US\$ milhões)



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Em 1999, eclode a crise Brasil, que não apresenta ter afetado o indicador de saldo de transações correntes sobre PIB ou PNB de nenhum dos demais países da amostra, conforme gráfico 3.3.4. E em 2001-2002 a crise da Argentina também resulta semelhante efeito, parecendo contagiar apenas a Malásia. Ao contrário, podemos perceber uma melhora deste indicador para todos os países a partir de 2002.

De modo geral, podemos observar que vários países apresentam situação delicada em termos de saldo de transações correntes sobre PIB ou PNB, destacando os países latino-americanos, Brasil, México e Argentina, tendo o Chile apresentado uma melhor situação ao longo dos anos observados. Os países asiáticos em 1996 apresentam situação significativamente pior do que os latino-americanos, o que explica a crise da Ásia em 1997, mas a partir daí apresentam melhoras contínuas. Mas a partir de 2002, percebemos um fenômeno interessante em termos do indicador de saldo das transações correntes sobre o PIB ou PNB, ao observarmos que todos os países de nossa amostra aparentam alinhar-se em termos do nível deste indicador, com a Coreia colando-se aos latino-americanos, demonstrando altas saídas de capital via remessas de lucros e dividendos, para um país que apostou no efeito menos nocivo do IDE.

Tabela 3.3.7 – Saldo das Transações Correntes sobre Exportações.

Saldo em Trans.Corr./Export. - índices estruturais						
	Chile	Brasil	Argentina	México	Coreia	Malásia
I/96	-0,01	-0,34	-0,22	-0,06	-0,07	n.a
II/96	-0,02	-0,29	-0,24	-0,06	-0,09	n.a
III/96	-0,07	-0,36	-0,26	-0,06	-0,14	n.a
IV/96	-0,09	-0,49	-0,27	-0,07	-0,18	n.a
I/97	0,03	-0,51	-0,29	-0,07	-0,20	-0,21
II/97	-0,03	-0,57	-0,35	-0,09	-0,18	-0,21
III/97	-0,09	-0,57	-0,41	-0,10	-0,14	-0,21
IV/97	-0,11	-0,57	-0,45	-0,11	-0,06	-0,21

Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Tabela 3.3.8 – Saldo das Transações Correntes sobre Exportações.

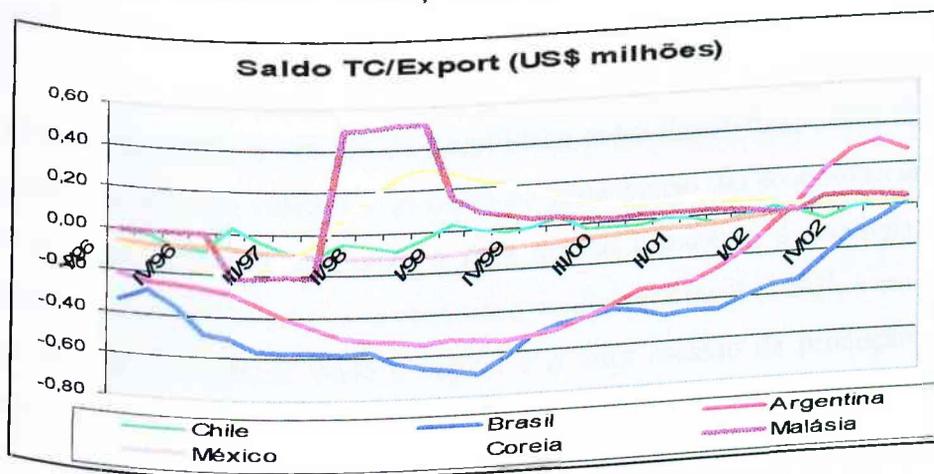
Saldo em Trans.Corr./Export. - índices estruturais						
I/98	-0,05	-0,58	-0,50	-0,12	0,07	0,49
II/98	-0,06	-0,58	-0,52	-0,12	0,17	0,50
III/98	-0,09	-0,63	-0,53	-0,12	0,26	0,52
IV/98	-0,03	-0,66	-0,54	-0,12	0,31	0,51
I/99	0,03	-0,68	-0,52	-0,11	0,27	0,16
II/99	0,00	-0,70	-0,53	-0,10	0,23	0,08
III/99	-0,02	-0,62	-0,54	-0,10	0,20	0,06
IV/99	0,00	-0,53	-0,53	-0,09	0,17	0,03
I/00	0,04	-0,48	-0,50	-0,08	0,13	0,03
II/00	-0,03	-0,46	-0,46	-0,08	0,10	0,02
III/00	-0,03	-0,43	-0,40	-0,07	0,08	0,02
IV/00	-0,02	-0,44	-0,34	-0,05	0,07	0,02
I/01	0,00	-0,47	-0,33	-0,05	0,08	0,02
II/01	-0,01	-0,46	-0,31	-0,05	0,08	0,02
III/01	-0,04	-0,45	-0,25	-0,04	0,07	0,02
IV/01	-0,01	-0,40	-0,17	-0,03	0,05	0,02
I/02	0,02	-0,35	-0,06	-0,01	0,05	0,00
II/02	0,00	-0,34	0,04	0,01	0,03	0,00
III/02	-0,05	-0,23	0,18	0,03	0,03	0,06
IV/02	0,00	-0,13	0,28	0,04	0,03	0,06
I/03	0,02	-0,07	0,32	0,05	0,01	0,05
II/03	0,00	0,01	0,26	0,04	0,02	0,03

Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Em termos do indicador de saldo das transações correntes sobre exportações, percebemos como o Brasil e a Argentina apresentam os piores desempenhos neste indicador, conforme as tabelas 3.3.7 e 3.3.8 e o gráfico 3.3.5, estando relacionado com

os piores desempenhos deste dois países em termos de exportações, dado a valorização cambial de suas moedas domésticas no período em questão.

Gráfico 3.3.5 – Saldo das Transações Correntes sobre exportações.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Podemos destacar como os melhores desempenhos a Coreia seguida pela Malásia, sendo que ambos a partir do fim da crise asiática, quando estes indicadores apresentam desempenho infinitamente inferiores aos de anos posteriores, os países asiáticos de nossa mostra apresentam grande melhoras até 2002, quando todos os países da amostra parecem confluír para níveis similares, demonstrando alinhamento do desempenho em termos do indicador de vulnerabilidade de saldo de transações correntes sobre exportações. Denotando uma mesma vulnerabilidade em termos do indicador em questão, demonstrando que a despeito das escolhas distintas de tipo de investimento externo, seja portfólio ou IED – investimento estrangeiro direto – a vulnerabilidade externa destes países denota a mesma potencialidade volátil de fuga de capitais.

3.4 CONCLUSÃO

Este capítulo buscou confirmar a hipótese de fragilidade e vulnerabilidade externa desenvolvida por Carcanholo (2002) e Carcanholo e Paschôa (2004), analisando os indicadores de vulnerabilidade externa de 1994 até o início de 2003. Buscamos delinear como desde a abertura financeira destes países emergentes a instabilidade

financeira de suas economias se encontra associada às entradas de capital, especialmente o especulativo, que dada sua alta volatilidade impacta sobre as fragilizadas estruturas financeiras domésticas, resultando em problemas financeiros historicamente datados, com tendências explosivas e contagiantes, transformando-se em crises financeiras generalizadas.

Estes indicadores apresentados para cada país e comparativamente (alguns) parecem confirmar a relação de causalidade entre fluxos financeiros abundantes e sem controle, e por isso voláteis, e as crises de desempenho das economias latino-americanas e asiáticas; uma vez que tanto a falta quanto o excesso de capitais podem levar a resultados negativos para uma economia, conforme Kregel (1996), e em especial para as economias emergentes, onde o capital é o fator escasso da produção e a fragilidade externa é alta.

Buscamos mostrar como os países emergentes aqui selecionados apresentam indicadores de vulnerabilidade externa que explicam o contágio durante as crises financeiras generalizadas da década de 90, e início do século 21, bem como a própria fragilização da sua economia em si, levando à instabilidade financeira que se expressou na crise financeira do México em 1995, da Coreia e da Malásia em 1997, do Brasil em 1998-99 e da Argentina em 2002.

Pudemos apreender que, de modo geral, a vulnerabilidade e fragilidade externa dos países asiáticos, Coreia do Sul e Malásia, se mostra visivelmente inferior à dos países latino-americanos, num delineamento de suporte da visão de Medeiros (1999) das diferenças entre a Ásia e a América Latina, como no caso dos indicadores: dívida externa sobre exportações, apresentando necessidade de menor número de anos para o pagamento da dívida, denotando a força exportadora das economias asiáticas e sua melhor situação de solvência; saldo de transações correntes sobre PIB ou PNB e sobre exportações, que corresponde à necessidade de financiamento externo, denota uma menor fragilidade externa asiática, frente a uma situação de iliquidez via dependência de capital bem acentuada para os países da América Latina.

Contudo cabe ressaltar que ambos os indicadores relativos a transações correntes demonstram uma piora do desempenho destes para os países asiáticos no início deste século, sugerindo que o fato destas economias serem grandes captadoras de investimento estrangeiro direto, o qual é tido como mais estável, não necessariamente elimina por completo a vulnerabilidade, tecendo apoio à visão de Kregel da volatilidade do IDE e

seu impacto negativo sobre a conta corrente quando da repatriação de lucros e dividendos.

Para confirmarmos nossas apreensões, que suportam a hipótese da vulnerabilidade e fragilidade externa, passaremos no próximo capítulo a um estudo quantitativo, por meio da análise econométrica dos indicadores de vulnerabilidade, buscando também elucidar o fenômeno do contágio.

4. ANÁLISES ECONOMÉTRICAS DOS INDICADORES DE VULNERABILIDADE

O objetivo de nosso capítulo de análises econométricas é fundamentar as observações fenomenológicas apresentadas ao longo da análise descritiva, buscando qualificar, confirmar e atribuir caráter de imparcialidade nas avaliações, ao mesmo tempo em que, consubstanciamos a hipótese de fragilidade e vulnerabilidade externa dos países emergentes mais evidenciada nos momentos de crise via fenômeno do contágio.

Tabela 4.1 – Metodologia da análise econométrica⁴⁵

Análises	Metologias
Taxa de crescimento das séries	Modelo de regressão – log-linear $Y^1 = \beta^0 x + \beta^1 t$ e $\beta^1 =$ taxa de crescimento ajustada $(\beta^1 - 1) \times 100$ em %
Quebra estrutural com uso de dummies	Teste de mudança de comportamento da série usando dummies Mudança de Inclinação e de nível – $y = \beta_0 + \beta_1 t + \beta_2 D_t$ $D = 0$ e $D = 1$ $y = \beta_0 + \beta_1 t \rightarrow y = \beta_0 + (\beta_1 + \beta_2) t$
Análise estatística descritiva comparativa	Média, desvio padrão e coeficiente de variação
Gráfico de dispersão	Gráfico de n observações, onde cada ponto corresponde a um par (X,Y) Onde X é o coeficiente de variação e Y a média. Objetivo demonstrar independência ou correlação entre as variáveis analisadas

⁴⁵ Algumas das informações foram baseadas no livro de econometria de Watson e Stock (2004).

Iniciaremos com uma análise da taxa de crescimento das séries dos indicadores de vulnerabilidade externa para os países selecionados. Em seguida, passaremos a uma análise de quebra estrutural simples, com o uso de dummies para verificar a existência de contágio das crises financeiras do Brasil 1999, Argentina 2001-2 e Rússia 1998, expressas em mudança de comportamento da série tanto em inclinação quanto em nível. Depois passaremos para uma análise estatística descritiva comparativa geral das séries, onde focaremos a média, o desvio padrão e o coeficiente de variação. E por fim, analisaremos a correlação entre os países selecionados em relação a cada indicador de vulnerabilidade externa buscando compreender a existência de uma relação perceptível entre os países analisados. Na tabela 4.1, expusemos a metodologia utilizada para as análises citadas.

Conforme já havíamos delimitado os indicadores de vulnerabilidade e de fragilidade analisados econometricamente são os seguintes:

1. Dívida Externa/Exportações
2. Dívida Externa/PNB %
3. Saldo em Transações Correntes/PNB %
4. Saldo em Transações Correntes/Exportações
5. Reservas Internacionais/Exportações
6. Reservas Internacionais/Dívida Total

Entre estes indicadores, destacamos que o (6) é indicativo da volatilidade do capital externo, apreendendo o movimento do fluxo de capitais no curto prazo, sendo melhor indicador de vulnerabilidade, e descreve a situação conjuntural, por captar as movimentações da reserva do balanço de pagamentos muito mais susceptíveis às movimentações de curto prazo nas transações correntes e na Conta Capital. Agora, o grupo de indicadores (1), (2) e (3) descrevem condições estruturais. Já os indicadores (1), (2), (3) e (6) descrevem a capacidade de pagamento da dívida, uma vez que refletem a capacidade de geração de receita via exportação, geração do produto interno (PIB) ou por meio das reservas internacionais, captando quanto desta receita está comprometida com o pagamento da dívida externa.

Tecendo especificidades sobre os indicadores, podemos afirmar, de acordo com Carcanholo e Paschoa (2004), que o indicador número (3), o qual refere-se a saldo de

transações correntes sobre PIB ou PNB, apesar de na análise corrente implicar a necessidade de financiamento externo, quando seu saldo é negativo, não representa a totalidade desta necessidade que inclui também a amortização alocada na conta capital.

É possível também delimitar características específicas para os indicadores (1), (5) e (6), que utilizam um conjunto de variáveis que representam ou fluxo ou estoque. Temos por exemplo, o indicador número (1) que representa dívida externa sobre exportações estabelecendo quantos anos de fluxo de exportações são necessários para quitar a dívida, supondo estável este volume de exportações pelo período considerado, e abstraindo outras alterações que podem alterar a situação econômica afetando o comércio exterior.

Com base nessas análises, Carcanholo e Paschoa (2004) ponderam que o capital internacional não é tão autônomo em suas decisões de movimentação, como de início aparenta, pois além de se pautar pela taxa de juros e de câmbio, também leva em consideração os indicadores econômicos expostos, forjando uma relação de causalidade entre estes indicadores e os fluxos de capitais. Mas, deve-se ressaltar que os indicadores como os números (5) e (6) que por serem compostos pela variável, reservas internacionais, expressam mais o efeito da movimentação dos recursos internacionais do que sua causa, dado que a entrada e saída de capital impacta o resultado do balanço de pagamento configurando o nível de estoque de reservas internacionais.

4.1 ANÁLISE DAS TAXAS DE CRESCIMENTO DAS SÉRIES DOS INDICADORES DE VULNERABILIDADE

Os indicadores de vulnerabilidade são indicativos da situação de liquidez e solvência de um país, decorrência de um excesso de fragilidade externa entendida como dependência exacerbada de capital estrangeiro. Conforme Carcanholo e Paschoa (2004), vários indicadores podem ser utilizados para avaliar a existência e o grau da vulnerabilidade: juros líquidos sobre exportações; dívida externa líquida sobre PIB; estoque de reservas internacionais sobre dívida externa total; dívida externa total sobre exportações; serviço da dívida externa sobre estoque de reservas internacionais; juros líquidos sobre estoque de reservas internacionais; saldo de transações correntes sobre PIB; serviço da dívida externa sobre exportações; saldo das transações correntes sobre exportações; e serviço da dívida externa sobre o PIB.

Dentre estes foram escolhidos os seguintes indicadores de vulnerabilidade para este estudo, para o período de 1997 ao segundo trimestre de 2003:

1. Dívida Externa / Exportações (IND 1)
2. Dívida Externa / PNB % (IND 2)
3. Saldo Transações Correntes / PIB ou PNB (IND 3)
4. Saldo Transações Correntes / Exportações (IND 4)
5. Estoque de Reservas Internacionais / Exportações (IND 5)
6. Estoque de Reservas Internacionais / Dívida Externa Total (IND 6)

Dentre estes indicadores, o (6) é um indicador da volatilidade do capital externo, capaz de apreender o volume de capitais no curto prazo, e por isso captar as movimentações no balanço de pagamentos, tanto ao nível do saldo das transações correntes como em termos da conta capital. De modo que a taxa de crescimento das séries deste indicador, implicaria um aumento da captação de recursos estrangeiros e da queda da vulnerabilidade externa.

Como podemos observar pela tabela 4.1.1, a maior taxa de crescimento é da Coreia, seguida pelo Malásia, Chile (que apresentam taxas quase idênticas de crescimento) e México, implicando menor crescimento da vulnerabilidade externa, de modo que estes países obtiveram maiores saldos positivos no seu balanço de pagamento, elevando os seus estoques de reservas.

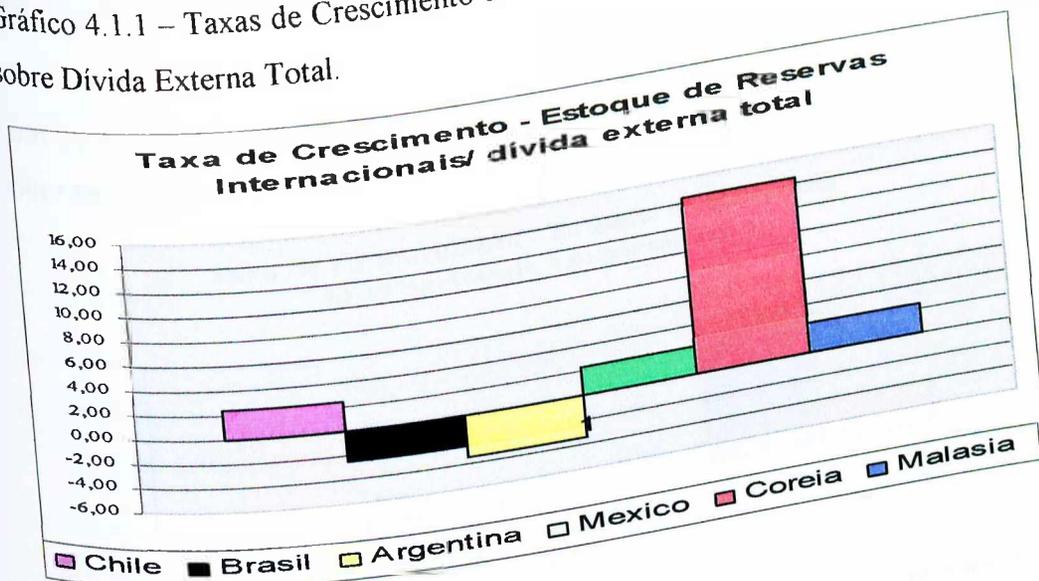
Tabela 4.1.1 – Taxa de Crescimento dos Indicadores de Vulnerabilidade selecionados.

Indicadores	Chile	Brasil	Argentina	México	Coreia	Malásia
IND_1	1,4827	-0,1447	0,4758	-1,5151	-7,4011	-5,5358
IND_2	2,6141	3,3164	1,6093	-1,9193	-7,5430	-0,0886
IND_3	0,1806	0,3602	1,3470	0,8515	18,4008	1,8012
IND_4	0,3202	8,5494	6,7593	1,0100	0,3825	0,1954
IND_5	3,9312	-2,7294	-2,8575	0,7189	5,9334	1,9030
IND_6	2,4124	-2,5540	-3,4093	2,2920	14,3993	2,4539

Fonte: Bancos Centrais e FMI.

As economias mais dependentes de capital especulativo de portfolio, capital de curtíssimo prazo apresentam as menores taxas de crescimento, que são Brasil e Argentina, conforme tabela 4.1.1, sugerindo um maior crescimento da dependência de capital externo dos países latino-americanos. Um menor volume de reservas frente a dívida externa total demonstra a elevação da possibilidade de iliquidez destas economias.

