



UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
INSTITUTO DE ECONOMIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA

VANESSA DE PAULA PEREIRA

**DINÂMICA DA CONTA FINANCEIRA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS DOS
PAÍSES EMERGENTES NO PERÍODO 1990-2009:
A VULNERABILIDADE CONTINUA**

Uberlândia
2010

VANESSA DE PAULA PEREIRA

**DINÂMICA DA CONTA FINANCEIRA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS DOS
PAÍSES EMERGENTES NO PERÍODO 1990-2009:
A VULNERABILIDADE CONTINUA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção de título de mestre em Economia.

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Vanessa Petrelli Corrêa

Co-orientador: Prof. Dr. Henrique Dantas Neder

Uberlândia
2010

VANESSA DE PAULA PEREIRA

**DINÂMICA DA CONTA FINANCEIRA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS DOS
PAÍSES EMERGENTES NO PERÍODO 1990-2009:
A VULNERABILIDADE CONTINUA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia, do Instituto de Economia da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial à obtenção de título de mestre em Economia.

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Vanessa Petrelli Corrêa

Co-orientador: Prof. Dr. Henrique Dantas Neder

Banca Examinadora:

Prof^a. Dr^a. Vanessa Petrelli Corrêa (Orientadora)

Prof^a. Dr^a. Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti – Unicamp

Prof. Dr. José Rubens Damas Garlipp – UFU

Uberlândia, 30 de agosto de 2010

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

Sistema de Bibliotecas da UFU, MG, Brasil.

- P436d Pereira, Vanessa de Paula, 1984-
Dinâmica da conta financeira do balanço de pagamentos dos países emergentes no período 1990-2009 [manuscrito] : a vulnerabilidade contínua / Vanessa de Paula Pereira. - 2010.
191 f. : il..
- Orientadora: Vanessa Petrelli Corrêa.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Uberlândia, Programa de Pós-Graduação em Economia.
Inclui bibliografia.
1. Fluxo de capitais - Teses. 2. Investimentos estrangeiros - Teses. 3. Áreas subdesenvolvidas – Relações econômicas exteriores – Teses. 4. Áreas subdesenvolvidas – Fluxo de capitais – Teses I. Corrêa, Vanessa Petrelli. II. Universidade Federal de Uberlândia. Programa de Pós-Graduação em Economia. III. Título.

CDU: 339.727

Fluxos de Capitais, Economias Emergentes, Abertura Financeira, Vulnerabilidade.
Áreas subdesenvolvidas condições economicas

Aos meus pais, Raul e Sirlei, “os melhores livros que já li”.

AGRADECIMENTOS

A elaboração desse trabalho foi fruto de muito esforço e dedicação pessoal. Contudo, sua confecção só foi possível graças à colaboração de algumas pessoas muito especiais. Aproveito esse espaço para agradecer, profundamente, a cada uma delas:

Primeiramente às pessoas mais preciosas e essenciais de minha vida, minha família. À minha mãe, Sirlei, por sempre enfatizar a importância da educação e do aperfeiçoamento intelectual para as pessoas. Ao meu pai, Raul, por ressaltar a necessidade de nos dedicarmos de ‘corpo e alma’ a tudo que vamos fazer. Ao meu irmão Róbson, pelo ensinamento do quanto a espiritualidade pode nos auxiliar. À minha irmã caçulinha, Ana Paula, por sempre trazer amor e alegria para nossa casa. E, ao meu anjo da guarda, minha vovó Jovanita (*in memoriam*) por nos ensinar cultivar valores primordiais como humildade e simplicidade e, também, por ter permitido com que eu estudasse na sua casa durante a maior parte de minha vida. Sem o sólido alicerce e apoio de minha família, jamais teria chegado até aqui!

À minha grande mestre e orientadora, professora Vanessa Petrelli Corrêa, pela indicação dos caminhos centrais deste trabalho; pela enorme paciência nas nossas reuniões; pelas críticas e ‘puxões de orelha’ que tanto me acrescentaram; pelos estímulos e confiança depositados em mim e, principalmente, por ter tanto prazer em ensinar, o que instiga nossa curiosidade e provoca um imenso desejo em aprender. Muito obrigada por ter aceitado me orientar, foi uma honra ter ao meu lado uma pessoa com tamanha competência!

Ao professor José Rubens Damas Garlipp, por aguçar nossa visão crítica a todo momento, por sempre ressaltar a visão ‘macro’ sobre os mais variados acontecimentos e, especialmente, pelas manifestações do quanto ainda temos que aprender. Ressalto aqui meus agradecimentos pela sua imensurável contribuição em minha formação acadêmica e pessoal.

Ao professor Henrique Dantas Neder, meu co-orientador, pela sua disposição sempre presente em ajudar. Sua contribuição foi fundamental nos momentos finais deste trabalho.

Ao professor Carlos Alves do Nascimento, que tanto colaborou para que eu fizesse o curso de mestrado na UFU.

Ao professor Fábio Henrique Bittes Terra, pelos inúmeros auxílios, conversas, conselhos e, principalmente, pela amizade.

Ao professor Flávio Vilela Vieira, pela orientação durante a graduação e pela atenção em todos momentos em que precisei.

A todos os outros professores e funcionários do Instituto de Economia da UFU, agradeço pelas aulas e pelo carinho que sempre tiveram comigo!

À professora Ana Rosa Ribeiro de Mendonça Sarti do Instituto de Economia da Unicamp, por participar da banca examinadora.

À professora Paula Arbex do Instituto de Letras e Linguística da UFU, pela revisão do texto.

A todos os meus colegas de turma: Pri, Fran, Caio, Maria Claudia, Win, Débora, Izabel, Pedro Henrique e Chayene. E também, é claro, aos meus colegas da disciplina de Finanças Internacionais: Michele, Clésio, Henrique e Priscila.

Não poderia deixar de agradecer às minhas grandes amigas de graduação, Letícia e Livia, pela amizade sincera e pelo apoio em todas as ocasiões, principalmente nas mais difíceis.

A Fernanda Ayako, pela colaboração, empenho, educação e simpatia durante suas ‘teóricas’ férias que foram interrompidas por mim. Sem seu auxílio técnico com o banco de dados não teria conseguido concluir minha dissertação.