Gráfico 4.1.1 – Taxas de Crescimento do Indicador: Estoque de Reservas Internacionais sobre Dívida Externa Total.



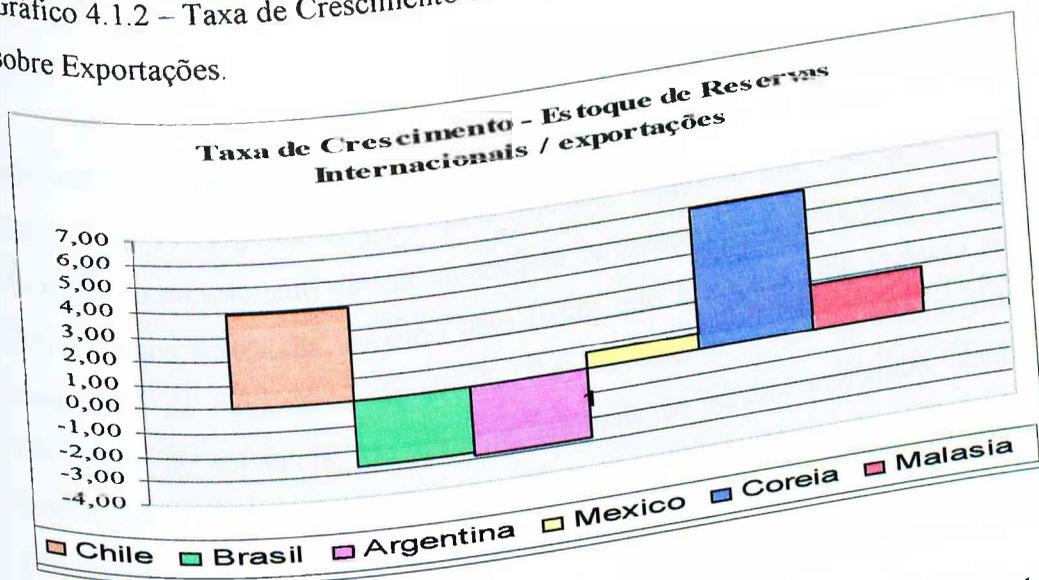
Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Conforme podemos observar, o gráfico 4.1.1 nos apresenta como a taxa de crescimento do indicador de vulnerabilidade – estoque de reservas internacionais sobre dívida externa total - para a Coreia é significativo, com Chile, México e Malásia apresentando praticamente o mesmo decréscimo de sua fragilidade externa, contrapondo-se a uma piora apresentada pelo Brasil e Argentina, com taxas de crescimento negativas, implicando maior crescimento de sua vulnerabilidade externa, no período analisado. Isto dado um menor volume de reservas para fazer frente a uma dívida crescente. De modo geral, percebemos como os países emergentes crescem em sua dependência do capital externo de curto prazo.

Outro indicador conjuntural de fragilidade e vulnerabilidade externa é representado pelo indicador (5), descrevendo também maior susceptibilidade as movimentações de capital de curto prazo. Este indicador confirma o perfil de vulnerabilidade exposto pelo indicador (6) apresentando menor taxa de crescimento para

Coréia, Chile, Malásia e México, respectivamente nesta ordem. E da mesma forma que o indicador (6) tanto Brasil como a Argentina apresentam maior crescimento da exposição à volatilidade do capital, no período analisado. Isto fica evidenciado pelo gráfico 4.1.2, adiante, que demonstra a similaridade das taxas de crescimento desta vulnerabilidade conjuntural, tanto para Brasil como para Argentina, implicando maior elevação da dependência dos fluxos de curto prazo, contrapondo-se ao decréscimo desta dependência pelos demais países emergentes da Coréia, Chile, Malásia e México, em decorrência da elevação das exportações e concomitante elevação das reservas internacionais.

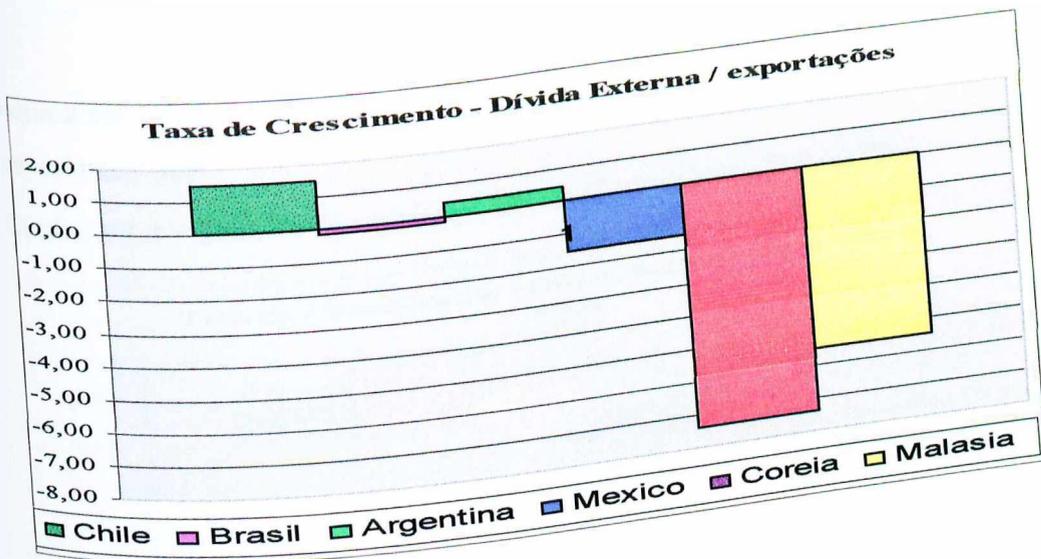
Gráfico 4.1.2 – Taxa de Crescimento do Indicador: Estoque de Reservas Internacionais sobre Exportações.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Os indicadores de vulnerabilidade estruturais são representados pelo demais indicadores escolhidos (1), (2), (3) e (4). Sendo que especificamente os indicadores (1) e (2) apresentam a capacidade estrutural de pagamento da dívida, a situação direta de solvência do país. O indicador (1) representa a capacidade de geração de receita para o pagamento da dívida externa via exportações.

Gráfico 4.1.3 – Taxa de Crescimento: Dívida Externa Total sobre Exportações.



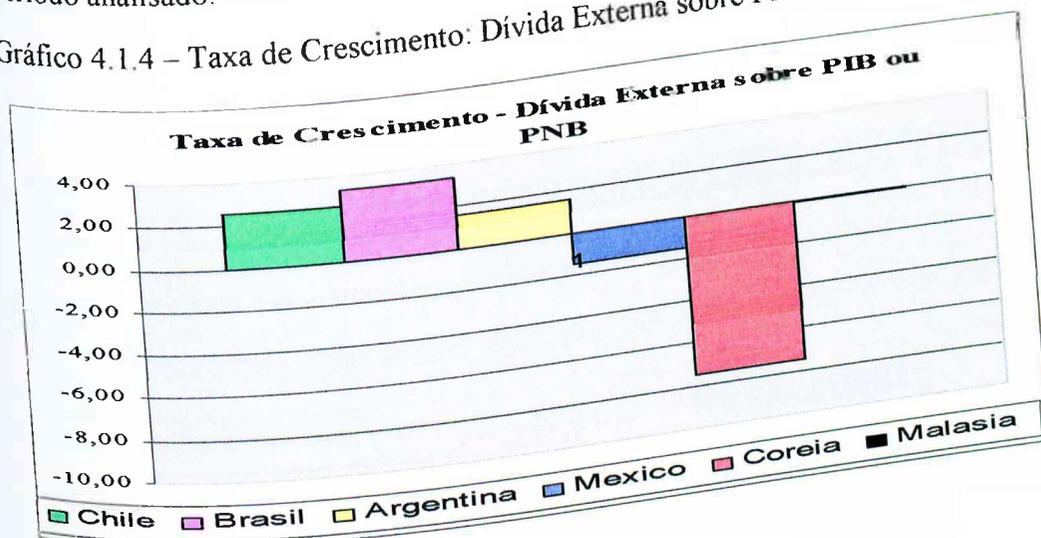
Fonte: Bancos Centrais e FMI.

E como podemos observar pela tabela 4.1.1 e através do gráfico 4.1.3, a Coreia apresenta um crescimento de sua capacidade de geração de riqueza via exportação a partir de 1997, seguida de perto pela Malásia. Enquanto que o México apresenta um aumento do crescimento de sua capacidade de geração de riqueza para o pagamento da dívida menos acentuada, seguido pelo Brasil que apresenta uma melhora suave desta capacidade de pagamento da dívida. Contrariamente, Chile apresenta piora de sua capacidade de solvência, via recursos oriundos da balança comercial, sendo seguido timidamente pela queda desta geração de riqueza para a Argentina. Percebemos, que os países emergentes tem apresentado crescimento de sua capacidade de geração de riqueza via exportação, aumentando sua potencial solvência estrutural, apresentando no que tange a este indicador (1) melhora da sua situação de solvência estrutural via recuperação das exportações, especialmente associada a desvalorização da moeda doméstica ou abandono da âncora cambial, neste período, pela maioria dos países da amostra.

O indicador (2) que também consiste em um indicador da capacidade de pagamento da dívida externa via geração de riqueza total do país (PIB ou PNB), nos apresenta conforme tabela 4.1.1 e gráfico 4.1.4 (abaixo), que confirmam a melhora da geração de riqueza também do produto nacional bruto da Coreia, México e Malásia, para fazer frente a dívida externa, como já havia nos demonstrado o indicador (1). O indicador (2) demonstra a queda da geração de riqueza interna do Brasil, bem como do Chile e a Argentina, que já demonstravam decréscimo de sua capacidade de geração de

riqueza via balança comercial. Reflexo da baixas taxas de crescimento destes países no período analisado.

Gráfico 4.1.4 – Taxa de Crescimento: Dívida Externa sobre PIB ou PNB.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

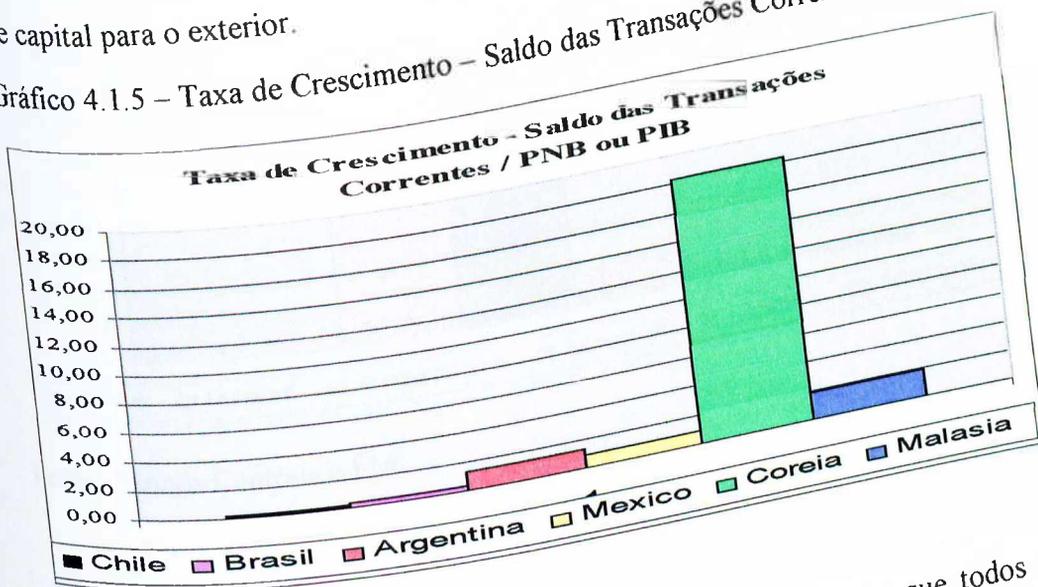
Podemos ainda observar via este indicador (2) como a Coreia apresenta o maior decréscimo da dívida externa em relação a geração de riqueza, o que implica uma melhora da capacidade de crescimento do PNB para fazer frente ao crescimento da dívida externa. Em contrapartida, no período analisado, o Brasil se destaca em nossa amostra como o país que teve a mais significativa piora do crescimento da sua capacidade de geração de riqueza e conseqüentemente um aumento de sua insolvência, e piora do indicador de vulnerabilidade externa estrutural.

Os outros dois indicadores estruturais de vulnerabilidade externa são os indicadores (3) e (4) que implicam a necessidade de financiamento externo (quando o saldo é negativo), em relação ao PIB e PNB e em relação às exportações. Conforme a tabela 4.1.1 e gráficos 4.1.5 e 4.1.6, percebemos que a maior taxa de crescimento positiva é da Coreia indicando a queda da necessidade de financiamento externo, com significativos 18%, neste período, para o indicador (3) e 8% para o Brasil⁴⁶ em relação ao indicador (4). Demonstra uma menor necessidade de financiamento externo estrutural da Coreia por se tratarem de valores positivos e maior necessidade de financiamento externo, com relação ao indicador (3), para o Brasil devido ao crescimento aos saldos negativos de sua conta corrente, demonstrando o caráter perverso das entradas de capital que impõem grandes saídas via remessa de lucros, juros e dividendos, especialmente nas

⁴⁶ É preciso salientar, como podemos verificar pelo gráfico 3.1.3, a melhora do saldo das transações correntes assim como dos indicadores relacionados as transações correntes para o Brasil a partir de 2002. Esta relação é o resultado de um déficit que o Brasil vem apresentando em sua balança comercial.

economias totalmente liberalizadas que não opõe qualquer resistência às transferências de capital para o exterior.

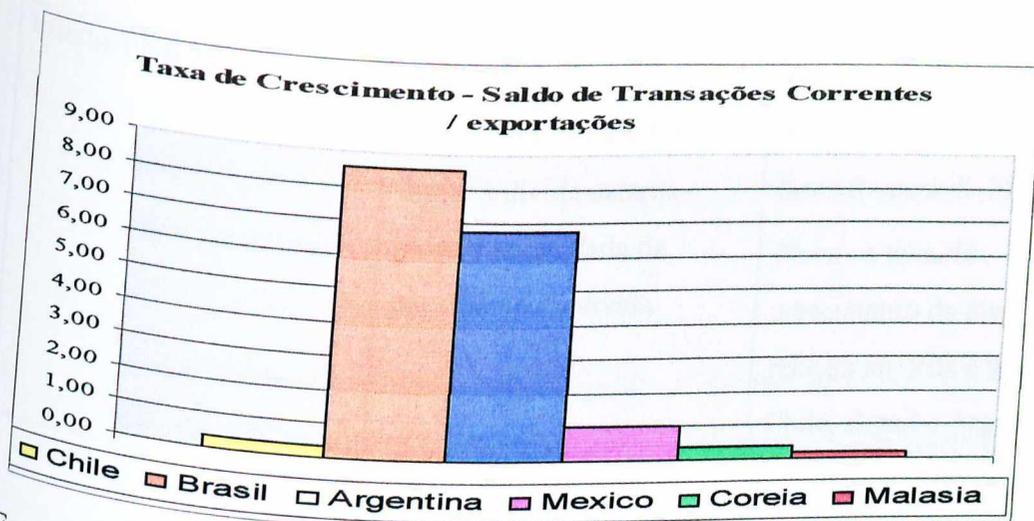
Gráfico 4.1.5 – Taxa de Crescimento – Saldo das Transações Correntes / PIB ou PNB.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Como podemos ainda observar pelo gráfico 4.1.5, temos que todos os países emergentes selecionados apresentam uma maior necessidade de financiamento externo, em decorrência das saídas de capital via conta corrente. Confirmando o argumento da fragilização imposta pela atração de IDE – investimento estrangeiro direto – papel normalmente somente atribuído ao investimento de portfólio, numa generalização do crescimento da vulnerabilidade associada à necessidade de capital externo. Além disso, este indicador de vulnerabilidade dado o seu caráter conjuntural, expressa a dependência de capital de curto prazo, demonstrando como o IDE – investimento estrangeiro direto – pode ter resultados de fluxos de curto prazo, devido às facilidades de transferência de recursos para o estrangeiro.

Gráfico 4.1.6 – Taxa de Crescimento – Saldo das Transações Correntes / Exportações.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Podemos ainda observar pelo gráfico 4.1.6, que também fica evidente o crescimento da vulnerabilidade externa dos países emergentes via aumento da necessidade de financiamento externo como resultado da fragilidade externa da conta corrente destes países em decorrência da elevação das transferências de capital para o exterior. Demonstrando que o problema do saldo das transações correntes é geral para os emergentes e se configura num dos indicadores de vulnerabilidade de maior crescimento de todos os países, tanto latino-americanos quanto asiáticos, revelando-se uma substantiva fragilização destas economias neste respeito.

Quadro Resumo de Resultados da Análise das Taxas de Crescimento das Séries dos Indicadores de Vulnerabilidade:

Indicador	Significado	Observação
IND_1 - Dívida Externa/Exportações	Quanto maior a taxa de crescimento tanto maior o número de anos de exportação necessários para fazer frente à dívida externa - piora a capacidade de pagamento da dívida.	Melhora a capacidade de pagamento da dívida de Brasil, Coreia, Malásia e México; Piora a situação de Chile e Argentina;
IND_2 - Dívida	Quanto maior a taxa de	Melhora a geração de

Externa/PNB %	crescimento tanto maior o PIB necessário para fazer frente à dívida externa – piora a capacidade de pagamento da dívida.	riqueza na Coréia, no México e na Malásia para fazer frente a dívida; Piora - a taxa de crescimento da dívida em relação ao PIB é maior no Chile, Brasil e Argentina;
IND_3 – Saldo das Transações Correntes/PIB	Quanto menor a taxa de crescimento maior a necessidade de financiamento externo.	Menor necessidade de financiamento externo da Coréia e Maláisa. Situações de necessidade de financiamento externo do Chile, Brasil, Argentina e México.
IND_4 – Saldo das Transações Correntes/Exportações	Quanto menor a taxa de crescimento maior a entrada de recursos externos via exportações.	Cresce a entrada de recursos externos da Coréia e da Malásia via exportações, seguidas de Chile ee
IND_5 Estoque de Reservas Internacionais/Exportações		
IND_6 Estoque de Reservas Internacionais/Dívida Externa Total		

4.2 ANÁLISE DA MUDANÇA DE INCLINAÇÃO E INTERCEPTO DAS SÉRIES DOS INDICADORES DE VULNERABILIDADE FRENTE AS CRISES EXTERNAS

4.2.1 ANÁLISE DO EFEITO CONTÁGIO DA CRISE BRASIL/1999 PARA PAÍSES EMERGENTES SELECIONADOS: ARGENTINA, MÉXICO, CHILE, CORÉIA E MALÁSIA.

Passaremos agora à análise do efeito contágio da crise do Brasil sobre os países selecionados: Argentina, México, Chile, Coréia e Malásia. Buscaremos através da regressão do resultado da dummy, que implica a mudança de nível ou intercepto, vezes o produto, que significa a mudança de inclinação da reta, buscando compreender o efeito sobre os indicadores de vulnerabilidade, do período de 1997 a 2003, trimestralmente agrupado, destes países para comprovar o efeito contágio das crises financeiras dada a vulnerabilidade externa das economias de nossa amostra.

Tabela 4.2.1.1 – Valores da mudança de Nível e Inclinação das retas de cada série dos indicadores selecionados⁴⁷.

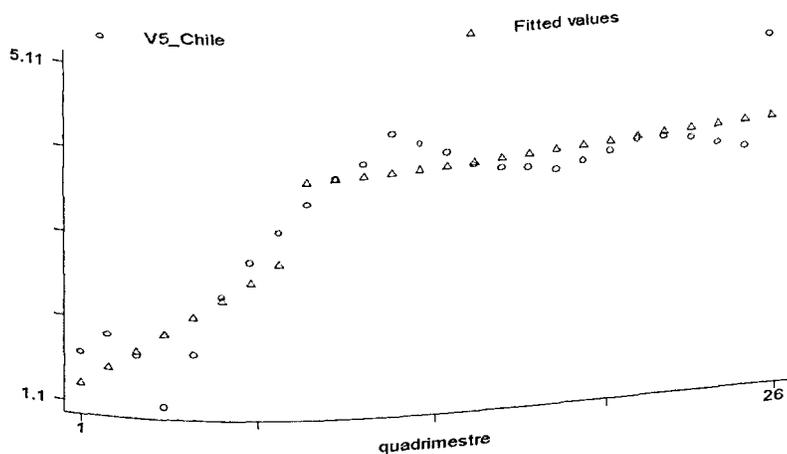
Indicadores	Chile		P > t dum	P > t prod	Brasil		P > t dum	P > t prod
	Nível	Inclinação			Nível	Inclinação		
IND_1	0,2534	-0,0397	0,2100	0,1670	2,5016	-0,2457	0,0000	0,0000
IND_2	0,0840	0,2774	0,9530	0,1780	11,2913	-0,6104	0,0000	0,1200
IND_3	0,6950	0,1144	0,3930	0,3210	-4,4824	0,3624	0,0000	0,0190
IND_4	0,0263	0,0063	0,4680	0,2250	-0,4885	0,0506	0,0000	0,0000
IND_5	2,4551	-0,1891	0,0000	0,0050	-1,5482	0,0551	0,0090	0,4780
IND_6	1,1950	-0,0818	0,0000	0,0060	-0,2227	0,0173	0,0000	0,0000

Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Conforme podemos observar pela tabela 4.2.1.1, com relação ao Chile os efeitos da crise financeira brasileira afetaram mais significativamente dois de seus indicadores, IND_5 e IND_6 (vide nota de rodapé). Isto é passível de ser verificado também ao vislumbrarmos os gráficos 4.2.1.1 e 4.2.1.2.

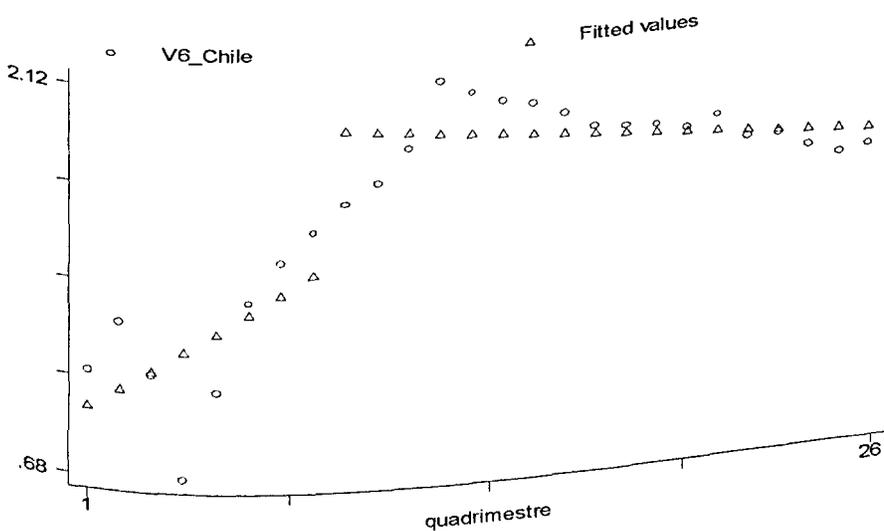
⁴⁷ Dívida Externa / Exportações (IND 1); Dívida Externa / PNB % (IND 2); Saldo Transações Correntes PIB ou PNB (IND 3); Saldo Transações Correntes / Exportações (IND 4); Estoque de Reservas de Reservas Internacionais / Dívida Externa Total (IND 6)

Gráfico 4.2.1.1 – Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade do Chile de estoque das reservas internacionais sobre exportações.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

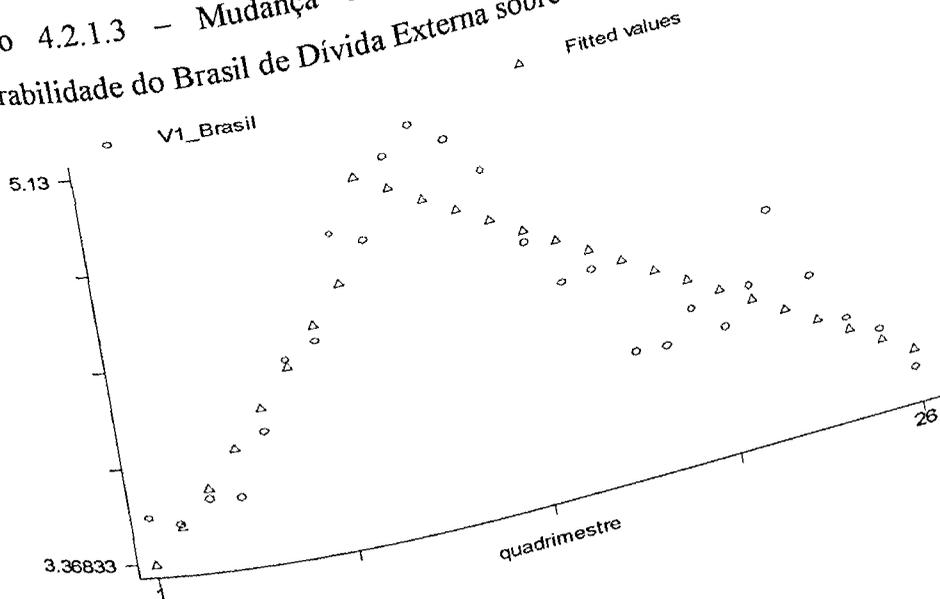
Gráfico 4.2.1.2 – Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade do Chile de estoque das reservas internacionais sobre dívida externa total.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Alterações que configuram ambas, de acordo com os gráficos 4.2.1.1 e 4.2.1.2, em maior fragilidade associada ao estoque de reservas internacionais, indicando a queda das divisas dada à fuga de capitais associada a fragilização da economia chilena por contágio. Configura um aumento da volatilidade do capital externo investido no Chile.

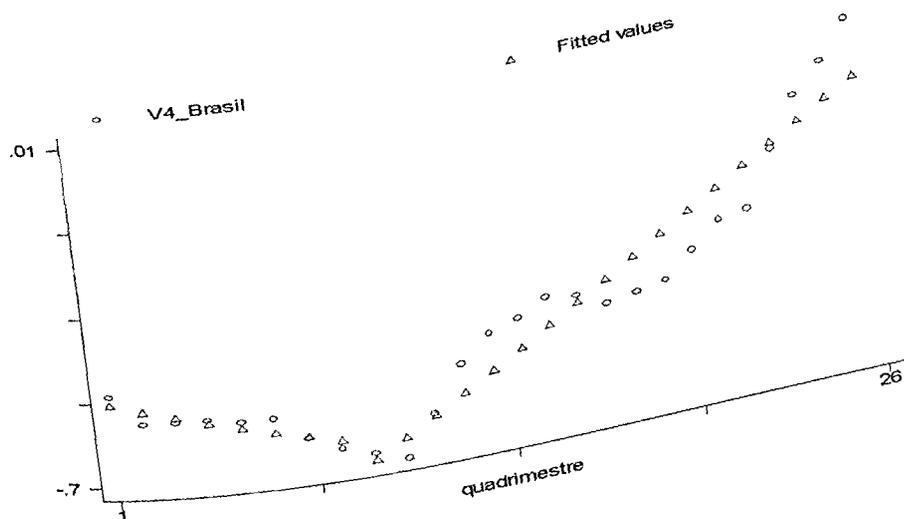
Gráfico 4.2.1.3 – Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade do Brasil de Dívida Externa sobre Exportações



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Sobre o Brasil, país sede da crise financeira analisada não é surpresa que todos os seus indicadores de vulnerabilidade externa e fragilidade tenham sido afetados, ocorrendo uma significativa alteração de nível e de inclinação das retas das séries analisadas, sem exceção, como podemos observar no gráfico 4.2.1.3, que apresenta a quebra da série dada instabilidade gerada pela crise em si. Demonstrando que tanto o saldo das transações correntes foi negativamente afetado, assim como o estoque de reservas se viu depredado pela fuga dos capitais, além do aumento da dívida externa frente às exportações e a riqueza do país, configurando a queda da capacidade de pagamento da dívida, bem como ainda o aumento da volatilidade do capital externo. Podemos avaliar estas alterações do perfil da série também nos outros indicadores selecionados, conforme outro exemplo observado no gráfico 4.2.1.4, que corresponde a necessidade de financiamento externo que cresce com a fuga de capitais e a elevação dos problemas de solvência da economia.

Gráfico 4.2.1.4 – Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade do Brasil de Dívida Externa sobre Exportações



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Passando a análise agora para a tabela 4.2.1.2 analisaremos o impacto da crise do Brasil sobre a Argentina e o México, sob a hipótese de maior fragilização destes países latino-americanos do que dos asiáticos face ao contágio mais direto.

Tabela 4.2.1.2 - Valores da mudança de Nível e Inclinação das retas de cada série dos indicadores selecionados⁴⁸.

Indicadores	Argentina		P > t dum	P > t prod	Mexico		P > t dum	P > t prod
	Nível	Inclinação			Nível	Inclinação		
IND_1	2,0070	-0,1731	0,0000	0,0090	-0,2586	0,0187	0,0130	0,1820
IND_2	11,3787	-1,7691	0,0160	0,0000	-2,5888	-0,2388	0,3230	0,5160
IND_3	-7,9489	0,8226	0,0000	0,0000	-3,7214	0,4914	0,0000	0,0000
IND_4	-0,8957	0,0914	0,0000	0,0000	-0,1337	0,0166	0,0000	0,0000
IND_5	0,9791	-0,0804	0,0000	0,0000	-0,0417	-0,0022	0,1300	0,5600
IND_6	0,0596	-0,0044	0,0010	0,0490	-0,0072	-0,0020	0,5690	0,2000

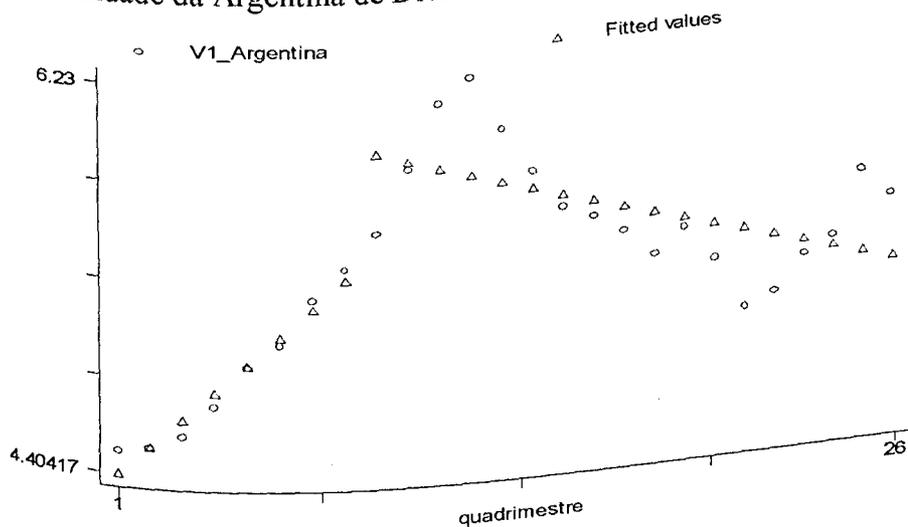
Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Conforme tabela 4.2.1.2 podemos observar como a Argentina é contagiada pela crise financeira do Brasil de forma marcante em todos os indicadores de vulnerabilidade analisados, tanto nos seus indicadores conjunturais IND_1 e IND_2 quanto nos

⁴⁸ Dívida Externa / Exportações (IND 1); Dívida Externa / PNB % (IND 2); Saldo Transações Correntes / PIB ou PNB (IND 3); Saldo Transações Correntes / Exportações (IND 4); Estoque de Reservas Internacionais / Dívida Externa Total (IND 5)

indicadores estruturais IND_3 a IND_6, conforme podemos exemplificar pelos gráficos de quebra 4.2.1.5, 4.2.1.6 e 4.2.17.

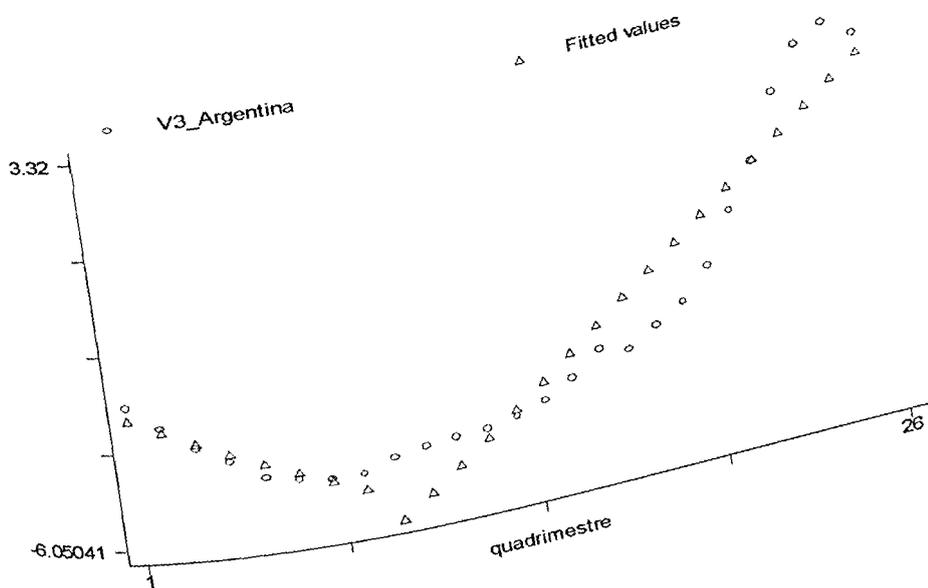
Gráfico 4.2.1.5 – Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Argentina de Dívida Externa sobre Exportações – IND_1



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Tanto a análise de quebra do IND_1 – dívida externa sobre exportações - para a Argentina, indicado pelo gráfico 4.2.1.6, como do IND_3, conforme tabela 4.2.1.2, nos apresenta a fragilização estrutural da situação de solvência da Argentina frente à eclosão da crise financeira brasileira. A quebra da série do IND_1, indicada no gráfico 4.2.1.5 acima pela alteração da inclinação da reta e do nível da mesma, especificamente apresenta a maior vulnerabilidade externa associada ao comprometimento da geração de riqueza via exportações para fazer frente ao pagamento da dívida externa. O que eleva a fragilidade externa da Argentina ao aumentar ainda mais a sua dependência do capital estrangeiro para adquirir situação de solvência. O IND_3 apresenta a instabilidade gerada na captação de recursos pela geração interna de riqueza da Argentina para fazer face ao endividamento externo dada a crise do Brasil.

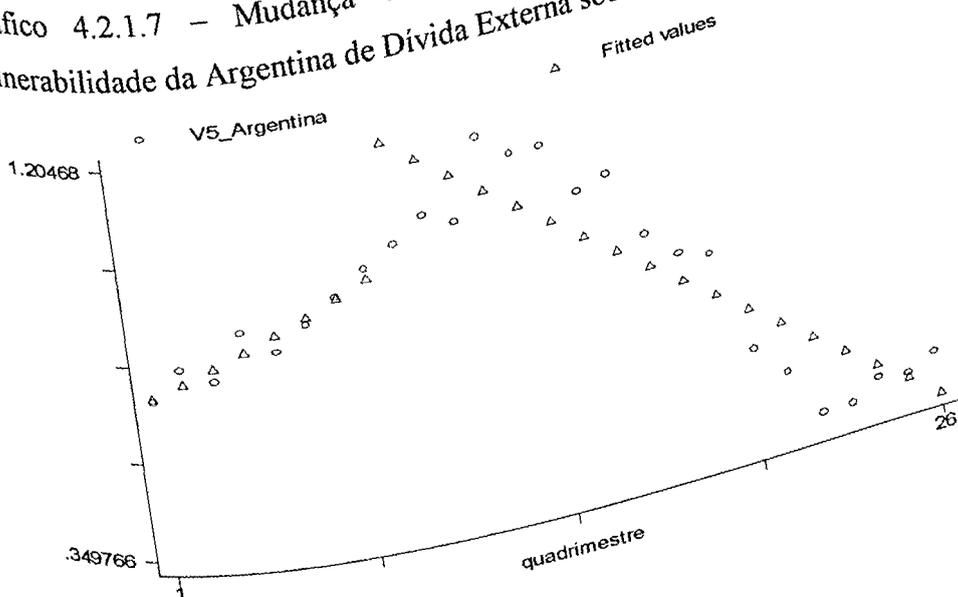
Gráfico 4.2.1.6 – Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Argentina de Dívida Externa sobre Exportações – IND_3



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

O IND_3 – saldo de transações correntes sobre o PIB ou PNB – expressa a forte vulnerabilidade externa da Argentina que vê sua necessidade de financiamento externo alterada pela crise do Brasil de forma substancial conforme tabela 4.2.1.2 e o gráfico 4.2.1.6, acima.

Gráfico 4.2.1.7 – Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Argentina de Dívida Externa sobre Exportações

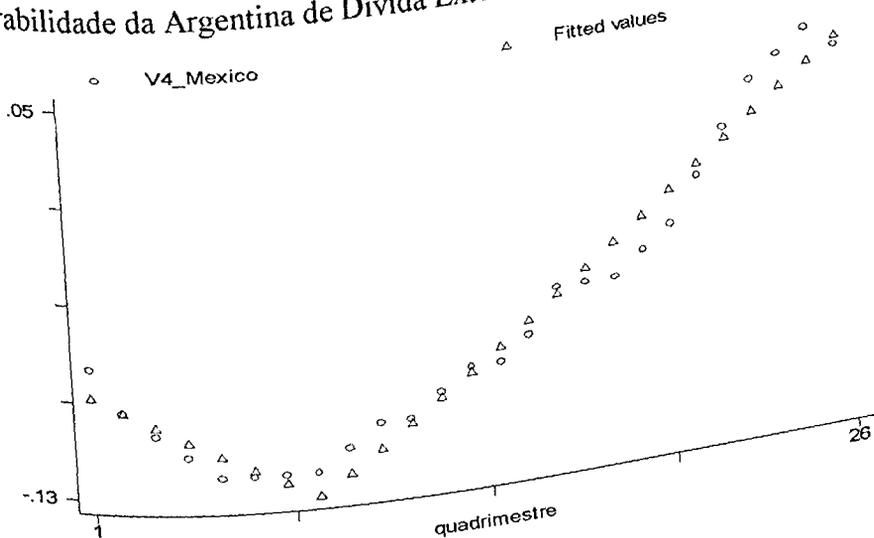


Fonte: Bancos Centrais e FMI.

O efeito da crise do Brasil sobre o perfil do IND_5 – estoque de internacionais sobre exportações, conforme gráfico 4.2.1.7, expõe a elevação do capital externo investido na Argentina como resultado da crise

representando aumento da fuga de capitais dada a elevação do grau de vulnerabilidade externa pela maior fragilidade financeira da economia argentina.

Gráfico 4.2.1.8 – Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Argentina de Dívida Externa sobre Exportações – IND_4



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Já o México irá apresentar baixo contágio na maioria dos seus indicadores, com exceção dos indicadores (3) e (4) que representam o saldo das transações correntes sobre exportações e sobre o PIB ou PNB, refletindo que ocorre sim um impacto na economia mexicana em termos de elevação da sua vulnerabilidade externa no tocante a sua necessidade de financiamento externo – aumento da fragilidade externa.