Ao meu namorado Vinicius que, como sempre brinquei, foi todo ‘suporte técnico/computacional’ deste trabalho e de tantos outros. Mas, na verdade, sua contribuição foi muito além deste apoio complementar e indispensável. Obrigada por suportar todos meus momentos de estresse (que foram muitos), por me ouvir falar infinitas vezes sobre economia e fluxos de capitais, por me ajudar em todas as vezes em que ligo pedindo socorro. Enfim, obrigada por tudo!

RESUMO

O propósito central deste trabalho é analisar o perfil da Conta Financeira das economias emergentes, sobretudo para os casos do Brasil, Argentina, México, Chile, Coreia do Sul, Tailândia, Índia e Rússia. O intuito é destacar o alto peso dos capitais de curto prazo nos Balanços de Pagamentos dessas economias, que acabam por elevar a vulnerabilidade a que elas estão expostas. Os objetivos específicos são: i - levantar a dinâmica dos fluxos internacionais de capitais para os países periféricos selecionados e ii - efetuar o estudo da volatilidade da Conta Financeira dos países estudados no período 1990-1998, 1999-2002, 2003-2007, 2008-2009. Os resultados do trabalho apontam que as contas financeiras mais voláteis dos Balanços de Pagamentos dos países selecionados são os Investimentos em Carteira de Estrangeiros e os Outros Investimentos, tanto de estrangeiros quanto de residentes. No caso das economias latino-americanas, à exceção da economia chilena, as subcontas mais instáveis são os Títulos de Renda Fixa adquiridos por estrangeiros, Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros e Moedas e Depósitos de residentes. Já para as economias asiáticas, encontra-se instabilidade relevante, além das subcontas mencionadas anteriormente, para as Ações adquiridas por estrangeiros e para os Outros Ativos, sendo que esse resultado também se aplica ao caso da Rússia. Ademais, destaca-se que na Índia e na Rússia as subcontas só apresentam variabilidade significativa em meados dos anos 2000, quando as medidas de controles sobre os fluxos de capitais são relaxadas.

PALAVRAS-CHAVE:

Fluxos de Capitais, Economias Emergentes, Abertura Financeira, Vulnerabilidade.

ABSTRACT

The main purpose of this study is to analyze the profile of the Financial Account on the emerging economies, more specifically in the cases of Brazil, Argentina, Mexico, Chile, South Korea, Thailand, India and Russia. The goal is to emphasize the high influence of short-term capital in the Balance of Payments in these economies after the financial opening which elevate the vulnerability that the mentioned countries were exposed to. The specific objectives are: i - to raise the international capital flow dynamic towards peripheral countries and ii - to study the volatility of the Financial Account in the studied countries in the following periods 1990-1998, 1999-2002, 2003-2007, 2008-2009. The results of the study show that the more volatile financial account of the Balance of Payments in these countries are Portfolio Flows and Other Financial Flows, not only foreigners but also residents. In the case of Latin American economies, except of the Chilean economy, the more unstable sub-accounts are Debt Securities purchased by foreigners, Loans and Financing of foreigners and Currency and Deposits of residents. In the Asian economies it was noticed relevant instability, besides the sub-accounts mentioned previously, in the Equity Securities purchased by foreigners and Other Assets, which also applies in the case of Russia. Moreover, it is important to stress that in India and Russia the sub-accounts only have significant variability in the mid-2000s, when the measures to control capital flows were eased.

KEY-WORDS:

Capital Flows, Emerging Economies, Financial Opening, Vulnerability.

LISTA DE FIGURAS E TABELAS

Figura 1: Níveis de abertura da Conta Financeira, até 3° nível	53
Figura 2: Fluxos de Capitais Líquidos para as Economias Emergentes (em porcentagem do PIB) .	56
Figura 3: Fluxos de Investimento em Carteira Privados e Outros Investimentos Privados para economias Emergentes, 1999-2009 (dados em bilhões de dólares)	66
Figura 4: Emissões de ações, títulos e empréstimos sindicalizados nos mercados emergentes, 2002-2009 (dados trimestrais)	71
Tabela 1: Sumário da Conta Financeira – Investimento Direto, Investimento em Carteira e Outros Investimentos Privados – do Hemisfério Ocidental, 1999-2009 (US\$ bilhões).....	67
Tabela 2: Sumário da Conta Financeira – Investimento Direto, Investimento em Carteira e Outros Investimentos Privados – dos asiáticos em desenvolvimento, 1999-2009 (US\$ bilhões).....	68
Tabela 3: Sumário da Conta Financeira – Investimento Direto, Investimento em Carteira e Outros Investimentos – para o Total das Economias Emergentes, 1999-2009 (US\$ bilhões).....	69
Tabela 4: Volatilidade da Conta Financeira brasileira no período 1 (T1 1990 – T3 1998), ...	89
Tabela 5: Volatilidade da Conta Financeira brasileira no período 2 (T4 1998 – T4 2002), ...	90
Tabela 6: Volatilidade da Conta Financeira brasileira no período 3 (T1 2003 – T2 2007), ...	91
Tabela 7: Volatilidade da Conta Financeira brasileira no período 4 (T3 2007 – T1 2009), ...	91
Tabela 8: Volatilidade da Conta Financeira argentina no período 1 (T1 1990 – T3 1998), ...	100
Tabela 9: Volatilidade da Conta Financeira argentina no período 2 (T4 1998 – T4 2002), ...	101
Tabela 10: Volatilidade da Conta Financeira argentina no período 3 (T1 2003 – T2 2007), ...	101
Tabela 11: Volatilidade da Conta Financeira argentina no período 4 (T3 2007 – T1 2009), ...	102
Tabela 12: Volatilidade da Conta Financeira mexicana no período 1 (T1 1990 – T3 1998), ...	110
Tabela 13: Volatilidade da Conta Financeira mexicana no período 2 (T4 1998 – T4 2002), ...	110
Tabela 14: Volatilidade da Conta Financeira mexicana no período 3 (T1 2003 – T2 2007), ...	111
Tabela 15: Volatilidade da Conta Financeira mexicana no período 4 (T3 2007 – T1 2009), ...	111
Tabela 16: Volatilidade da Conta Financeira chilena no período 1 (T1 1990 – T4 1998), ...	119
Tabela 17: Volatilidade da Conta Financeira chilena no período 2 (T4 1998 – T4 2002), ...	120
Tabela 18: Volatilidade da Conta Financeira chilena no período 3 (T1 2003 – T2 2007), ...	120
Tabela 19: Volatilidade da Conta Financeira chilena no período 4 (T3 2007 – T1 2009), ...	121
Tabela 20: Resumo dos resultados encontrados para os países latino-americanos.....	122
Tabela 21: Volatilidade da Conta Financeira sul-coreana no período 1 (T1 1990 – T3 1998), ...	129