Conforme a tabela 4.2.1.3 analisaremos então os efeitos da crise do Brasil para os países asiáticos da nossa amostra, Coréia e Malásia. A crise Brasil eclode em dezembro de 1998, mas é no primeiro trimestre de 1999 que a moeda doméstica é desvalorizada, gerando grande instabilidade e fuga de capitais. Por isso este período foi escolhido como o de ruptura ou quebra estrutural, sendo utilizado para avaliar o efeito contágio desta crise financeira e, tendo como hipótese a fragilidade financeira externa e vulnerabilidade dos países emergentes.

Tabela 4.2.1.3 - Valores da mudança de Nível e Inclinação das retas de cada série dos indicadores selecionados⁴⁹.

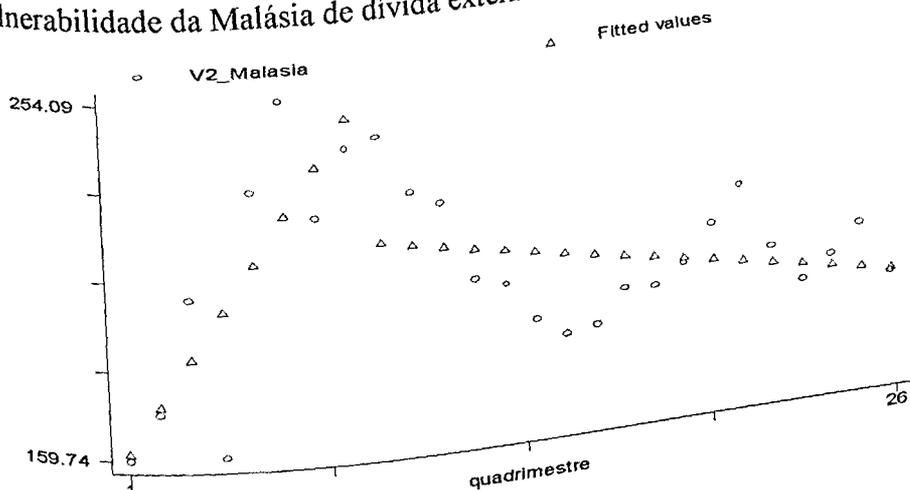
Indicadores	Coreia		P > t dum	P > t prod	Malásia		P > t dum	P > t prod
	Nível	Inclinação			Nível	Inclinação		
IND_1	-0,1015	0,0022	0,3050	0,8760	-0,0020	-0,0117	0,9740	0,1840
IND_2	-1,1190	-2,2875	0,9290	0,2030	78,9238	-13,9216	0,0010	0,0000
IND_3	79,8168	-11,8273	0,0000	0,0000	30,2330	-4,4055	0,0000	0,0000
IND_4	0,6609	-0,0944	0,0000	0,0000	0,5580	-0,1400	0,0000	0,0000
IND_5	-0,1110	0,0482	0,4170	0,0190	-0,1777	0,0330	0,3380	0,2120
IND_6	-9,5810	2,3137	0,8560	0,7570	-0,0939	0,0275	0,2260	0,0170

Fonte: Bancos Centrais e FMI.

O efeito da crise do Brasil sobre a Coreia e a Malásia apresenta o contágio sofrido por estes países evidenciado pelos indicadores IND_3 e IND_4 para a Coreia, denotando piora da situação da conta corrente com a fuga de capitais e conseqüentemente fragilização financeira externa com elevação da dependência do aporte financeiro externo; e para a Malásia observamos o efeito do contágio nos mesmos indicadores da Coreia, como também do indicador IND_2, o qual expressa a piora do nível de endividamento devido a saída dos recursos financeiros externos e aumento da necessidade do aporte de capital estrangeiro, conforme tabela 4.2.1.3. Portanto, a despeito do maior volume de investimento estrangeiro direto e dos superávits na balança comercial os países asiáticos, representados nesta amostra, demonstram que em momentos de crise financeira torna-se clara sua vulnerabilidade externa dada a volatilidade do capital estrangeiro investido nestas economias e a dependência dos mesmos para a contra de Transações Correntes, conforme gráficos 4.2.1.9, 4.2.1.10, 4.2.1.11, 4.2.1.12 e 4.2.1.13.

⁴⁹ Dívida Externa / Exportações (IND 1); Dívida Externa / PNB % (IND 2); Saldo Transações Corrente PIB ou PNB (IND 3); Saldo Transações Correntes / Exportações (IND 4); Estoque de Reservas Internacionais / Dívida Externa Total (IND 5); Estoque de Reservas Internacionais / Dívida Externa Total (IND 6).

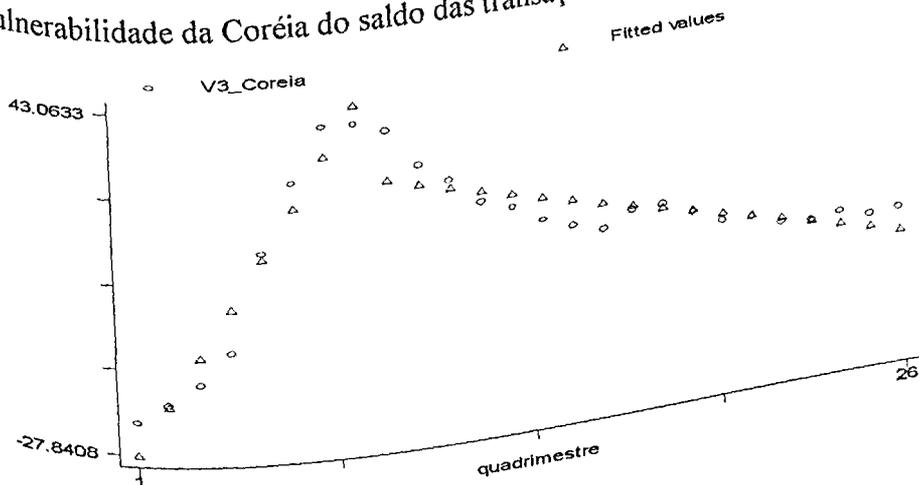
Gráfico 4.2.1.9 - Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Malásia de dívida externa sobre PNB- IND_2



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

O gráfico 4.2.1.9 apresenta a piora do indicador de vulnerabilidade de dívida externa sobre PNB, apresentando o contágio sobre a Malásia representado na elevação do endividamento desta economia, ao recorrer ao capital estrangeiro para sanar seus problemas de balanço de pagamentos apresentados na piora dos indicadores a seguir.

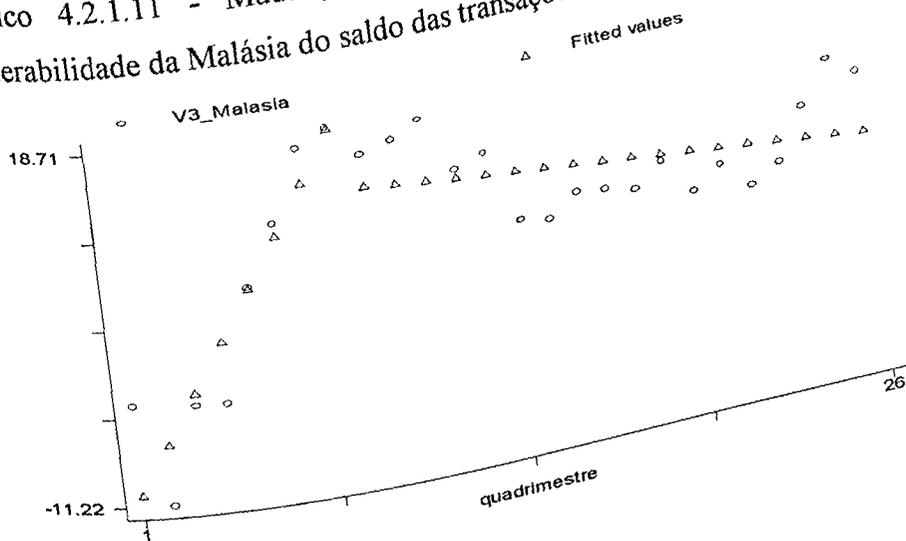
Gráfico 4.2.1.10 - Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Coreia do saldo das transações correntes sobre PNB - IND_3



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

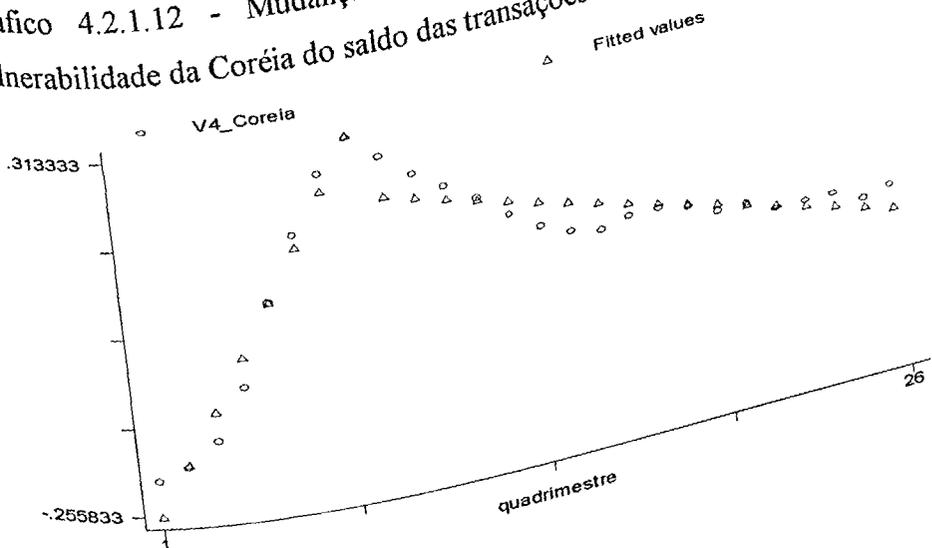
Conforme os gráfico 4.2.1.10 e 4.2.1.11, a fuga de capitais ocasionada pelo efeito contágio tanto sobre a Coreia como sobre a Malásia, ficam evidenciadas pela piora do indicador IND_3, que demonstra a fragilização da conta corrente.

Gráfico 4.2.1.11 - Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Malásia do saldo das transações correntes sobre PNB - IND_3



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Gráfico 4.2.1.12 - Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Coreia do saldo das transações correntes sobre exportações - IND_4

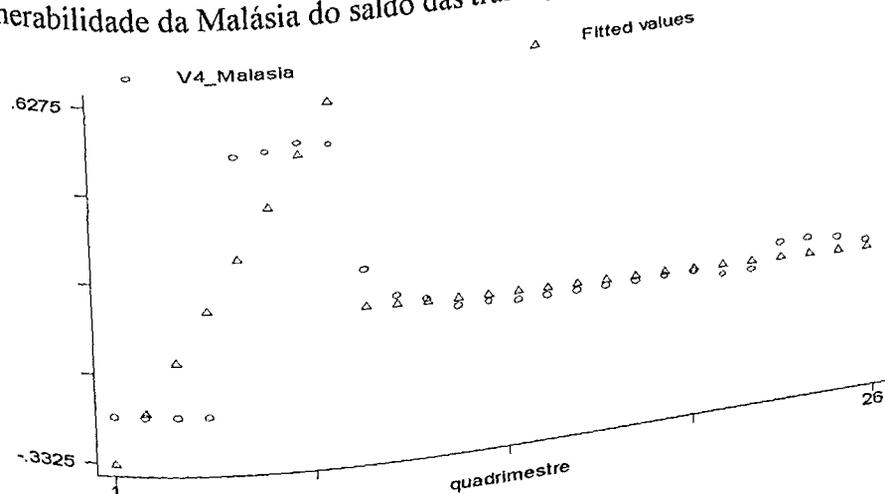


Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Ainda conforme os gráficos 4.2.1.12 e 4.2.1.13, podemos vislumbrar a quebra significativa tanto do nível como da inclinação da trajetória do indicador de saldo das transações correntes tanto para Coreia como para a Malásia (esta ainda com acentuadamente), denotando a piora do saldo da conta corrente como expressão da remessa de lucros e dividendos para o exterior, ou seja, expressando com vulnerabilidade externa destas economias, confrontadas como a crise financeira brasileira confirmam a hipótese da fragilização da conta corrente em face questionando assim a maior estabilidade associada.

este tipo de inversão. Pois como Malásia e Coréia buscaram a partir da crise da Ásia diminuir o grau de abertura e dar preferência ao investimento estrangeiro direto que traria um caráter de longo prazo e maior estabilidade financeira. A hipótese da fragilização da conta corrente dos países associada ao investimento estrangeiro direto parece conseguir assim uma confirmação quantitativa.

Gráfico 4.2.1.13 - Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Malásia do saldo das transações correntes sobre exportações - IND_4



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

4.2.2 ANÁLISE DO EFEITO CONTÁGIO DA CRISE DA ARGENTINA/2001-2 PARA PAÍSES EMERGENTES SELECIONADOS: BRASIL, MÉXICO, CHILE, CORÉIA E MALÁSIA.

Passaremos agora à análise do efeito contágio da crise da Argentina, ocorrida na virada de 2001 para 2002, sobre os países selecionados: Brasil, México, Chile, Coréia e Malásia. Novamente, buscaremos através da regressão do resultado da dummy, que implica a mudança de nível ou intercepto, vezes o produto, que significa a mudança de inclinação da reta, compreender o efeito sobre os indicadores de vulnerabilidade, do período de 1997 a 2003, trimestralmente agrupado, destes países para comprovar o efeito contágio das crises financeiras dada a vulnerabilidade externa das economias de nossa amostra. Especificamente focamos neste momento a crise financeira argentina que culmina na sua saída do sistema de *currency board*.

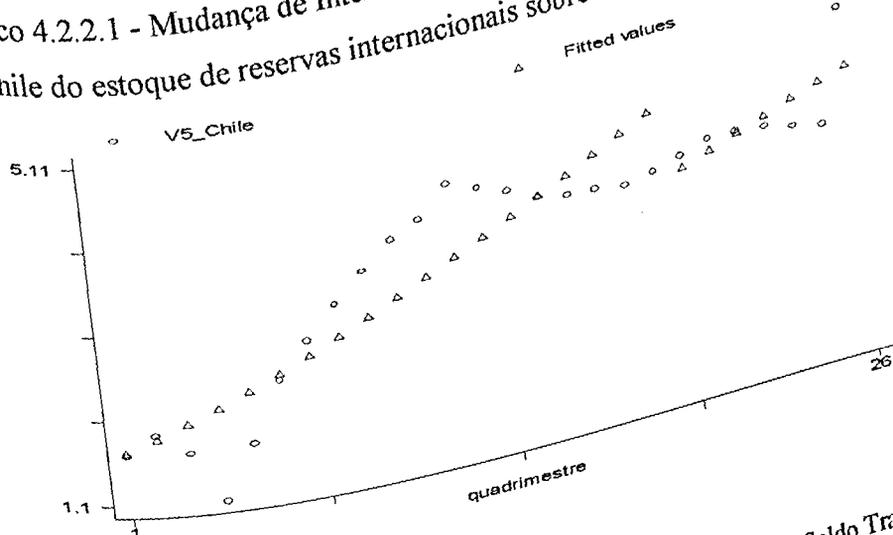
Tabela 4.2.2.1 – Valores da mudança de Nível e Inclinação das retas de cada série dos indicadores selecionados⁵⁰.

Indicadores	Chile		P > t dum	P > t prod	Brasil		P > t dum	P > t prod
	Nível	Inclinação			Nível	Inclinação		
IND_1	-2,2700	0,1015	0,0160	0,0130	3,2242	-0,1644	0,2400	0,1650
IND_2	5,0395	-0,1628	0,3870	0,5250	4,8502	-0,4731	0,7070	0,4090
IND_3	1,5439	-0,0711	0,6710	0,6580	-17,0812	0,8687	0,0000	0,0000
IND_4	0,0225	-0,0012	0,8920	0,8640	-1,2258	0,0628	0,0000	0,0000
IND_5	-0,0728	-0,0417	0,9760	0,6920	-2,8459	0,1748	0,1850	0,0700
IND_6	1,5288	-0,0955	0,1070	0,0260	-0,2745	0,0168	0,0920	0,0230

Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Conforme a tabela 4.2.2.1, podemos vislumbrar a ocorrência do efeito contágio sobre o Chile e o Brasil quando da crise da Argentina, e percebemos como o Chile foi afetado de forma mais discreta não apresentando grandes rupturas de nível ou de intercepto nas trajetórias de seus indicadores de vulnerabilidade externa, conforme podemos vislumbrar pelo IND_5, o mais vulnerável de todos os indicadores quando da crise do Brasil.

Gráfico 4.2.2.1 - Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade do Chile do estoque de reservas internacionais sobre exportações – IND_5

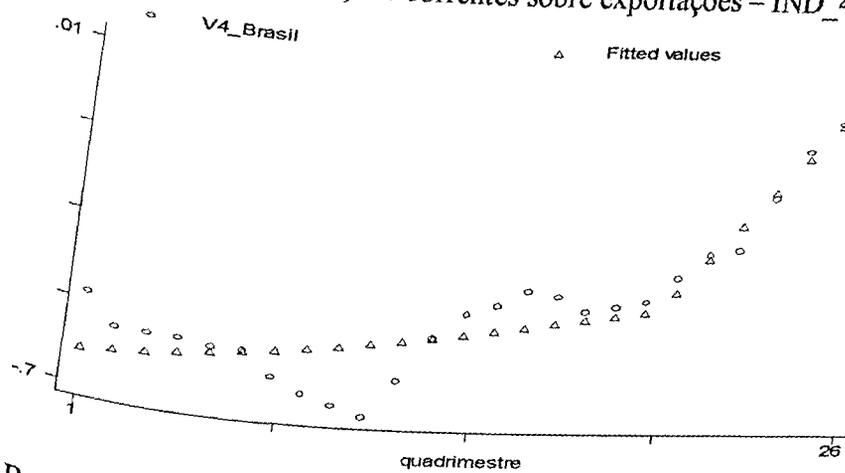


Fonte: Bancos Centrais e FMI.

⁵⁰ Dívida Externa / Exportações (IND 1); Dívida Externa / PNB % (IND 2); Saldo Transações Correntes / PIB ou PNB (IND 3); Saldo Transações Correntes / Exportações (IND 4); Estoque de Reservas Internacionais / Dívida Externa Total (IND 6).

Em contrapartida, o Brasil demonstrou o efeito do contágio expressivo nos indicadores IND_3 e IND_4 conforme tabela 4.2.2.1 e pelo gráfico 4.2.2.2, do segundo indicador. Representando o comprometimento do balanço de pagamentos, e em especial, da conta corrente dada a elevada transferência de recursos para o exterior, denotando a dependência do capital externo e a vulnerabilidade externa quando da eclosão de crises financeiras internacionais.

Gráfico 4.2.2.2 - Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade do Brasil do saldo de transações correntes sobre exportações – IND_4



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Tabela 4.2.1.2 - Valores da mudança de Nível e Inclinação das retas de cada série dos indicadores selecionados⁵¹.