Tabela 22: Volatilidade da Conta Financeira sul-coreana no período 2 (T4 1998 – T4 2002), ...	130
Tabela 23: Volatilidade da Conta Financeira sul-coreana no período 3 (T1 2003 – T2 2007), ...	130
Tabela 24: Volatilidade da Conta Financeira sul-coreana no período 4 (T3 2007 – T1 2009), ...	131
Tabela 25: Volatilidade da Conta Financeira tailandesa no período 1 (T1 1990 – T3 1998), ...	138
Tabela 26: Volatilidade da Conta Financeira tailandesa no período 2 (T4 1998 – T4 2002), ...	138
Tabela 27: Volatilidade da Conta Financeira tailandesa no período 3 (T1 2003 – T2 2007), ...	139
Tabela 28: Volatilidade da Conta Financeira tailandesa no período 4 (T3 2007 – T1 2009), ...	139
Tabela 29: Volatilidade da Conta Financeira indiana no período 1 (T1 1990 – T3 1998), ...	145
Tabela 30: Volatilidade da Conta Financeira indiana no período 2 (T4 1998 – T4 2002), ...	145
Tabela 31: Volatilidade da Conta Financeira indiana no período 3 (T1 2003 – T2 2007), ...	146
Tabela 32: Volatilidade da Conta Financeira indiana no período 4 (T3 2007 – T1 2009), ...	146
Tabela 33: Volatilidade da Conta Financeira russa no período 1 (T1 1990 – T3 1998), ...	153
Tabela 34: Volatilidade da Conta Financeira russa no período 2 (T4 1998 – T4 2002), ...	154
Tabela 35: Volatilidade da Conta Financeira russa no período 3 (T1 2003 – T2 2007), ...	154
Tabela 36: Volatilidade da Conta Financeira russa no período 4 (T3 2007 – T1 2009), ...	155
Tabela 37: Resumo dos resultados encontrados para os países asiáticos e para a Rússia	156
Tabela 38: Resumo dos resultados encontrados para os países latino-americanos, asiáticos e para a Russia.....	158

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Taxa de juros norte-americana - <i>Treasury Bond</i> , 1990-2008 (em % ao ano)	57
Gráfico 2: Performance do Índice EMBI +, 1998-2010 (em pontos).....	60
Gráfico 3: Fluxos Financeiros Líquidos para economias emergentes, 1999-2009	61
Gráfico 4: Reservas das economias emergentes e em desenvolvimento, 2002-2009 (dados anuais em bilhões de dólares)	62
Gráfico 5: Reservas dos BRIC, 1997-2006 (em % PIB)	63
Gráfico 6: Fluxos Financeiros Privados para Economias Emergentes, 1999-2009 (dados anuais em bilhões de dólares)	64
Gráfico 7: Conta Investimento em Carteira Privado e Outros Investimentos Privados para Total das Economias emergentes (dados anuais em bilhões de dólares)	69
Gráfico 8: Conta Financeira Brasileira, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)	76
Gráfico 9: Dinâmica do EMBI+ Brasil, 1999-2010 (em pontos)	78
Gráfico 10: Taxa de juros brasileira – Selic, 1995-2010 (em % ao ano)	79
Gráfico 11: Conta Investimento em Carteira do Brasil, 1990-2009	82
Gráfico 12: Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros do Brasil, 1990-2009	83
Gráfico 13: Conta Outros Investimentos do Brasil, 1990-2009	85
Gráfico 14: Conta Outros Investimentos de Estrangeiros no Brasil, 1990-2009	86
Gráfico 15: Conta Outros Investimentos de Brasileiros no Exterior, 1990-2009	87
Gráfico 16: Conta Financeira Argentina, 1990-2009	93
Gráfico 17: Dinâmica do EMBI+ Argentina, 1999-2010 (em pontos).....	95
Gráfico 18: Conta Investimento em Carteira da Argentina, 1990-2009.....	96
Gráfico 19: Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros na Argentina, 1990-2009	96
Gráfico 20: Conta Outros Investimentos da Argentina, 1990-2009	97
Gráfico 21: Conta Outros Investimentos de Estrangeiros da Argentina, 1990-2009	98
Gráfico 22: Conta Outros Investimentos de Residentes da Argentina, 1990-2009.....	99
Gráfico 23: Conta Financeira Mexicana, 1990-2009	104
Gráfico 24: Dinâmica do EMBI+ México, 1999-2010 (em pontos)	105
Gráfico 25: Conta Investimento em Carteira do México, 1990-2009	106

Gráfico 26: Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros do México, 1990-2009	107
Gráfico 27: Conta Outros Investimentos do México, 1990-2009	108
Gráfico 28: Conta Outros Investimentos de Estrangeiros do México, 1990-2009	108
Gráfico 29: Conta Outros Investimentos de Residentes do México, 1990-2009	109
Gráfico 30: Conta Financeira Chilena, 1990-2009	113
Gráfico 31: Conta Investimento em Carteira do Chile, 1990-2009	114
Gráfico 32: Conta Investimento em Carteira de Residentes do Chile, 1990-2009	115
Gráfico 33: Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros do Chile, 1990-2009	116
Gráfico 34: Conta Outros Investimentos do Chile, 1990-2009	116
Gráfico 35: Conta Outros Investimentos de Estrangeiros do Chile, 1990-2009	117
Gráfico 36: Conta Outros Investimentos de Residentes do Chile, 1990-2009	118
Gráfico 37: Conta Financeira da Coreia do Sul, 1990-2009	124
Gráfico 38: Conta Investimento em Carteira da Coreia do Sul, 1990-2009	125
Gráfico 39: Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros da Coreia do Sul, 1990-2009	126
Gráfico 40: Conta Outros Investimentos da Coreia do Sul, 1990-2009	127
Gráfico 41: Conta Outros Investimentos de Estrangeiros da Coreia do Sul, 1990-2009	128
Gráfico 42: Conta Outros Investimentos de Residentes da Coreia do Sul, 1990-2009	128
Gráfico 43: Conta Financeira da Tailândia, 1990-2009	132
Gráfico 44: Conta Investimento em Carteira da Tailândia, 1990-2009	134
Gráfico 45: Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros da Tailândia, 1990-2009	135
Gráfico 46: Conta Investimento em Carteira de Residentes da Tailândia, 1990-2009	135
Gráfico 47: Conta Outros Investimentos da Tailândia, 1990-2009	136
Gráfico 48: Conta Outros Investimentos de Estrangeiros da Tailândia, 1990-2009	137
Gráfico 49: Conta Outros Investimentos de Residentes da Tailândia, 1990-2009	137
Gráfico 50: Conta Financeira da Índia, 1990-2009	141
Gráfico 51: Conta Investimento em Carteira da Índia, 1990-2009	142
Gráfico 52: Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros da Índia, 1990-2009	142
Gráfico 53: Conta Outros Investimentos da Índia, 1990-2009	143
Gráfico 54: Conta Outros Investimentos de Estrangeiros da Índia, 1990-2009	144

Gráfico 55: Conta Outros Investimentos de Residentes da Índia, 1990-2009.....	144
Gráfico 56: Dinâmica do EMBI+ Rússia, 1999-2010 (em pontos).....	148
Gráfico 57: Conta Financeira da Rússia, 1990-2009.....	149
Gráfico 58: Conta Investimento em Carteira da Rússia, 1990-2009.....	150
Gráfico 59: Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros da Rússia, 1990-2009	151
Gráfico 60: Conta Outros Investimentos da Rússia, 1990-2009	151
Gráfico 61: Conta Outros Investimentos de Estrangeiros da Rússia, 1990-2009	152
Gráfico 62: Conta Outros Investimentos de Residentes da Rússia, 1990-2009	153

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
1. O NOVO PERFIL DOS FLUXOS FINANCEIROS INTERNACIONAIS A PARTIR DOS ANOS 1990	4
1.1. A expansão do crédito no pós-segunda guerra	4
1.2. Inovações financeiras das décadas de 1960 e 70	6
1.3. Consequências das inovações financeiras das décadas 1960/70	11
1.4. O desenvolvimento dos processos de desregulamentação financeira e liberalização externa	14
1.5. Inovações Financeiras das décadas de 1980 e 90	21
1.5.1. O Processo de Securitização.....	23
1.5.2. O Mercado de Derivativos.....	28
1.5.3. Os Investidores Institucionais.....	32
1.6. Consequências das inovações financeiras das décadas de 1980/90 e dos movimentos de desregulamentação financeira e liberalização externa.....	33
2. A DINÂMICA RECENTE DOS FLUXOS FINANCEIROS PARA AS ECONOMIAS EMERGENTES.....	36
2.1. A instabilidade dos fluxos de capitais direcionados às economias emergentes	37
2.2. Os movimentos de liquidez a partir da década de 1990	43
2.2.1. O ciclo de liquidez do período 1990-1998	45
2.2.2. O ciclo de liquidez do período 2003-2007	48
2.3. A estrutura da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos.....	50
2.4. Análise dos fluxos de capitais para os Países Emergentes no período 1990-2009	55
3. ANÁLISE DA CONTA FINANCEIRA DOS PAÍSES SELECIONADOS.....	73
3.1. Países latino-americanos	75
3.1.1. Brasil.....	75
3.1.1.1. Evolução da Conta Financeira brasileira.....	75
3.1.1.2. Estudo da volatilidade da Conta Financeira brasileira	89
3.1.2. Argentina	92
3.1.2.1. Evolução da Conta Financeira argentina.....	92
3.1.2.2. Estudo da volatilidade da Conta Financeira argentina	99

3.1.3.	México.....	103
3.1.3.1.	Evolução da Conta Financeira mexicana	103
3.1.3.2.	Estudo da volatilidade da Conta Financeira mexicana.....	109
3.1.4.	Chile	112
3.1.4.1.	Evolução da Conta Financeira chilena	112
3.1.4.2.	Estudo da volatilidade da Conta Financeira chilena.....	118
3.1.5.	Resumo dos resultados encontrados para os países latino-americanos	121
3.2.	Países asiáticos	123
3.2.1.	Coreia do Sul	123
3.2.1.1.	Evolução da Conta Financeira sul-coreana	123
3.2.1.2.	Estudo da volatilidade da Conta Financeira sul-coreana.....	129
3.2.2.	Tailândia.....	131
3.2.2.1.	Evolução da Conta Financeira tailandesa.....	131
3.2.2.2.	Estudo da volatilidade da Conta Financeira tailandesa	138
3.2.3.	Índia.....	140
3.2.3.1.	Evolução da Conta Financeira indiana	140
3.2.3.2.	Estudo da volatilidade da Conta Financeira indiana	145
3.3.	O caso da Rússia.....	147
3.3.1.	Evolução da Conta Financeira russa	147
3.3.2.	Estudo da volatilidade da Conta Financeira russa	153
3.3.3.	Resumo dos resultados encontrados para os países asiáticos e para a Rússia...155	
3.4.	Similaridades e diferenças das análises gráficas dos países latino-americanos vis-à-vis aos asiáticos	157
CONCLUSÃO.....		160
REFERÊNCIAS.....		163
ANEXO 1.....		169
ANEXO 2.....		170
ANEXO 3.....		173

Introdução

O colapso do sistema de Bretton Woods na década de 1970 altera profundamente a arquitetura do sistema monetário e financeiro mundial. Desde então, os pilares de sustentação do regime de acumulação vigentes na fase de grande prosperidade do pós-guerra foram fortemente questionados, e a visão keynesiana que dominou o pensamento econômico nesse período cedeu espaço para o retorno à tradição clássica liberalizante estendida ao contexto global.

Foi nesse novo ambiente que se desenvolveram os processos de desregulamentação financeira e liberalização externa, fenômenos esses que representam o pontapé inicial daquilo que viria a constituir um conjunto de ideias e estratégias de desenvolvimento que ficaram conhecidas como Consenso de Washington e, posteriormente, após alguns pequenos reajustes, como Pós-Consenso de Washington. Esses, passam a ser implementados pela maioria das economias emergentes como a única forma de atingir o desenvolvimento econômico.