Indicadores	Mexico			Coreia			Coreia	
	Nível	Inclinação	P > t dum	Nível	Inclinação	P > t dum	P > t prod	
IND_1	-0,9525	0,0519	0,0010	-0,8538	0,0374	0,0810	0,0750	
IND_2	-30,1813	1,4732	0,0010	22,9827	-0,2759	0,6330	0,8960	
IND_3	-3,8960	0,2439	0,1030	16,6757	-1,7316	0,8070	0,5670	
IND_4	-0,1559	0,0095	0,0630	0,1839	-0,0164	0,7350	0,4970	
IND_5	-0,2430	0,0134	0,0040	1,9805	-0,0840	0,0000	0,0000	
IND_6	0,0088	0,0004	0,8620	190,1325	-10,7247	0,3110	0,1990	

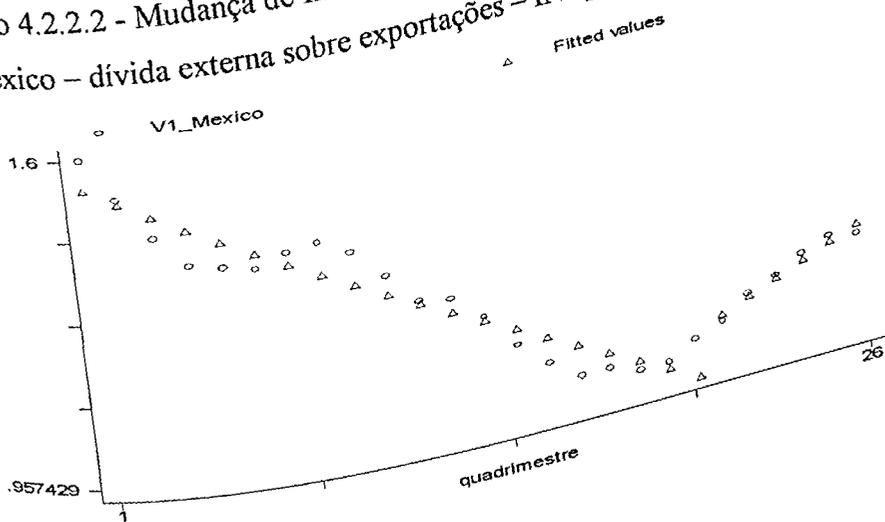
Fonte: Bancos Centrais e FMI.

⁵¹ Dívida Externa / Exportações (IND 1); Dívida Externa / PNB % (IND 2); Saldo Transações Correntes / PIB ou PNB (IND 3); Saldo Transações Correntes / Exportações (IND 4); Estoque de Reservas Internacionais / Exportações (IND 5); Estoque de Reservas Internacionais / Dívida Externa Total (IND 6).

Passando a análise agora para a tabela 4.2.2.2 observamos o impacto da crise Argentina sobre o México e Coréia, sob a hipótese de maior fragilização dos países latino-americanos do que dos asiáticos face ao contágio mais direto, mas ainda assim da existência do contágio para as economias emergentes da Ásia.

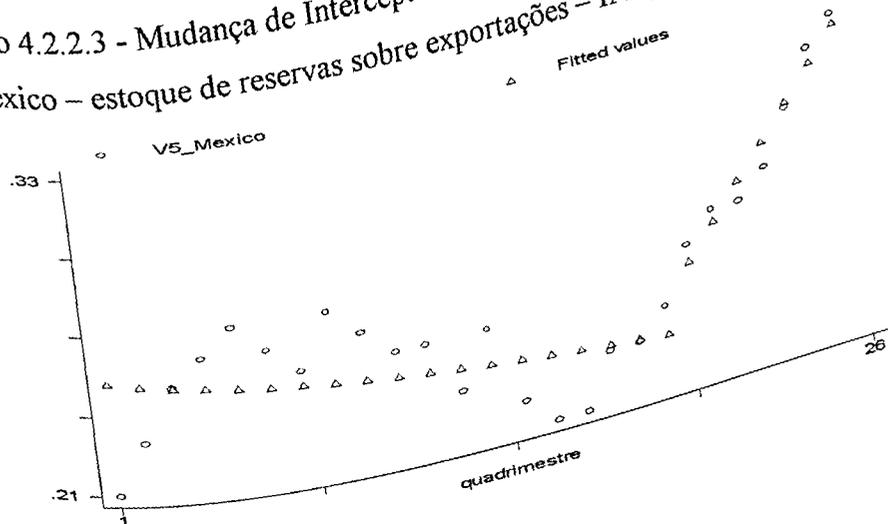
Com relação ao México percebemos o efeito contágio expresso nos indicadores – IND_1, IND_2 e IND_5 – conforme podemos verificar nos gráficos 4.2.2.3 e 4.2.2.4, denotando o impacto sofrido sob a capacidade de pagamento da dívida externa que fica seriamente comprometida no momento de eclosão da crise da Argentina.

Gráfico 4.2.2.2 - Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade do México – dívida externa sobre exportações – IND_1



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

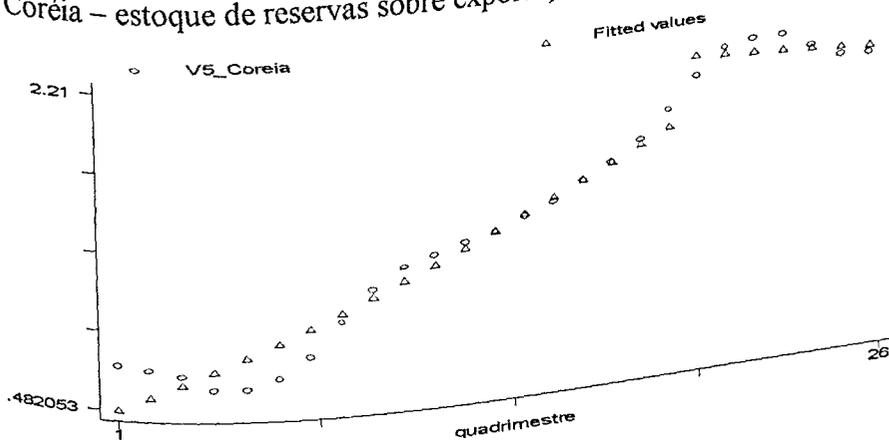
Gráfico 4.2.2.3 - Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade do México – estoque de reservas sobre exportações – IND_5



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

O impacto da crise da Argentina sobre a Coréia não produz quebra estrutural ou grande alteração da trajetória das séries, a não ser para indicador IND_5 – estoque de reservas sobre exportações – que indica a volatilidade do capital externo, sendo um indicador conjuntural que capta o contágio datado, conforme gráfico 4.2.2.4.

Gráfico 4.2.2.3 - Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Coréia – estoque de reservas sobre exportações – IND_5



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Tabela 4.2.1.3 - Valores da mudança de Nível e Inclinação das retas de cada série dos indicadores selecionados⁵².

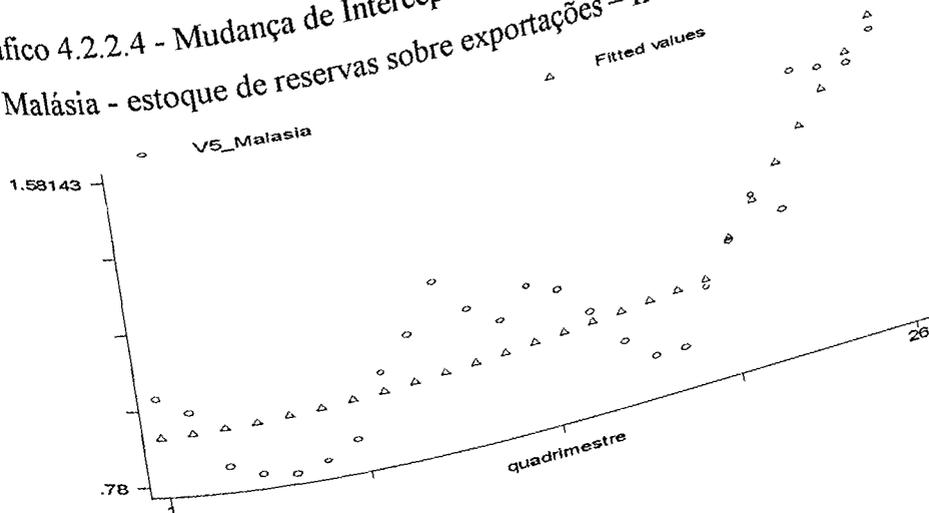
Indicadores	Malasia		P > t dum	P > t prod
	Nível	Inclinação		
IND_1	-0,0199	0,0049	0,9450	0,6930
IND_2	70,3659	-3,1947	0,5290	0,5170
IND_3	-24,9704	0,7572	0,4090	0,5690
IND_4	-0,2103	0,0066	0,8320	0,8800
IND_5	-1,3656	0,0724	0,0180	0,0060
IND_6	-0,6274	0,0291	0,0540	0,0440

Fonte: Bancos Centrais e FMI.

⁵² Dívida Externa / Exportações (IND 1); Dívida Externa / PNB % (IND 2); Saldo Transações Correntes / PIB ou PNB (IND 3); Saldo Transações Correntes / Exportações (IND 4); Estoque de Reservas Internacionais / Exportações (IND 5); Estoque de Reservas Internacionais / Dívida Externa Total (IND 6).

Como podemos observar pela tabela 4.2.1.3 o impacto da crise Argentina sobre a Malásia se faz sentir principalmente em termos do indicador IND_5 – estoque de reservas sobre exportações – capazes de captar a volatilidade do capital externo, como podemos verificar pelo gráfico 4.2.2.4.

Gráfico 4.2.2.4 - Mudança de Intercepto e Inclinação para o indicador de vulnerabilidade da Malásia - estoque de reservas sobre exportações – IND_5



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

4.3 ANÁLISE DESCRITIVA DAS SÉRIES DE INDICADORES DE VULNERABILIDADE PARA OS PAÍSES SELECIONADOS: BRASIL, ARGENTINA, MÉXICO, CHILE, COREIA E MALÁSIA.

Através da análise estatística descritiva das séries selecionadas poderemos comparar o comportamento dos indicadores de vulnerabilidade das economias escolhidas de forma a tirarmos algumas conclusões.

Iniciaremos nossa análise pela média das séries que nos permite estabelecer correlação de nível entre os indicadores além de vislumbrar o valor esperado das várias variáveis analisadas, nos possibilitando estabelecer uma expectativa.

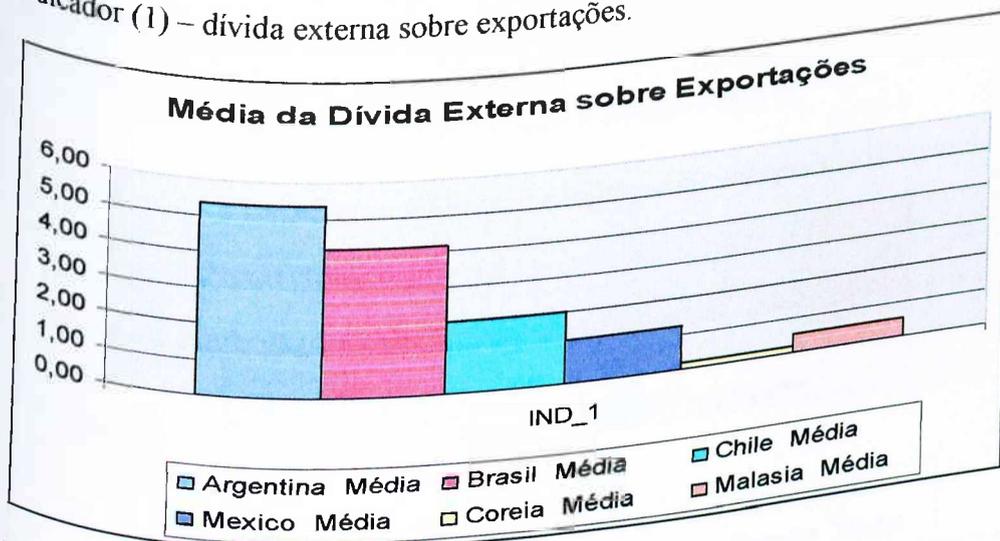
Tabela 4.3.1 – Cálculo de Estatísticas Descritivas de cada série dos indicadores selecionados⁵³ - Média.

Indicadores	Argentina Média	Brasil Média	Chile Média	Mexico Média	Coreia Média	Malasia Média
IND_1	5,3338	4,1608	1,9985	1,2188	0,1796	0,5208
IND_2	82,1615	37,7935	47,9227	31,9665	22,7923	202,5488
IND_3	-2,4931	-3,8008	-0,5035	-1,6077	10,7392	8,8888
IND_4	-0,2865	-0,4577	-0,0204	-0,0592	0,0742	0,0723
IND_5	0,7885	3,2923	3,3723	0,2542	1,4023	1,0681
IND_6	0,0908	0,2015	1,6596	0,2115	25,1627	0,5188

Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Conforme tabela 4.3.1, podemos vislumbrar como a média do indicador (1) – dívida externa sobre exportações - nos apresenta uma maior observação deste indicador para a Argentina seguida do Brasil, formulando a expectativa de maiores elevações do endividamento destes países frente ao volume de exportações em relação aos demais países emergentes, observado também pelo gráfico 4.3.1. Podemos ainda inferir destes dados como a média menos elevada da Coreia e em seguida da Malásia expressa menor nível de endividamento externo destas economias, e menor vulnerabilidade comparativa em relação à América Latina. E entre os países latino-americanos destacamos situações mais confortáveis do México e do Chile dados os elevados volumes de suas exportações.

Gráfico 4.3.1 – Análise estatística descritiva: média dos países selecionados para indicador (1) – dívida externa sobre exportações.



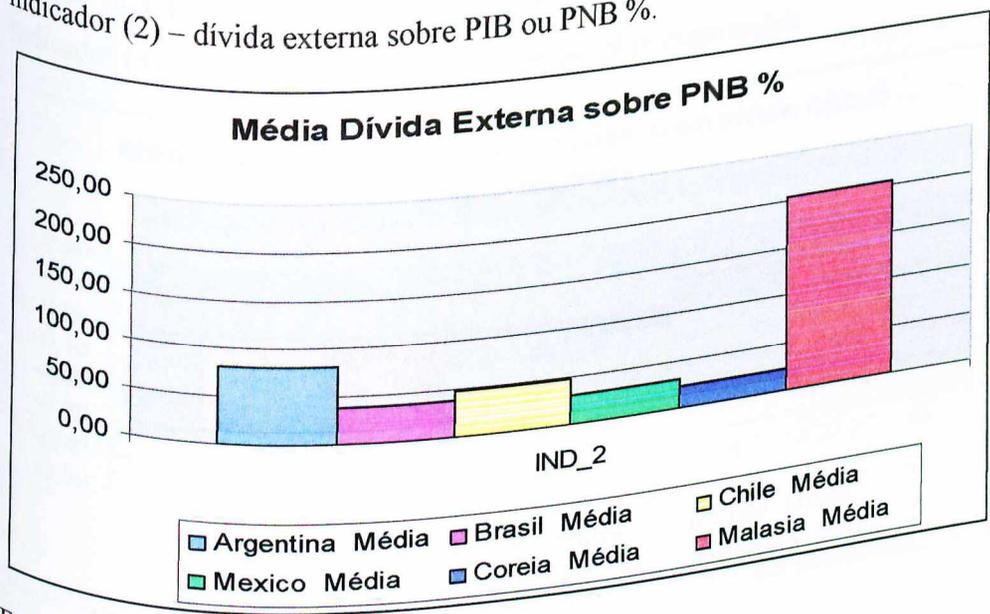
Fonte: Bancos Centrais e FMI.

⁵³ Dívida Externa / Exportações (IND 1); Dívida Externa / PNB % (IND 2); Saldo Transações Correntes / PIB ou PNB (IND 3); Saldo Transações Correntes / Exportações (IND 4); Estoque de Reservas Internacionais / Exportações (IND 5); Estoque de Reservas Internacionais / Dívida Externa Total (IND 6).

Como podemos verificar pelo gráfico 4.3.1, os países da América Latina apresentam uma maior proximidade de médias em duplas, o Mercosul representado pela Argentina e o Brasil, com médias muito elevadas reflexo de seu alto endividamento externo e baixa competitividade no comércio internacional durante boa parte do período analisado. Em contrapartida com melhores posicionamentos da dupla, México e Chile, dadas as altas exportações e com isso melhor controle do nível de endividamento. E no extremo, os países asiáticos em situação de baixa média de endividamento frente às suas exportações, precisando de um número reduzido de meses para pagar sua dívida externa.

Com relação ao indicador (2) – dívida externa sobre PIB ou PNB em % - a média apresenta a maior situação de insolvência da Malásia frente às demais economias, como podemos observar pelo gráfico 4.3.2, os demais países emergentes com exceção da Argentina, recém saída da crise financeira de 2001-2, apresentam médias próximas denotando um certo nivelamento deste indicador de vulnerabilidade, que implica a dependência de aporte externo, a fragilidade financeira externa. A Coreia destaca-se pela menor média exprimindo a sua menor fragilidade financeira externa, correlacionada ao crescimento do PNB, sendo a Coreia um dos tigres agentes do processo de internacionalização de capital e empresas para os dragões.

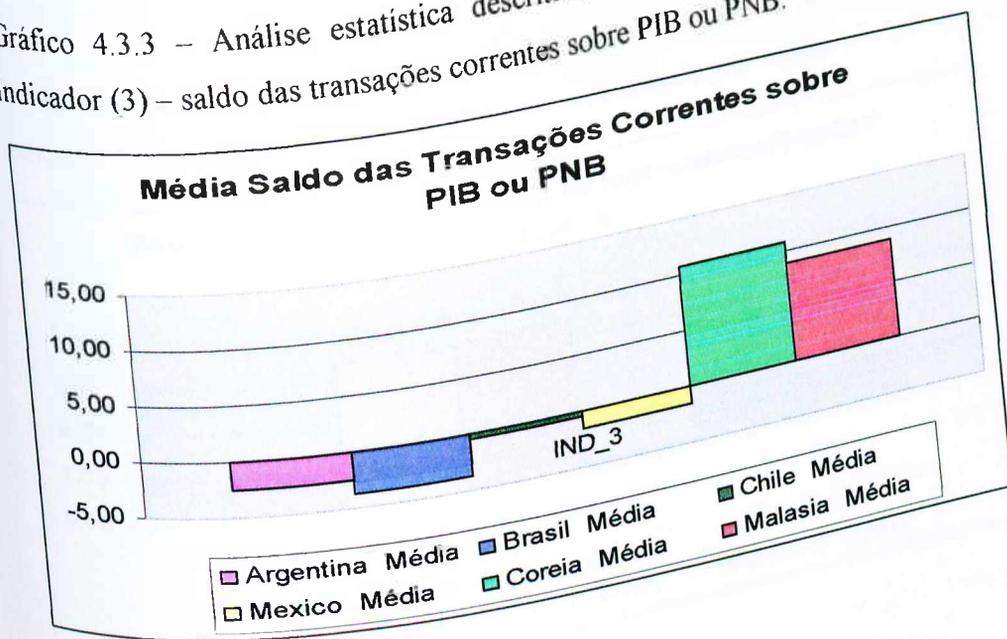
Gráfico 4.3.2 – Análise estatística descritiva: média dos países selecionados para indicador (2) – dívida externa sobre PIB ou PNB %.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

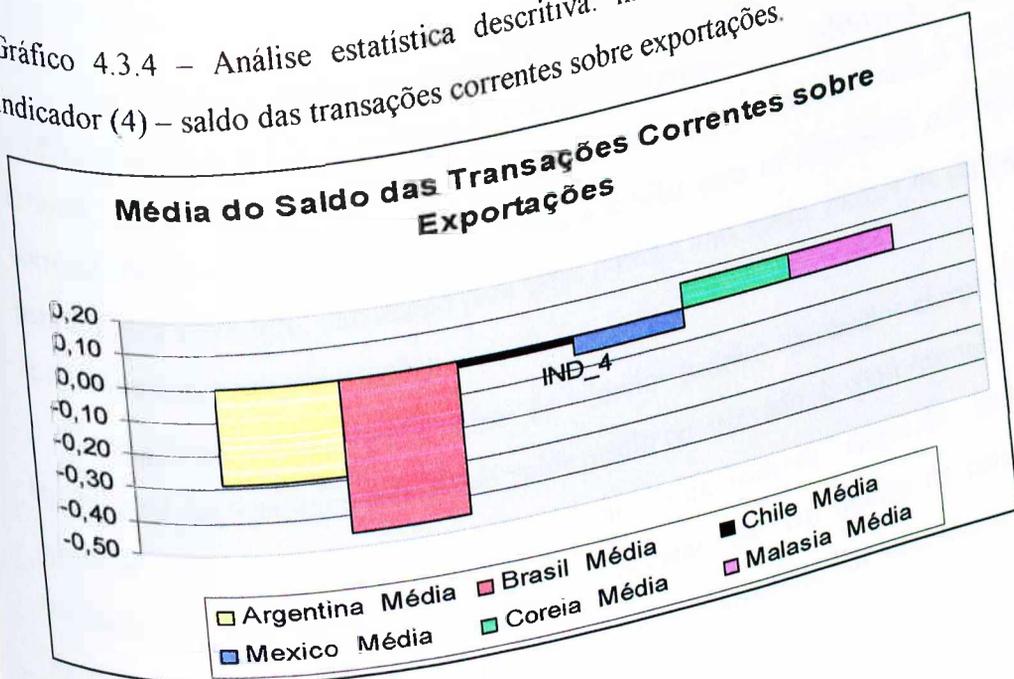
Já com relação ao indicador (3) – saldo das transações correntes sobre PIB ou PNB – conforme gráfico 4.3.3, abaixo, podemos visualizar como a situação da América Latina é bem pior na média do que das economias asiáticas que possuem uma melhor expectativa dados os valores históricos.

Gráfico 4.3.3 – Análise estatística descritiva: média dos países selecionados para indicador (3) – saldo das transações correntes sobre PIB ou PNB.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

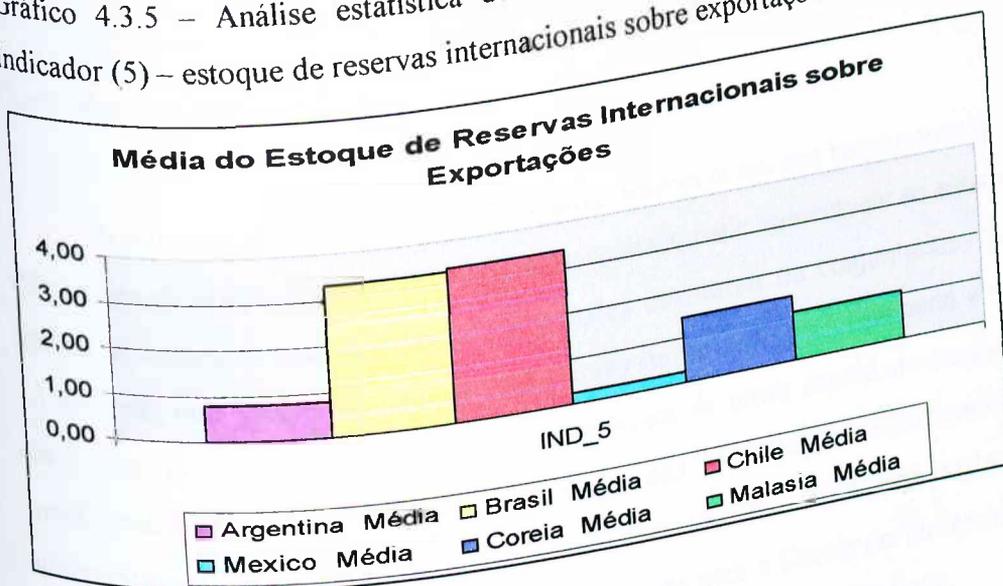
Gráfico 4.3.4 – Análise estatística descritiva: média dos países selecionados para indicador (4) – saldo das transações correntes sobre exportações.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Podemos observar pelo gráfico 4.3.3 e 4.3.4, a necessidade média de financiamento externo muito mais elevado na América Latina, dado as médias negativas, denotando transferência de recursos para o exterior, mas se trata de uma realidade que também se manifesta na Ásia dado os baixos valores médios do saldo das transações correntes frente às exportações.

Gráfico 4.3.5 – Análise estatística descritiva: média dos países selecionados para indicador (5) – estoque de reservas internacionais sobre exportações.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Em relação à média do estoque de reservas internacionais sobre exportações, conforme gráfico 4.3.5, é possível observar a expressão da volatilidade do capital externo, medindo as movimentações médias do balanço de pagamentos na conta corrente. Neste caso, verificamos uma média similar para as economias com exceção para o Brasil e o Chile, denotando para estes últimos uma média melhor de captação de aporte financeiro via exportações.

Passaremos agora a análise do desvio padrão, buscando compreender a volatilidade das séries em relação ao valor médio ou esperado. E conforme tabela 4.3.2, podemos observar que os desvios mais significativos enquanto indicadores correspondem aos de número (2) e (3), enquanto que em termos de país o mais significativo é o caso da Coreia, apresentando alta volatilidade nos indicadores (2), (3) e (6), mais especificamente.

Tabela 4.3.3 – Cálculo de Estatísticas Descritivas de cada série dos indicadores selecionados⁵⁴ - Coeficiente de Variação.

Indicadores	Argentina Coef. Var.	Brasil Coef. Var.	Chile Coef. Var.	Mexico Coef. Var.	Coreia Coef. Var.	Malasia Coef. Var.
IND_1	0,0857	0,1195	0,1414	0,1427	0,6286	0,1139
IND_2	0,1297	0,2438	0,1951	0,1684	1,0466	0,1178
IND_3	-1,0521	-0,3403	-1,6265	-0,9213	1,4810	0,8238
IND_4	-0,9819	-0,4004	-1,8744	-0,9320	1,7223	2,9166
IND_5	0,3143	0,2843	0,2962	0,1209	0,4102	0,2101
IND_6	0,2838	0,3287	0,2261	0,1792	1,8710	0,2292

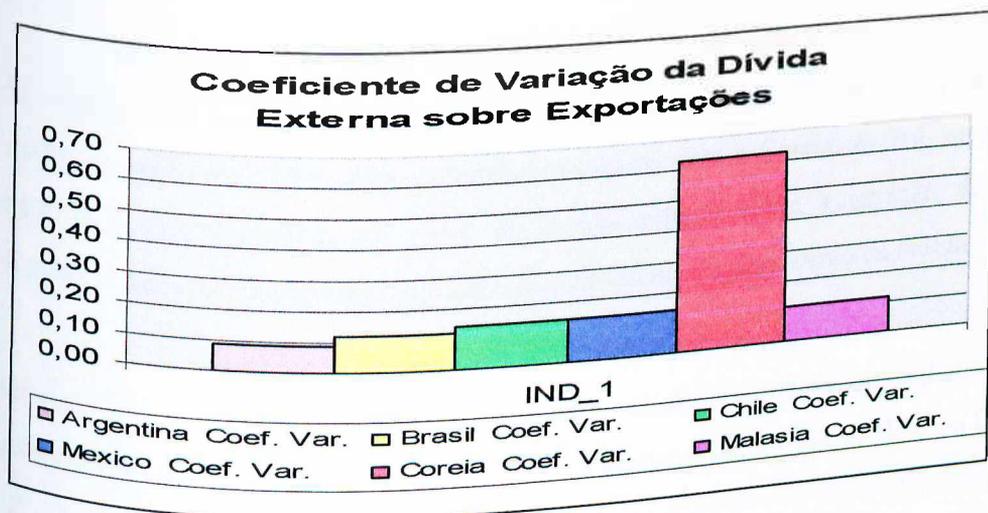
Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Passaremos a uma nova etapa da análise descritiva em que buscaremos revelar os indicadores de vulnerabilidade externa mais voláteis, mais vulneráveis ao estarem mais sujeitos a variações como resposta a alterações estruturais ou conjunturais. Na tabela 4.3.3, o país que apresenta maiores coeficientes de variação de forma geral é a Coreia, que a despeito de elevadas exportações e a busca de atrair capital de longo prazo – investimento estrangeiro direto – apresenta alta volatilidade e logicamente alta vulnerabilidade. A instabilidade das séries coreanas é curiosa haja vista, que os indicadores de vulnerabilidade per si são superiores para a Coreia do Sul em relação as demais economias da amostra: Brasil, Argentina, Chile, México e Malásia.

Além disso, curiosamente Brasil e Argentina apresentam coeficientes de variação menos acentuados, que denota menor instabilidade e volatilidade dos indicadores que precisam de maior equilíbrio e resistência a melhora de outros em caso de necessidade de variação como sinal de melhora, ou seja, queda da vulnerabilidade externa, via minimização da fragilidade financeira interna e externa.

Gráfico 4.3.9 – Análise estatística descritiva: coeficiente de variação das séries dos países selecionados para indicador (1) – dívida externa sobre exportações.

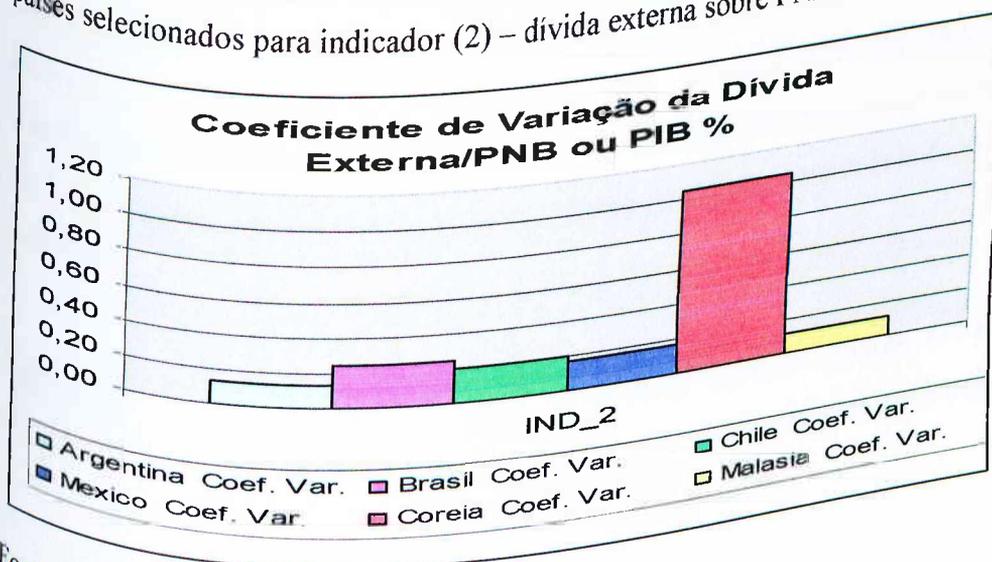
⁵⁴ Dívida Externa / Exportações (IND 1); Dívida Externa / PNB % (IND 2); Saldo Transações Correntes / PIB ou PNB (IND 3); Saldo Transações Correntes / Exportações (IND 4); Estoque de Reservas Internacionais / Exportações (IND 5); Estoque de Reservas Internacionais / Dívida Externa Total (IND 6).



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Analisando indicador por indicador, iniciemos como o indicador (1) – dívida externa sobre exportações – e podemos observar pelo gráfico 4.3.9, que com exceção da Coreia do Sul, a volatilidade do número de anos de exportação necessários para quitar o endividamento externo é similar para a amostra tanto de economias latino-americanas quanto asiáticas. No caso da Coreia do Sul a volatilidade maior do indicador (1) deve ser correlacionada a taxa de crescimento desta série que implica melhora da capacidade de geração de riqueza via exportações, levando a analisar que a despeito da melhora da capacidade de solvência, esta é instável e volátil.

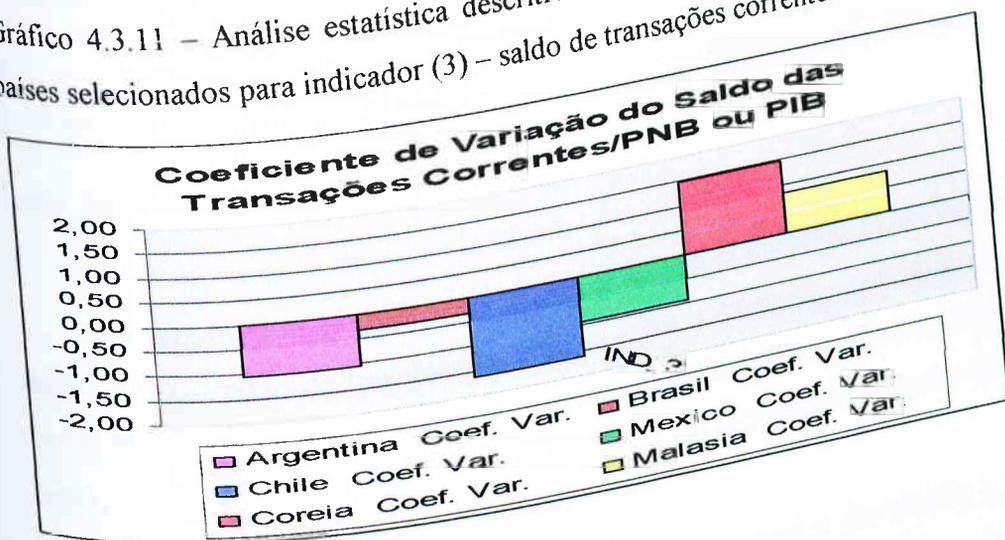
Gráfico 4.3.10 – Análise estatística descritiva: coeficiente de variação das séries dos países selecionados para indicador (2) – dívida externa sobre PNB ou PIB em %.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

A análise de volatilidade do indicador (2) – dívida externa sobre PNB ou PIB em % - expõe uma similaridade do comportamento para a maioria dos países da amostra, conforme gráfico 4.3.10, com exceção novamente para a Coreia do Sul, que exprime uma maior variabilidade do valor da dívida externa sobre a geração de riqueza, denotando uma acentuada instabilidade na capacidade de pagamento da dívida.

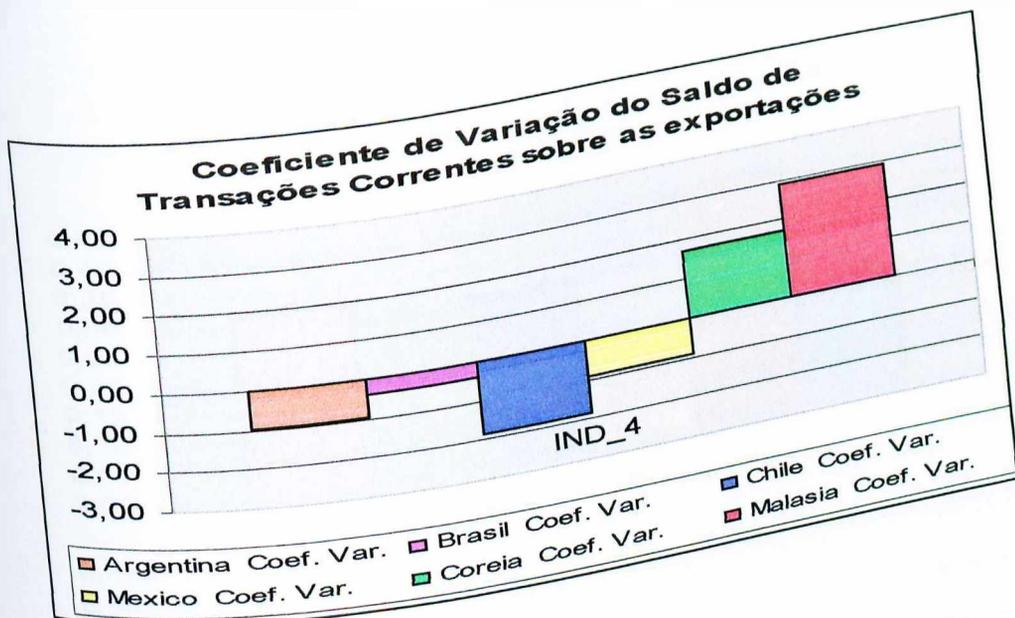
Gráfico 4.3.11 – Análise estatística descritiva: coeficiente de variação das séries dos países selecionados para indicador (3) – saldo de transações correntes / PIB ou PNB.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Enquanto os países latino-americanos apresentam uma maior necessidade de financiamento externo, os países asiáticos apresentam melhora de sua capitalização, conforme gráfico 4.1.4, percebemos pelo gráfico 4.3.11 que a volatilidade deste indicador é semelhante para essas economias, demonstrando ser significativa a volatilidade deste indicador que capta as movimentações de curto prazo nas transações correntes. Sendo o Brasil o país que parece apresentar menor volatilidade da evolução do indicador.

Gráfico 4.3.12 – Análise estatística descritiva: coeficiente de variação das séries dos países selecionados para indicador (4) – saldo de transações correntes sobre exportações.

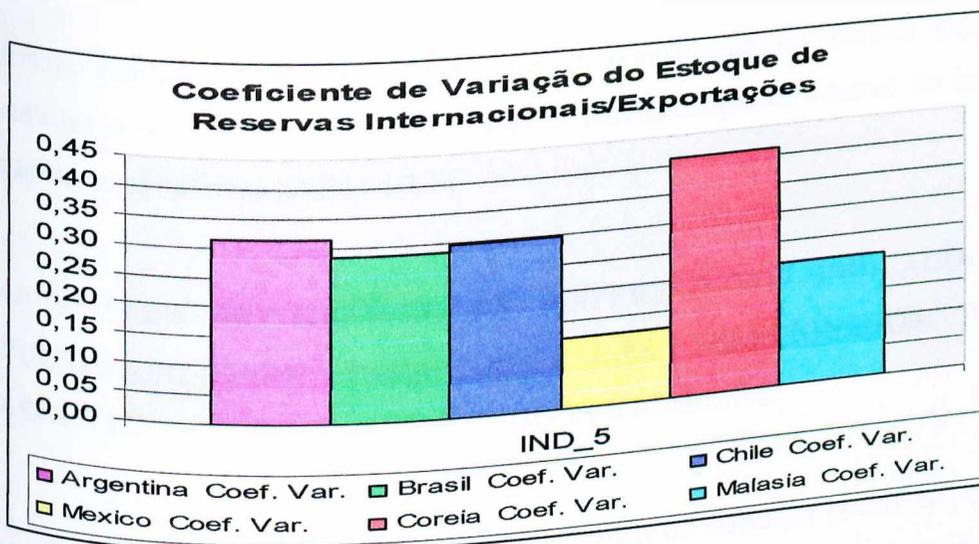


Fonte: Bancos Centrais e FMI.

De acordo com o gráfico 4.3.12, a análise do coeficiente de variação para o indicador (4) – saldo de transações correntes sobre exportações – é bastante similar. Com o Brasil apresentando a menor volatilidade da série e no outro extremo não a Coreia, mas outro país asiático descrevendo maior instabilidade da variação do fluxo de capitais no curto prazo.

Como o indicador (5) expressa a situação conjuntural da entrada e saída de capital estrangeiro no país, uma maior variação ou volatilidade expressa uma maior instabilidade do fluxo de capitais, e como podemos perceber pelo gráfico 4.3.13, os países representantes da América Latina se mantêm quase o mesmo nível de variação, com exceção do México que demonstra melhor estabilidade da evolução deste indicador.