As medidas propugnadas pelo receituário neoliberal, contidas tanto no Consenso quanto no Pós-Consenso de Washington, consolidaram a supremacia da dinâmica financeira em detrimento da produtiva, o que gerou uma mudança estrutural, pois a própria natureza do sistema passou a ser dominada pela lógica da especulação.

Paralelamente a esse movimento em prol de maior desregulamentação e liberalização, foram desenvolvidas no sistema financeiro internacional novas engenharias financeiras que permitiram uma expansão significativa do crédito. No primeiro grupo de inovações, surgidas nas décadas de 1960/70, esse crescimento concentrou-se no crédito bancário e, no segundo grupo, desenvolvido nas décadas de 1980/90, o aumento do crédito ocorreu sobretudo via mercado de capitais. Essas inovações ampliam ainda mais as operações de cunho especulativo e fictício das instituições.

É através do desenvolvimento desses dois processos, inovações financeiras e desregulamentação/ liberalização, que se consegue entender grande parte da atual arquitetura financeira mundial e, consequentemente, dos fluxos de capitais entre os diversos países. O desenvolvimento dos novos instrumentos financeiros permitem a alteração no perfil dos fluxos financeiros internacionais, que passam a se constituir sobretudo por fundos de curto prazo, e os processos de desregulamentação/ liberalização ampliam a facilidade com que os

capitais fluem de um país para outro. Portanto, nesse ambiente, os capitais financeiros conseguem se deslocar rapidamente entre os países.

Isso contribuiu para que, em termos absolutos, aumentasse sobremaneira o influxo de capitais nas economias emergentes¹ desde o início dos anos 1990, momento em que ocorreu o desenvolvimento de várias inovações financeiras e a liberalização dos movimentos de capitais². Contudo, esse influxo tem sido caracterizado por uma dinâmica altamente instável, responsável em última instância pela elevação da vulnerabilidade desses países.

Desde que as economias emergentes implementaram o processo de abertura financeira, elas têm apresentado um alto peso dos capitais de curto prazo em seus Balanços de Pagamentos e, dessa maneira, têm aumentado suas exposições à possibilidade de movimentos abruptos na tendência dos fluxos financeiros, exacerbando a vulnerabilidade a que estão expostas.

Os capitais que se dirigem para as economias emergentes são determinados por fatores exógenos, atrelados principalmente a dois movimentos, ao ciclo de liquidez internacional e à política monetária das economias centrais, sobretudo ao movimento da taxa de juros norte-americana. Isso significa que toda vez que o grau de liquidez mundial se reduz ou que os Estados Unidos elevam os juros domésticos há um movimento de fuga das economias periféricas rumo às centrais, que possuem moeda conversível.

Por isso, apoiado na abordagem pós-keynesiana, pretende-se fazer um estudo acerca da dinâmica da Conta Financeira para países periféricos a partir de 1990. A relevância do tema proposto está associada à importância de se entender as mudanças que ocorreram no Balanço de Pagamentos dos países emergentes depois da abertura financeira. A notoriedade dessa discussão é grande na medida em que são verificadas alterações no Balanço de Pagamentos desses países não só nos períodos de turbulência internacional mas também em períodos de liquidez mundial.

Assim, o objetivo geral desta dissertação é estudar o perfil da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos das economias emergentes. O estudo é realizado para os países periféricos no agregado e, também, para alguns países selecionados: Brasil, Argentina, México, Chile, Coreia do Sul, Tailândia, Índia e Rússia. A opção por analisar esses países não foi por acaso. Nesse grupo encontram-se, substancialmente, países latino-americanos e

¹ O termo “emergente” passou a ser usado a partir da década de 1990 para se referir aos países periféricos capitalistas e às economias em transição que receberam a maior parte dos fluxos de capitais provenientes dos países centrais na década de 1990.

² Salvo algumas exceções que implementaram controles sobre os fluxos especulativos.

asiáticos, grupos responsáveis por abrigar os países emergentes de maior expressividade no cenário mundial.

Especificamente, os objetivos deste trabalho são dois. O primeiro é o de levantar a dinâmica dos fluxos internacionais de capitais para os países periféricos selecionados no período que vai de 1990 a 2009, com o intuito de detectar quais as contas mais voláteis da Conta Financeira desses países. Para isso, a Conta Financeira dos países escolhidos é aberta até o ‘terceiro nível de abertura’.

Uma vez detectadas as contas financeiras mais voláteis, o segundo objetivo específico é o de efetuar o estudo da volatilidade do ‘terceiro nível de abertura’ da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos dos países selecionados de acordo com os ciclos de liquidez, ou seja, nos períodos 1990-1998; 1999-2002; 2003-2007 e 2008-2009. A finalidade desse estudo é apontar qual subconta da Conta Financeira foi a maior responsável pela vulnerabilidade do país em cada um dos quatro períodos analisados.

Para contemplar os objetivos propostos, além desta breve introdução e da conclusão, o presente trabalho encontra-se dividido em três capítulos. No primeiro capítulo é construído um arcabouço teórico que contempla o novo perfil dos fluxos financeiros internacionais a partir dos anos 1990. Para isso, são discutidos os processos de desregulamentação financeira e liberalização externa e, também, o desenvolvimento das inovações financeiras e suas consequências (tanto as das décadas de 1960/70 quanto as das décadas de 1980/90).

O segundo capítulo indica a dinâmica dos fluxos financeiros para as economias emergentes. Primeiramente analisa-se o movimento instável dos capitais que se dirigem para os países periféricos. Em seguida, levantam-se os movimentos de liquidez a partir dos anos 1990. Depois, aborda-se, brevemente, a estrutura do Balanço de Pagamentos. E, por fim, analisam-se os fluxos de capitais para as economias emergentes no agregado, dando uma atenção especial aos países latino-americanos e asiáticos.

No terceiro capítulo são levantadas as dinâmicas das Contas Financeiras dos países selecionados (Brasil, Argentina, México, Chile, Coreia do Sul, Tailândia, Índia e Rússia). Inicialmente, realiza-se o estudo gráfico dos três primeiros níveis de abertura da Conta Financeira dos países estudados. Posteriormente, realiza-se o estudo da volatilidade da Conta financeira destes países. Ao final do capítulo, levantam-se as semelhanças e diferenças das economias latino-americanas vis-à-vis às asiáticas.