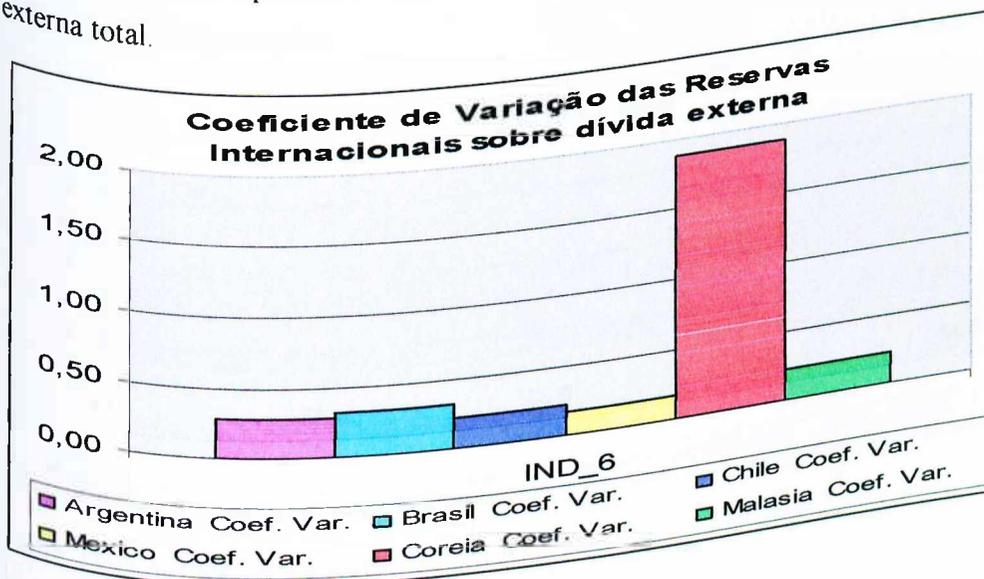
Gráfico 4.3.13 – Análise estatística descritiva: coeficiente de variação das séries dos países selecionados para indicador (5) – estoque de reservas internacionais sobre exportações.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Em contraste, temos um quadro de diferenças significativas entre Coréia do Sul e Malásia, onde a Coréia apresenta uma mais elevada volatilidade do fluxo de capitais, que pode ser entendido como devido a maior regulamentação da abertura financeira na Malásia no período analisado.

Gráfico 4.3.14 – Análise estatística descritiva: coeficiente de variação das séries dos países selecionados para indicador (6) – estoque de reservas internacionais sobre dívida externa total.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Por fim, analisaremos o indicador (6) – estoque de reservas internacionais sobre dívida externa total – que conforme o gráfico 4.3.14. Sendo o indicador (6) expressão da volatilidade do capital externo, podemos perceber como o nível de instabilidade do fluxo

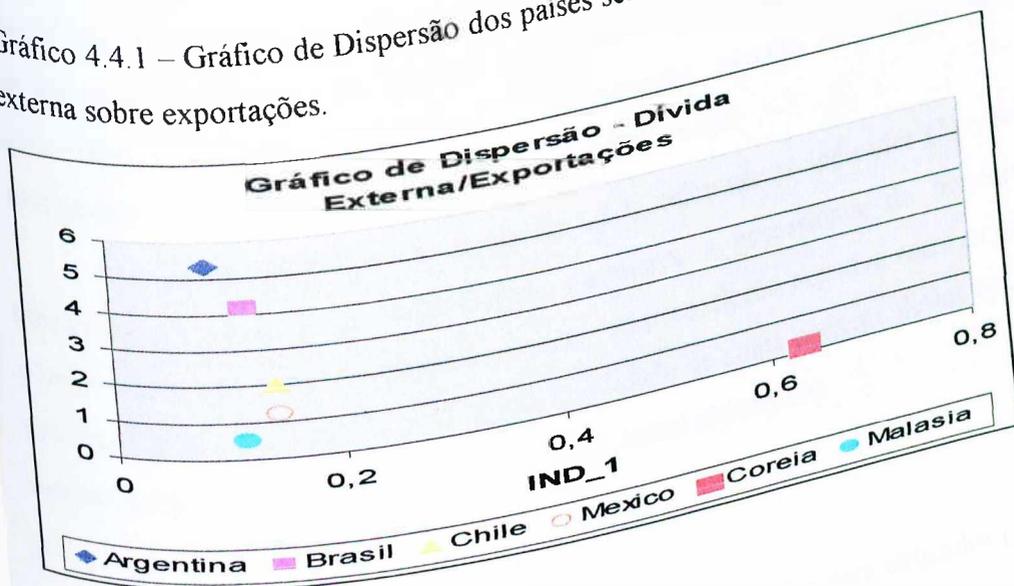
é muito similar entre os países emergentes latino-americanos ou asiáticos, mas é mister ressaltar o elevado grau de volatilidade da movimentação da reserva do balanço de pagamento, conforme gráfico 4.3.14.

4.4 ANÁLISE DO GRÁFICO DE DISPERSÃO DOS INDICADORES DE VULNERABILIDADE PARA OS PAÍSES SELECIONADOS: BRASIL, ARGENTINA, MÉXICO, CHILE, COREIA E MALÁSIA.

Através da construção e análise do gráfico de dispersão poderemos detectar a correlação de cada um dos indicadores para o grupo de países, ou do grupo de países e os respectivos graus de volatilidade e vulnerabilidade, procurando estabelecer se existe ou não relações lineares fortes positivas ou negativas, ou se as variáveis não são correlacionadas.

O gráfico de dispersão será por indicador para o grupo de países selecionados tendo como Y a média das séries dos indicadores de vulnerabilidade, enquanto X representa o coeficiente de variação.

Gráfico 4.4.1 – Gráfico de Dispersão dos países selecionados para indicador (1) – dívida externa sobre exportações.

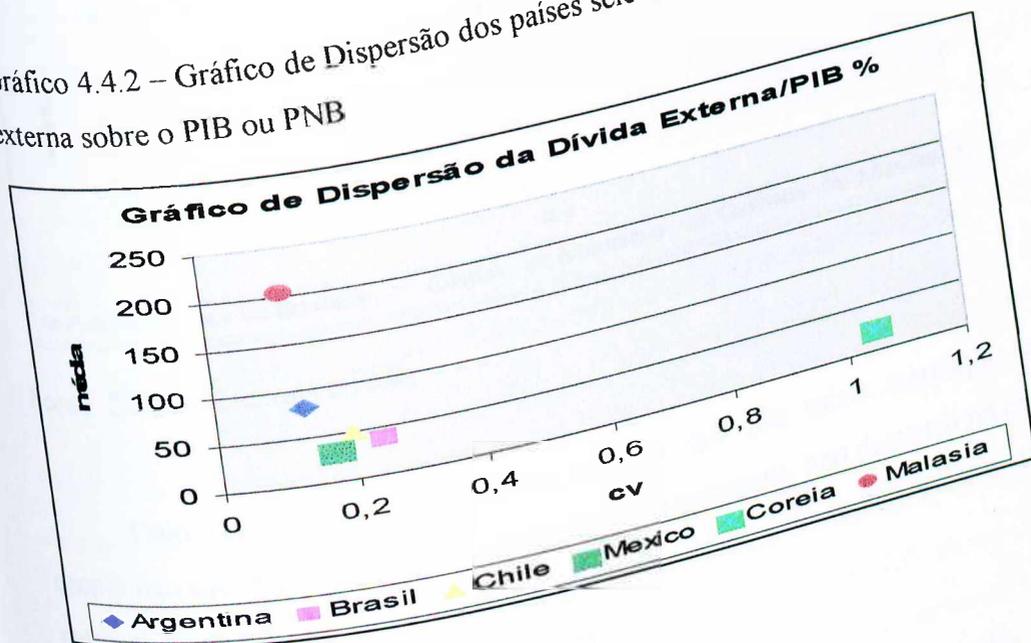


Fonte: Bancos Centrais e FMI.

O gráfico 4.4.1 de dispersão para o indicador (1) – dívida externa sobre exportações denota a existência de correlação negativa entre os países da amostra, com exceção da Coreia do Sul. E descreve uma tendência de decréscimo do número de anos

de exportação para pagamento da dívida externa, expressando correlação entre os emergentes latino-americanos e asiáticos, representados pela Malásia.

Gráfico 4.4.2 – Gráfico de Dispersão dos países selecionados para indicador (2) – dívida externa sobre o PIB ou PNB

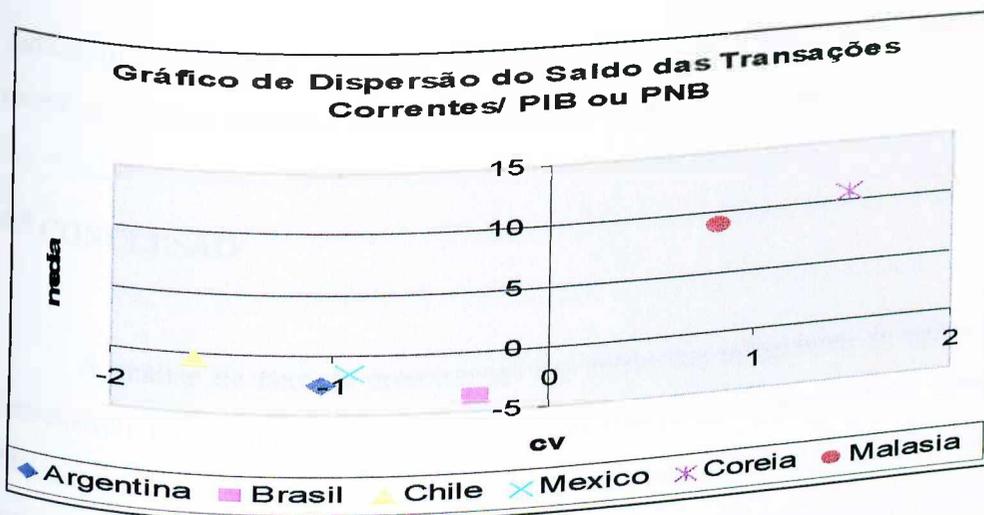


Fonte: Bancos Centrais e FMI.

O gráfico 4.4.2, corrobora a tendência de correlação da Malásia, Argentina, Brasil, Chile e México, e a não correlação com a Coreia. Apresentando uma tendência de correlação negativa que implica um aumento da dívida externa em relação a capacidade interna dos países de gerarem riquezas, estando este grupo de países emergentes correlacionados de acordo com o gráfico 4.4.2.

Já a análise do gráfico de dispersão 4.4.3., referente ao indicador (3) – saldo de transações correntes sobre exportações, representa a necessidade de financiamento externo suportada pelas exportações, e expõe uma correlação negativa entre os países da América Latina, que implica uma maior fragilidade da conta corrente destas economias correspondendo a uma maior dependência do capital estrangeiro.

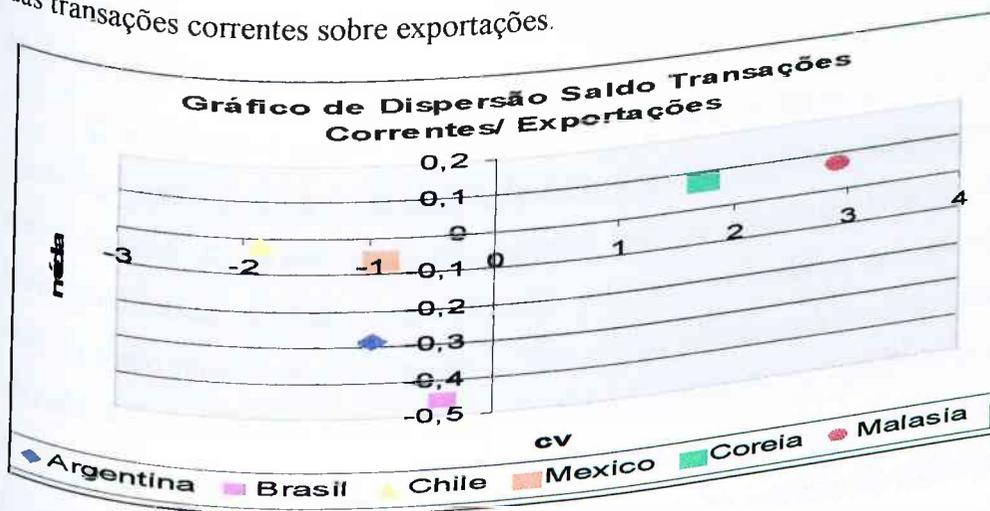
Gráfico 4.4.3 – Gráfico de Dispersão dos países selecionados para indicador (3) – das transações correntes sobre PIB ou PNB.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Com relação à Ásia, podemos verificar que não existe correlação entre as economias aqui representadas e os países latino-americanos, mas demonstram correlação entre si positiva, que exprime uma menor dependência do capital externo dado uma maior entrada de recursos via exportações.

Gráfico 4.4.4 – Gráfico de Dispersão dos países selecionados para indicador (4) – saldo das transações correntes sobre exportações.



Fonte: Bancos Centrais e FMI.

Com relação ao indicador (4) – saldo das transações correntes sobre exportações – é possível confirmar as análises de não correlação entre os países latino-americanos e asiáticos como podemos verificar pelo gráfico 4.4.4, onde podemos também observar o a correlação negativa entre os países latino-americanos, denotando piora do grau de

vulnerabilidade externa expressa no saldo negativo das transações correntes. E com relação aos países asiáticos não parece existir correlação entre estes.

4.5 CONCLUSÃO

A análise da taxa de crescimento das séries dos indicadores de vulnerabilidade demonstrou um menor crescimento dos indicadores de vulnerabilidade externa para Malásia e Coréia, descrevendo uma posição de liquidez bastante superior a dos países latino-americanos estudados, com exceção do Chile. Quanto à capacidade de solvência o resultado não é diferente, com Coréia e Malásia apresentando crescimento de sua capacidade de geração de riqueza via exportação, queda da proporção da dívida externa frente a geração de riqueza de suas economias, em contraste com os demais países latino-americanos que apresentam elevação de seu endividamento externo frente a geração de riqueza e a exportação, denotando maior crescimento da situação de insolvência. Em relação os indicadores relativos ao saldo das transações correntes o Brasil apresentou a maior necessidade de financiamento externo enquanto a Coréia a menor; resultado corroborado pela análise descritiva das séries de vulnerabilidade, onde podemos destacar ainda a indicação de maior volatilidade das séries dos países latino-americanos frente aos asiáticos.

Com relação à análise do efeito contágio da crise do Brasil de 1999 foi possível confirmar então como a vulnerabilidade externa destas economias emergentes leva ao efeito dominó. Conforme pudemos observar tanto as economias asiáticas quanto as latino-americanas demonstraram impacto em seus indicadores de vulnerabilidade externa como reflexo da crise brasileira. Tanto foram afetados por serem economias com elevada vulnerabilidade externa como as latino-americanas ou significativa como as asiáticas, quanto sofreram o impacto da piora destes indicadores, na medida em que a situação de fragilidade piora nestes períodos, levando ao aumento do endividamento e falta de liquidez. Diferentemente, a crise da Argentina afetou de forma mais significativa o Brasil, e mais suave o Chile, sendo que não produz nenhuma quebra estrutural sobre a Coréia ou a Malásia, o que significa que em 2002 não encontramos evidência do efeito contágio nas economias selecionadas da Ásia.

Por fim, a análise do gráfico de dispersão dos indicadores de vulnerabilidade confirma as demais análises ao apresentar baixa correlação entre os países latino-

americanos e asiáticos, mas de alta correlação entre os latino-americanos ao apresentar piora do grau de vulnerabilidade externa como também aparecem correlacionados os países asiáticos ao descreverem menor fragilidade externa.

CONCLUSÕES

Iniciamos nosso estudo com a análise do referencial teórico do debate sobre a liberalização financeira e seus impactos sobre o desenvolvimento econômico. De um lado a teoria *mainstream* do paradigma da repressão financeira bem como seus seguidores e revisores ortodoxos com suas justificativas para a abertura externa e, de outro, as abordagens alternativas, entre elas a da hipótese da vulnerabilidade externa, fundamentada teoricamente em Minsky e Kregel, tendo sido estruturada por Carcanholo (2002) e Carcanholo e Páschoa (2004).

A liberalização financeira proposta pela reforma neoliberal tem sido caracterizada pela abertura da conta capital e remoção das políticas de repressão financeira e restrições a propriedade do capital estrangeiro, sendo apregoado pelos ortodoxos efeitos positivos sobre a taxa de crescimento das economias alcançados mediante uma melhor alocação de recursos financeiros.

Nesse pano de fundo, a América Latina, no começo dos anos 70, se engaja no processo de liberalização, como no caso do Chile, não obtendo contudo o sucesso esperado. Sob discussões revisionistas que buscavam no processo das reformas e não nelas mesmas a causa do insucesso, a década de 90 foi palco de novo engajamento dos países latino-americanos na estratégia liberalizante, bem como dos países emergentes asiáticos. Agora sob hipóteses de uma implementação com mecanismos de regulamentação e supervisão, numa reforma das reformas, como as hipóteses de seqüência ótima de abertura, seguida pelo revisionismo do Consenso de Washington, perpassando por paradigmas como da economia da informação.

Na América Latina e Ásia presenciamos, principalmente a partir da década de 90, conforme capítulo 2 demonstra, o desaparecimento das características ativas do Estado como coordenador do processo de desenvolvimento das economias emergentes com a perda de sua capacidade de intervenção, significando a submissão da economia às forças de mercado.

Porém o resultado muito diferiu do esperado espetáculo de crescimento apregoado pelos defensores das reformas neoliberais. Com a abertura externa elevou-se a entrada de capital externo sobrevalorizando a moeda doméstica, o que deprimiu as exportações e elevou as importações, com entrada de mercadorias que passam a competir com produtos locais, desanimando o investidor interno e gerando a aniquilação de empresas domésticas, desse modo, impactando negativamente sobre a capacidade de pagamento da dívida externa, ao mesmo tempo em que aumentou a

necessidade de capital externo, o que gerou um sobre-endividamento e uma fragilização destas economias. A vulnerabilidade externa destas economias emergentes se confirma ainda mais, na medida em que dado este quadro de fragilidade externa seus problemas domésticos, em momentos de dificuldade financeira, são convertidos em crises financeiras gerais via fenômeno do contágio.

Esse aumento da vulnerabilidade externa e a maior susceptibilidade à crises financeiras globais via contágio, gera efeitos nocivos ao crescimento e ao desenvolvimento econômico dos países emergentes, como os dados da análise do balanço de pagamentos do capítulo 3, assim como as análises qualitativas, bem como as análises econométricas do capítulo 4 demonstram, nos levando a refutar as reformas neoliberais e seus revisionismos e, abraçar a hipótese da vulnerabilidade externa desenvolvida por Carcanholo (2002) e Carcanholo e Páschoa (2004) que é confirmada pelas várias análises apreendidas neste trabalho.

No processo de confirmação da hipótese de vulnerabilidade externa passamos para a análise no capítulo 2 da compreensão do processo de liberalização de economias representativas dos mercados emergentes, como Brasil, Argentina, Chile e México, como referenciais das economias latino-americanas, e Coréia do Sul e Malásia, como mercados representativos dos tigres e dragões asiáticos. Os dados apresentam como o processo de liberalização destas economias se configurou numa retomada do acesso ao capital estrangeiro, na expectativa de que os investimentos diretos e os fluxos de portfólio pudessem financiar tanto o déficit em conta corrente com a expansão econômica das referidas economias.