1. O novo perfil dos fluxos financeiros internacionais a partir dos anos 1990

O presente capítulo destina-se à construção de um arcabouço teórico que contemple as alterações ocorridas no sistema financeiro internacional, permitindo a modificação no perfil dos fluxos internacionais de capitais. Para atingir o objetivo proposto, este capítulo foi dividido em seis seções.

Inicialmente é discutida a expansão significativa do crédito que ocorreu no pós-segunda guerra. A segunda seção deste capítulo reserva-se à discussão das inovações financeiras das décadas de 1960/70, com o intuito de mostrar que, neste período, o movimento internacional de capitais ocorre sobretudo via bancos. Visto isso, a terceira seção visa manifestar as principais consequências desse processo.

Posteriormente, na quarta seção, aborda-se a discussão acerca dos processos de desregulamentação financeira e liberalização externa, com o objetivo de levantar a questão da supremacia da esfera financeira vis-à-vis à produtiva e, além disso, as consequências desse processo para os diversos países.

Feito isso, a quinta seção foca as principais inovações financeiras das décadas de 1980/90, a fim de mostrar que, a partir deste momento, os fluxos de capitais passam a ocorrer sobretudo via mercado de capitais, consolidando a supremacia do mercado financeiro em detrimento do produtivo. Por fim, a sexta e última seção discute consequências desse segundo grupo de inovações.

1.1. A expansão do crédito no pós-segunda guerra

Para analisar a dinâmica recente dos fluxos de capitais, o ponto de partida são as alterações que ocorrem no sistema financeiro desde o período do pós-guerra. A partir daí aparecem mudanças no sistema capitalista que permitem uma expansão significativa do financiamento.

As transformações que acontecem na estrutura de financiamento dos agentes (sejam esses últimos bancos, famílias, empresas, ou Governos) e as inovações financeiras que se processam geram mudanças também no formato dos fluxos financeiros internacionais.

Neste contexto o que se quer destacar é que os novos instrumentos financeiros vão permitir que instituições financeiras e não financeiras realizem uma ‘alavancagem multifuncional de recursos’. Ademais, esta nova dinâmica envolve tanto aplicações quanto captações com prazos e objetivos diferenciados, bem como a utilização de instrumentos variados que dizem respeito tanto a créditos bancários quanto a endividamento via títulos.

Minsky (1986) é um dos autores que examinam esta dinâmica, inicialmente analisando as inovações financeiras que começam a surgir a partir da década de 1960 e que flexibilizam a atuação do sistema bancário. Usando a terminologia bancária, chama as inovações financeiras do pós-guerra de novos instrumentos de *position-making*³.

Os instrumentos de *position-making* utilizados por bancos comerciais evoluíram ao longo do período do pós-guerra. Antes das inovações financeiras dos anos de 1960 e 70, os instrumentos eram, principalmente, notas do Tesouro (atividade do lado do ativo do balancete).

Quando títulos públicos são usados para *position-making*, os bancos geram liquidez por meio deste ativo (vendem rapidamente quando precisam de recursos líquidos), além de terem em seu balancete o ativo ‘encaixes’ como outra forma de geração de liquidez. O ativo ilíquido básico são os empréstimos.

Sendo assim, antes do desenvolvimento dos novos instrumentos financeiros, em momentos de crise a quantidade de empréstimo (que é um ativo ilíquido) se reduzia e o montante em encaixes e em ativos líquidos (títulos) aumentava. Já em momentos de expansão, verificava-se o movimento contrário.

Dessa maneira, a autoridade monetária tinha condições de afetar a liquidez do sistema através da operação de compulsórios, pois a exigência destes sobre depósitos à vista fazia com que houvesse uma redução dos empréstimos. Enfim, o que se percebe é que, até aproximadamente a década de 1960, o ajuste ainda ocorria do lado do ativo do balancete bancário, e os bancos podiam ser controlados na sua expansão de empréstimos.

Entretanto, desde o pós-guerra, a manutenção de *securities* governamentais estava ficando cada vez menos capaz de lidar com a atividade de *position-making*. O declínio paulatino verificado na percentagem dos títulos públicos no total dos ativos enfatizou o fato

³ Como mostra Minsky (1986), os instrumentos de *position-making* podem ser entendidos como mecanismos utilizados para tentar gerar um maior grau de liquidez. Uma das formas que os bancos possuem de gerar liquidez é a posse de ativos financeiros atrativos que possam ser rapidamente transformados em moeda. Ativos ilíquidos, como plantas físicas ou empréstimos presentes nos portfólios dos bancos, não podem ser utilizados para gerar dinheiro de forma rápida caso ocorra uma inesperada necessidade por liquidez e, por isso, não podem ser considerados instrumentos de *position-making*.

de que a atividade de geração de liquidez estava libertando-se do monopólio do mercado de títulos do Tesouro e da manutenção de reservas em caixa (CORRÊA, 1996).

Corrêa (1996) chama a atenção para o fato de que a necessidade de se trabalhar com operações financeiras seguras e cobertas (*hedge finance*), que prevaleceu entre a crise de 29 e o imediato pós-guerra, foi posta em xeque na década de 1960 e, a partir desse período, há um movimento de crescimento de passivos rumo a operações menos cobertas. De fato, esta modificação nas relações financeiras não afeta apenas os bancos, afeta, também, o comportamento dos agentes econômicos como um todo.

Com esse movimento em direção à diversificação rumo a passivos menos cobertos, estão postas as condições para que, através de uma complexa rede de novos instrumentos financeiros com características de curto prazo, as corporações financeiras e não financeiras tenham condições de aumentar seus graus de liquidez. Está aberta a possibilidade para que bancos e empresas cresçam num movimento especulativo e fictício (CORRÊA, 1996).

Nas próximas seções são discutidas as principais inovações financeiras⁴ que surgiram a partir do pós-guerra. Essas inovações podem ser agrupadas em dois grandes blocos: as inovações financeiras das décadas de 1960 e 70 e as inovações financeiras das décadas de 1980 e 90.