Contudo, nossa análise apresentou como a América Latina se restringiu a uma região pouco dinamizada e com baixas taxas de crescimento, com exceção do Chile que impoz medidas como o *encaje*, como forma de minimizar os efeitos negativos do excesso de capital e evitar a falta do mesmo frente à vulnerabilidade das economias. Da mesma forma como ocorre a fragilização das economias da Ásia dada à abertura externa que culmina no crash de 1997, quando estas economias passam a redefinir o processo de liberalização financeira voltando a apresentar crescimento econômico. Nosso estudo apresentou neste sentido como a Coréia do Sul e a Malásia diferentemente do Brasil e outras economias latino-americanas, apresentaram maior presença de investimentos diretos externos e maior crescimento das exportações, com menor grau de endividamento externo. Deste modo, demonstramos a evolução da fragilidade financeira

externa das economias latino-americanas, acompanhadas até o crash de 1997, a deflagração da crise de financiamento da Ásia, pelos países asiáticos; passando porém, essa fragilidade a declinar para as economias asiáticas a partir de então, diferentemente das economias latinas que só demonstram alguma melhora recentemente.

No capítulo 3 nossos dados continuaram a confirmar a hipótese da vulnerabilidade externa, apresentando contudo a heterogeneidade do crescimento da mesma, no que se refere as economias latino-americanas e asiáticas. Pudemos apreender como os indicadores de vulnerabilidade e fragilidade externa dos países asiáticos, Coreia do Sul e Malásia, se apresentam claramente inferiores aos dos países latino-americanos, reforçando a hipótese das diferenças estruturais e de condução macroeconômica destas economias emergentes.

A elevação dos indicadores de vulnerabilidade externa para os países latino-americanos contrastando com os países asiáticos pós choque de 1997, confirma os aspectos nocivos do *approach neoliberal*, seguido fielmente pelas primeiras economias, confirmando a fragilização das economias emergentes que optam pela liberalização financeira externa deteriorando a sua capacidade de responder a choques externos, isto é, a mudanças abruptas na direção do fluxo de capitais externos, como comprovamos pela piora dos indicadores de vulnerabilidade externa nos momentos das várias crises financeiras da década de 90, para a América-Latina em relação a todas as crises, como menor impacto para México e Chile, em relação a crise da Argentina, e para a Ásia somente até o *crash* de 1997, revertendo-se a partir de então.

O capítulo da análise econométrica das séries dos indicadores de vulnerabilidade fecha nossa análise reforçando a análise qualitativa do capítulo anterior, comprovando o perigo das finanças especulativas e mesmo do investimento direto para as economias emergentes, dadas a desestabilização financeira que provoca além da queda da liquidez e solvabilidade em momentos de crise financeira, a qual se vê generalizada pelo efeito contágio.

Os dados levantados e analisados sugerem então, a confirmação da inter-relação entre a fragilidade financeira externa das economias emergentes e sua vulnerabilidade externa, altamente incompatível com o caráter volátil dos fluxos de capitais mundiais, levando na década de 90, a reação de sensibilidade dos mercados financeiros frente às fragilidades estruturais destas economias, gerando desconfiança do capital estrangeiro e fugas de capitais. Essa elevação da vulnerabilidade externa está associada a maciças

entradas de capitais na década de 90, que gera sobre-valorização cambial, afetando por sua vez, o balanço de pagamento destas economias, levando a fragilidade financeira externa e fragilização doméstica, resultando em desconfiança mundial e em crises financeiras graves e contágio das economias igualmente fragilizadas. Estas análises mais uma vez sugerem a constatação do *approach* da vulnerabilidade externa desenvolvida por Carcanholo (2002) e Carcanholo e Páschoa (2004).

É possível ainda, inferir que a vulnerabilidade externa se configura para as economias emergentes numa inviabilidade estrutural externa, delineada pela elevação do endividamento destes países que se acentua ao longo da década de 90. Porém, cabe ressaltar que as economias asiáticas apresentam menor nível comparativo de endividamento resultando em um menor grau de fragilidade externa, a qual reverte-se ainda mais partir do *crash* de 1997, configurando uma inviabilidade estrutural sensivelmente maior para os latino-americanos.

Contudo se faz necessário ressaltar que ambos os indicadores relativos a transações correntes demonstram piora do desempenho para os países asiáticos e para o Chile, no início deste século, sugerindo que o fato destas economias serem grandes captadoras de investimento estrangeiro direto, tido como mais estável, não deixa de fragilizar o balanço de pagamento via conta corrente, com a remessa de lucros e dividendos, além da facilidade de desinvestimento do capital estrangeiro via mercado acionário, por exemplo. Dado que confirma as análises apresentadas por Kregel de que também o investimento estrangeiro direto pode gerar saídas de capital frente a qualquer fragilização da economia, inerente a própria característica de um maior risco do IDE para o investidor estrangeiro, que só investe esperando alto retorno, altamente oneroso para os países emergentes, que pagam caro pelo capital que atraem, além de que quando esta expectativa é afetada negativamente gerará fuga de capitais da mesma forma que o investimento de curto prazo.

Por fim, os dados sugerem que a realidade dos países asiáticos com a liberalização financeira, dados os arranjos institucionais específicos, apresenta resultados heterogêneos quando comparados aos países emergentes latino-americanos. E isto ainda mais especificamente a partir da crise da Ásia em 1997, quando esta passa a adotar medidas de controle dos fluxos de capitais de modo a diminuir sua volatilidade, passando então as economias da região, aqui representadas pela Coreia do Sul e Malásia, a apresentar uma melhora da capacidade de solvência e de liquidez, fruto da queda de

seu endividamento externo e crescimento das exportações, associada à queda da fragilidade externa que uma redução do grau de abertura financeira destas economias propiciou. O que contrasta com a situação dos países latino-americanos como os dados e análises deste estudo indicam. Fatores magnificados pelo tipo de regimes de política de controle de capitais estrangeiros, os filtros da entrada de recursos, os quais selecionam os tipos de capitais que adentram o país. No caso da América Latina, estes fatores são agravantes, uma vez que a maioria destes, com exceção do Chile, adotaram na década de 90, sem reversão como no caso asiático, políticas de conta capital altamente liberais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACEMOGLU, D., JOHNSON, S., ROBINSON, J and THACHAROEN, Y. (2002). *Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crises and Growth*, unpublished, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, MA.
- ALMEIDA, N.F. (2003). *O Desenvolvimento da América Latina na Perspectiva da CEPAL dos Anos 1990: correção de rumos ou mudança de concepção*. Em: Ferraz, J.C, Crocco, M e Elias, L.A. (orgs). *Liberalização Econômica e Desenvolvimento*. São Paulo, Futura.
- AKYUZ, Y. (1991). *Comércio y Finanzas: Disyuntivas del Ajuste Estructural*. Conferência de Las Naciones Unidas sobre o Comércio, UNCTAD, Ginebra.
- AKYUZ, Y. (1994). *Libéralisation Financière: Mythes et Réalités*. *Revue Tiers Monde*, t. XXXV, n° 139, Julho-Setembro, pp.521-611.
- ALDRIGHI, D. M. (1997). *Financiamento e desenvolvimento econômico: teorias e experiências coreana*. São Paulo: IPE/USP.
- ARETA, C., EICHENGREEN, B. and WYPLOSZ, C. (2001). *When Does Capital Account Liberalization Help More Than It Hurts?*, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Papers, n° 8414. Cambridge, MA.
- ARIYOSHI, A., HABERMEIER, K., LAURENS, B., ÓTKER-ROBE, I., CANALES-KRILJENKO, J.I. and KIRILENKO, A. (2000). *Capital Controls: Countries Experiences with the Use and Liberalization*. IMF Occasional Paper n° 190. Washington, D.C.
- BAIG, T. & GOLDFAJN, H. (1998). *Financial Market Contagion in the Asian Crisis*. IMF Working Paper, n° 98/155. Washington, D.C.
- BECKER, B.K. & EGLER, C.A.G. (1998). *Brasil: uma nova potência regional na economia-mundial* Rio de Janeiro, Bertrand, Brasil.

- BEKAERT, G; HARVEY, C. and LUNDBALD, C. (2001). **Does Financial Liberalization Spur Growth?** , National Bureau of Economic Research (NBER), Working Papers, n° 8245. Cambridge, MA.
- BEKAERT, G; HARVEY, C. (2003). **Emerging Markets Finance**, National Bureau of Economic Research (NBER), in: *Journal of Empirical Finance* 10 (2003) 3-55. Cambridge, MA.
- BEKAERT, G. and HARVEY, C. **Chronology of Economic, Political, and Financial Events in Emerging Markets.** www.duke.edu/~charvey/country_risk/chronology.
- BIS (1999). *69th Annual Report*. Basle: Bank for International Settlements.
- BLONDAL, S. and CHRISTIANSEN, H. (1999). **The recent Experience with Capital Flows to Emerging Market Economies.** OECD Economics Department Working Paper n° 211.
- CANO, W. (2000). **Soberania e Política Econômica na América Latina.** São Paulo, Editora UNESP.
- CARCANHOLO, M.D. (2001). **Desregulamentação e Abertura Financeira: repercussões sobre a autonomia de política econômica e as crises cambiais.** In *Economia Ensaios*, Vol. 15, N° 2, Julho, pp. 125-150.
- CARCANHOLO, M.D. (2002). **Abertura Externa e Liberalização Financeira: impactos sobre o crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90.** Teses e Dissertações. UFU, Uberlândia, MG.
- CARCANHOLO, M.D & PASCÔA, J.P.P. (2004). **A Ortodoxia Neo-Companheira: vulnerabilidade externa, política econômica e determinação dos fluxos de capitais.** IX Encontro da Sociedade Brasileira de Economia Política. Uberlândia, 10 a 12 de Junho.

- CARDOSO, E. and GOLDFAJN, I. (1998). **Capital Flows to Brazil: the Endogeneity of Capital Controls**. IMF Staff Paper n° 45. Washington, D.C.
- CEPALC. (2002). **Trade Reforms and Trade Patterns in Latin America**, División de Comercio Internacional y Financiamiento para el Desarrollo, Serie Comercio Internacional, n° 5. Santiago do Chile, December.
- CEPALC. (2002). **Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2001-2002**, División de Comercio Internacional y Financiamiento para el Desarrollo, Cap. I.
- CHARI, A. & HENRY, P.B. (2002). **Capital Account Liberalization: Allocative Efficiency or Animal Spirit?**, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Papers, n° 8908. Cambridge, MA.
- CHESNAIS, F. (1996). **A Mundialização do Capital**. São Paulo, Ed. Xamã.
- CHESNAIS, F. (1999a). "Introdução Geral", em: Chesnais, F. (Org.) **A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos**. São Paulo, Ed. Xamã.
- CORCELLI, F. (1999). **Financial Market Development and Financial Liberalization in Economies in Transition: Tales of Failure and Success**. Paper presented at the Workshop on Financial Liberalization Budapest: Central European University Press.
- CORCELLI, F. (1998). **Macroeconomic Policies and the Development of Markets in Transition Economies**. Budapest: Central European University Press.
- CORRÊA, V.P e ALMEIDA, N.F. (2001). **Mudanças Fundamentais na Estrutura de Financiamento Brasileira nos anos 90: alteração de propriedade e continuação da lógica especulativa**. In *Economia Ensaios*, Vol. 15, N° 2, Julho, pp. 189-240.
- DEMIRGUÇ-KUNT, A. and DETRAGIACHE, E. (1998). **Financial Liberalization and Financial Fragility**. IMF Working Paper n° 98/83. Washington, D.C.

- DETRAGIACHE, E. & SPILIMBERGO, A. (2001). **Crises and Liquidity: Evidence and Interpretation**. IMF Working Paper n° 01/2. Washington, D.C.
- DIAZ-ALEJANDRO, C. (1985). **Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash**, *Journal of Development Economics*, 19, North-Holland, 1-24.
- EDWARD, S. (2001). **Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?**, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Papers, n° 8076. Cambridge, MA.
- EICHENGREEN, B. (2002). **Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?**, *The World Bank Economic Review*, Vol. 15(3), pp. 341-365.
- EICHENGREEN, B. and LEBLENG, D. (2002). **Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?**, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Papers, n° 9427.
- EICHENGREEN, B. and MUSSA, M. (1998). **Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects**. IMF Occasional Paper n° 172. Washington, D.C.
- FELDSTEIN, M. (2002). **Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: Overview of Prevention and Management**, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Papers, n° 8837.
- FFRENCH-DAVIS, R., AGOSIN, M. & UTHOFF, A. (1997). **Movimentos de Capitais, Estratégia Exportadora e Estabilidade Macroeconômica no Chile**. Em: *French-Davis e Griffith-Jones (orgs). Os Fluxos Financeiros na América Latina – um desafio ao progresso*. Rio de Janeiro, Ed. Paz e Terra.
- FFRENCH-DAVIS, R. (2004). **Entre El Neoliberalismo y El Crecimiento Con Equidad – três décadas de política econômica em Chile**. Buenos Aires, Siglo Veintiuno Editores Argentina.

- FISHER, S. (2002) **Financial Crises and Reform of the International Financial System**, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Papers, n° 9267.
- FORBES, K. (2004). **Capital Controls: Mud in the Wheels of Market Discipline**, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Papers, n° 10284.
- FORBES, K. (2003). **One Cost of the Chilean Capital Controls: Increased Financial Constraints for Smaller Traded Firms**, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Papers, n° 9777.
- FREITAS, M.C.P. & PRATES, D.M. (1998). **Abertura Financeira na América Latina: as experiências da Argentina, Brasil e México**. In *Economia e Sociedade*, Vol. 11, Dezembro, pp. 173-98.
- GALLEGO, F and HERNANDEZ L. (2002). **Microeconomic Effects of Capital Controls: The Chilean Experience During the 1990s**, Massachusetts Institute of Technology and Central Bank of Chile, working paper.
- GALINDO, A, MICCO, A. and ORDÓÑEZ, G. (2002). **Financial Liberalization and Growth: Empirical Evidence**, Inter-American Development Bank, working paper.
- IMF. (2002). **World Economic Outlook** (International Monetary Fund) World Economic and Financial Surveys, by the staff of the International Monetary Fund. Washington, D.C.
- IMF. (2001). **World Economic Outlook** (International Monetary Fund) World Economic and Financial Surveys, by the staff of the International Monetary Fund. Washington, D.C.
- KAMINSKY, G.L. and SCHMUKLER, S.L. (2003). **Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effects of Financial Liberalization**, National Bureau of Economic Research (NBER), Working Papers, n° 9787.

KAPLAN, E. and RODRIK, D. (2002). **Did the Malaysian Capital Controls Work?**, In Sebastian Edwards and Jeffrey Frankel, eds., *Preventing Currency Crises in Emerging Markets*, Chicago: University of Chicago Press.

KLEIN, M. (2003). **Capital Account Openness and the Varieties of Growth Experience**, National Bureau of Economic Research, Working Papers, n° 9500.

KREGEL, J.A. (1996). "Riscos e Implicações da Globalização Financeira para a Autonomia de Políticas Nacionais", em: *Economia e Sociedade*, Vol. 7, Dezembro, Campinas, pp. 29-49.

KREGEL, J.A. (1999). **Yes, "It" Did Happen Again – A Minsky Crisis Happened in Ásia**, mimeo.

KUNT, A.D. and DETRAGIACHE, E. (1998). **Financial Liberalization and Financial Fragility**. IMF Working Paper n° 83. Washington, D.C.

KUCZYNSKI, P.P. & WILLIAMSON, J. (2004). (orgs.) **Depois do Consenso de Washington – retomando o crescimento e a reforma na América Latina**. São Paulo. Ed. Saraiva.

WILLIAMSON, J. (2004). "Resumindo" e "Nossa Agenda e o Consenso de Washington" em: Kuczynski & Williamson (org.) **Depois do Consenso de Washington – retomando o crescimento e a reforma na América Latina**. São Paulo. Ed. Saraiva.

KRUGMAN, P. (1998a). **Saving Asia: It's Time to Get Radical**. *Fortune*, September 7, pp. 74-80.

KRUGMAN, P. (1998b). **Heresy Time**, unpublished manuscript, MIT.

McKINNON, R.I. (1973) **Money and Capital in Economic Development**, Washington D.C.: Brookings Institution.

McKINNON, R.I. (1982) *The Order of Economic Liberalization: lessons from Chile and Argentina*, em: Brunner, K. e Meltzer, A. (compsa) *Economy Policy in a World of Change*, Amsterdam, North-Holland Pub. Co.

McKINNON, R.I. (1991) *The Order of Economic Liberalization: financial control in the transition to a market economy*, Baltimore, John Hopkins University Press.

MATHIESON, D.J. e ROJAS-SUÁREZ, L. (1993). *Liberalization of the Capital Account: experiences and issues*, IMF Occasional Paper, 103, Washington D.C.

MEDEIROS, C.A. (1998). "Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e da América Latina", em: TAVARES, M.C. & FIORI, J.L. (Org.) *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis, Ed. Vozes.

MEDEIROS, C.A. (1999). *Raízes Estruturais da Crise Financeira Asiática e o Enquadramento da Coréia*, *Economia e Sociedade*, nº 11, Campinas: 151-172.

MISHKIN, F. S. (2001). *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries*. National Bureau of Economic Research, Working Papers, nº W8087, publicado em Janeiro de 2001.

MORIN, F. (1974). *La structure financière du capitalisme français*, Calmann-Levy, Paris.

OBSTFELD, M. and TAYLOR, A. (2002). *Globalization and Capital Markets*, National Bureau of Economic Research, Working Papers, nº 8846.

OCAMPO, J.A. (1999). *La Reforma del Sistema Financiero Internacional: un debate en marcha*, Fondo de Cultura Económica – CEPAL, Chile.

PASCHÔA, J.P.P. (2002). *Atualidade da Hipótese de Instabilidade Financeira e a Crise da Coréia do Sul de 1997*. Dissertação de Mestrado, IE-UPRJ, março.

PLIHON, D.(1995). "A ascensão das finanças especulativas", in **Economia e Sociedade**, nº 5, Campinas, Unicamp.

PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S-J. and KOSE, M.A. (2003). **Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence**, International Monetary Fund, Occasional Papers, nº 220.

RAJAN, R.G. and ZINGALES, L. (2001). **The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century**. *Journal of Financial Economics*.

RAJAN, R.G. and ZINGALES, L. (1998). **Financial Dependence and Growth**. *American Economic Review*, Vol. 88(3), pp. 559-86.

RODRIK, D. (1998), **Who needs capital account convertibility?**, Princeton Essays in International Finance 207, 55-65.

ROSENTHAL, G. (1996), **La Evolución de las Ideas Políticas para el Desarrollo**, *Revista de la Cepal*, nº 60, Santiago, Diciembre: 7-20.

SHAW, E. (1973). **Financial Deepening in Economic Development**, N.Y., Oxford University Press.

SIMONE, F.N. and SORSA, P. (1999). **A Review of Capital Account Restrictions in Chile in the 1990s**, International Monetary Fund, Working Paper, nº 99/52.

SOROS, G. (2002). **On Globalization**. Public Affairs.

STIGLITZ, J.E. (2000). **What I learned at the World Economic Crisis**, *The New Republic*, April 17, pp. 56-60.

STIGLITZ, J.E. (2002). **Globalization and its Discontents**, New York: W.W. Norton & Company.

STULZ, R.M. (1999). **International Portfolio Flows and Security Markets**, In Martin Feldstein, ed. *International Capital Flows*. Chicago: University of Chicago Press.

STUDART. (2003). **A Integração de Parceiros Desiguais: os efeitos desestabilizadores da liberação financeira e a internacionalização das economias da América Latina**. Em: Ferraz, J.C, Crocco, M e Elias, L.A. (orgs). *Liberalização Econômica e Desenvolvimento*. São Paulo, Futura.

TAYLOR, L. (1998) **La Apertura Económica: problemas hasta fines del siglo**. *El Trimestre Económico*, v. LV(1), nº 217, enero-marzo, 67-174.

WILLIAMSON, J. (2004). "Resumindo" em: Kuczynski, P.P. & Williamson, J. **Depois do Consenso de Washington: retomando o crescimento e a reforma na América Latina**. São Paulo: Ed. Saraiva.