1.2. Inovações financeiras das décadas de 1960 e 70

Desde o pós-guerra tem ocorrido o desenvolvimento de inovações financeiras que permitem a geração de um maior grau de liquidez para a economia. Isso foi possível graças ao crescimento da capacidade de financiamento de corporações financeiras, não financeiras e dos agentes individuais. No primeiro movimento de expansão das inovações financeiras, que engloba as décadas de 1960 e 70, o crédito que mais se expandiu foi o bancário (MINSKY, 1986).

A expansão do crédito bancário ocorreu graças à emergência de novos instrumentos financeiros. Entre os primeiros instrumentos a emergirem a partir dos anos 1950 estavam os **Fundos Federais** (*Federal Funds*). Estes podem ser entendidos como fundos que os bancos comerciais depositam no banco central com a finalidade de satisfazer o requerimento de

⁴ Inovação financeira diz respeito em maior parte à implementação de acordos contratuais que atendem às necessidades de financiamento e/ou gestão de portfólio de devedores, credores e intermediários financeiros que unem os dois lados (GUTTMANN, 2008).

reservas⁵ (DOWNES & GOODMAN, 1991). O surgimento dos Fundos Federais trouxe consigo o desenvolvimento do mercado interbancário, tão importante pela capacidade que possui de permitir que bancos troquem entre si reservas e, assim, consigam nivelar os coeficientes de liquidez exigidos legalmente ou em bases convencionais.

Os Fundos Federais permitem que bancos comerciais realizem empréstimos diários no mercado interbancário, à taxa desses fundos. A taxa de juros (*federal funds rate*) é a taxa do mercado interbancário, ou seja, é a taxa cobrada pelos bancos comerciais com excesso de reservas no banco central, de bancos que necessitam de empréstimos por um dia para atender às exigências de reserva. É importante notar que a taxa de juros do mercado interbancário é o indicador mais sensível da direção das taxas de juros, uma vez que é estabelecida diariamente pelo mercado e não periodicamente por bancos ou conselhos monetários.

Além dos Fundos Federais, outro instrumento de *position-making* são **Certificados de Depósitos (CDs)**. Esses últimos podem ser definidos como títulos de dívida que os bancos comerciais lançam e vendem para seus clientes, com o compromisso de recomprá-los quando o aplicador desejar⁶. Dessa forma, pode-se dizer que os CDs são um instrumento de dívida emitido por um banco com pagamento de juros.

Introduzidos no sistema bancário no começo da década de 1960⁷, os CDs se tornaram um mecanismo favorável para a manutenção da grande escala de fundos de curto prazo e rapidamente se transformaram em um dos principais instrumentos de *position-making* dos bancos comerciais.

O crescimento dos CDs no começo da década de 1960 permitiu que o crédito bancário se expandisse substancialmente, mais rápido do que as reservas base. A captação obtida pelos bancos na emissão de CDs, além de permitir que o crédito se expanda para além do limite imposto pelas reservas, viabiliza uma margem de manobra para os bancos comerciais no caso de um aumento do compulsório pelo banco central. Quando o montante de reserva compulsória se expande, os bancos podem lançar CDs para seus clientes a fim de aumentar a captação. Isso significa que, quando o compulsório se eleva, os bancos podem fazer o ajuste do lado do passivo, isto é, na dívida, em vez de ajustarem no lado do ativo, ou seja, reduzindo empréstimo, como era feito antes da década de 1960.

⁵ Os fundos de reserva federal envolvem, inclusive, os fundos que ultrapassam as exigências de reserva dos bancos pelo banco central.

⁶ A diferença existente entre os CDs e os depósitos a prazo é justamente o fato de que, no primeiro, o proprietário do título pode retirar o dinheiro quando desejar (os proprietários desses ativos podem vendê-los no mercado secundário antes da data de vencimento). Isso traz consigo a vantagem de conferir uma maior liquidez a esses títulos emitidos por bancos comerciais.

⁷ Os Certificados de Depósitos surgem como inovação financeira no mercado americano em 1961.

Uma outra técnica desenvolvida no pós-guerra e que permite aumentar o grau de liquidez é o **Acordo de Recompra**. No Acordo de Recompra o ativo, por exemplo um pacote de dívida do governo, é vendido já com o compromisso de recompra em uma data futura pré-estabelecida (MINSKY, 1986; FORTUNA, 2005). Isto é, esta operação constitui-se em uma venda com acordo de recompra para a instituição que vende os valores mobiliários ou mercadorias e uma compra com acordo de revenda para a instituição que os adquire. Isso significa que, ao efetuar uma operação de ‘venda’, a instituição não se desfaz totalmente do papel vendido e tem a garantia de tê-lo de volta em sua carteira ao fim de um determinado prazo. Uma vantagem desse instrumento é que ele permite o financiamento da compra de ativos líquidos a serem mantidos em carteira pela instituição.

No Acordo de Recompra, o preço da venda, assim como a data da recompra, são fixados na negociação. Dessa maneira, o retorno do comprador pode ser entendido como sendo uma taxa de juros sobre o montante envolvido. Como mostra Corrêa (1996), o dinheiro recebido com a venda do título e que deve sair já em data fixada funciona como um depósito oculto. No Acordo de Recompra vende-se certificado de depósito e volta-se para depósito à vista. Uma consequência é que esse movimento atrapalha a política do compulsório, visto que o compulsório é calculado sobre depósito à vista.

A partir da década de 1970, um outro instrumento de *position-making* começa a ser bastante utilizado: são os **commercial papers**, títulos de curto prazo emitidos por uma empresa no mercado de capitais sem garantia real (MINSKY, 1986). Como os *commercial papers* são operações sem garantia, somente as empresas com uma excelente colocação nas avaliações de reconhecidas agências de *rating* são capazes de vender papéis. Normalmente as empresas utilizam os *commercial papers* para levantar recursos necessários para o pagamento de operações correntes como, por exemplo, o pagamento dos salários dos funcionários⁸. As corporações geralmente consideram essa alternativa vantajosa por envolver custos menores que os empréstimos bancários.

Todos os instrumentos de *position-making* apresentados anteriormente (títulos públicos, Fundos Federais, Certificados de Depósitos, Acordos de Recompra e *Commercial Papers*) não só contribuíram de forma substancial para o movimento de internacionalização bancária e o surgimento do **Euromercado**, como também ganharam um espaço muito maior nesse novo cenário. A importância do desenvolvimento do Euromercado é significativa, visto

⁸ As empresas não podem utilizar os *commercial papers* para o financiamento de ativos fixos como, por exemplo, máquinas, terrenos ou edifícios.

que este funciona não apenas como um *locus* para a expansão dos novos produtos financeiros, mas é em si próprio uma grande inovação financeira.

Inicia-se dois movimentos. Em primeiro lugar, houve um movimento de internacionalização bancária, com os bancos (sobretudo os americanos) abrindo filiais, especialmente na Europa. Em segundo lugar, houve a expansão de mercados *off shore*, iniciando-se com o mercado londrino⁹. A partir daí, os bancos na praça de Londres estavam autorizados a transacionar com moedas, que não a londrina, e o faziam captando especialmente depósitos em dólar e ofertando recursos, também em dólar¹⁰. Os bancos americanos que estavam na Europa começaram também a atuar nesse mercado de eurodólares – desenvolvendo-se o chamado Euromercado.

Com o desenvolvimento deste mercado, o Banco Central da Inglaterra não intervinha no mercado *off shore*. Esses centros *off shore* se distinguem dos centros financeiros domésticos uma vez que as transações, efetuadas em moeda estrangeira, são livres dos impostos e controles normalmente presentes na atividade bancária doméstica (FERREIRA e FREITAS, 1990: 08). Nesse contexto, expandem-se os empréstimos interbancários, agora estendidos ao contexto mundial¹¹.

O crédito bancário multinacional em larga escala foi iniciado principalmente por instituições norte-americanas e, após o predomínio inicial dos bancos norte-americanos, o crédito privado passou a ser cada vez mais transnacionalizado.

No caso dos países periféricos, estes passam a ter mais facilidade de captar recursos externos, tomando recursos emprestados dos bancos que atuavam no Euromercado. Desde os anos de 1970, os bancos multinacionais têm-se constituído numa importante fonte de capitais. Ao mesmo tempo em que o mercado de eurodivisas se expandiu a um ritmo bastante acelerado, a proporção de seus empréstimos direcionada aos países em desenvolvimento cresceu substancialmente.

⁹ Posteriormente, na década de 1970, o mercado de Nova York também tornou-se *off shore*.

¹⁰ Neste período, o Sistema Monetário Internacional de Bretton Woods ancorado no padrão dólar-ouro, já tinha consolidado a hegemonia do dólar enquanto moeda reserva e dos Estados Unidos enquanto potência dominante.

¹¹ Mas o euromercado não funcionava apenas como fonte de recursos de médio e longo prazo para os bancos garantirem suas operações ativas, funcionava também como um espaço para aplicar lucrativamente os seus superávits primários. “Na década de 70, sobretudo após a quadruplicação do preço do petróleo, o dinamismo do euromercado foi sustentado pelos sucessivos superávits dos países da OPEP, que inundaram o Euromercado em busca de valorização” (FERREIRA E FREITAS, 1990: 07).

O rápido aumento dos empréstimos em euromoea aos países periféricos se deve tanto à desenvolvimentos e alterações no próprio mercado de eurodivisas quanto à mudança de condições nesses países.

No que se refere aos primeiros, havia a contração da demanda por crédito por parte dos clientes tradicionais devido à recessão nos países industrializados; sendo que isso acontecia em um momento em que os depósitos dos países exportadores de petróleo e de outras fontes de recursos crescia com muita rapidez.

No que tange aos segundos, as taxas elevadíssimas no aumento do preço das *commodities* e a consequente melhora na balança comercial dos países periféricos no início dos anos 1970 tornaram esses países clientes atrativos para os banqueiros multinacionais (GRIFFITH-JONES e SANKEL, 1990: 94).

Esses fatores incentivaram os bancos a concederem créditos a prestatários anteriormente considerados de pouca importância. Simultaneamente, outros fatores tornaram tanto o setor público como o privado em muitos países em desenvolvimento ansiosos por contrair empréstimos¹². Esses grandes fluxos acarretaram na privatização da estrutura da dívida dos países em desenvolvimento¹³. Os empréstimos concedidos a esses países foram feitos, em grande parte, a juros flutuantes, como tentativa de reduzir importantes categorias de riscos para os bancos individuais.

A explanação feita acerca dos instrumentos de *position-making*, desenvolvidos nas décadas de 1960 e 70, teve o intuito de mostrar como a estrutura de financiamento é alterada no período do pós-guerra. Desde então, observa-se um movimento de flexibilização dos passivos que permite uma expansão significativa do crédito, sendo que nesse primeiro movimento das inovações financeiras essa expansão ocorreu sobretudo via bancos e desenvolveu um forte movimento de internacionalização financeira.

Do lado dos Balanços de Pagamentos, houve um crescimento dos fluxos de empréstimos (computado na conta Outros Investimentos), numa magnitude superior às necessidades de fechamento dos Balanços de Pagamentos. Ou seja, as captações de recursos, pela via de empréstimos, não necessariamente se destinam apenas a fechar o ‘hiato de recursos’. Isto claramente ocorreu no Brasil na década de 1970 e de 1980, gerando-se

¹² O grande volume de crédito privado ajudou alguns países em desenvolvimento a manter ou mesmo aumentar seus níveis de atividades econômica. Contribuiu, além disso, para sustentar a atividade econômica nos países desenvolvidos, mantendo a demanda por suas exportações dirigidas ao Terceiro Mundo (GRIFFITH-JONES e SUNKEL, 1990: 98).

¹³ Essa tendência, que se tornou mais importante entre 1970 e 1973, atingiu dimensões particularmente grandiosas após 1974. Em fins da década, alguns países como o Brasil e o México, passaram a obter grandes empréstimos de bancos privados multinacionais.

problemas relacionados ao excesso de entrada de recursos bancários em momentos de liquidez.

1.3. Consequências das inovações financeiras das décadas 1960/70

As inovações financeiras das décadas de 1960 e 70, na medida em que permitiram o aumento do grau de liquidez através de operações do lado do passivo do balancete das instituições financeiras e não financeiras¹⁴, consolidou a assimetria do Balanço de Pagamentos, pois, de um lado tem-se uma demanda por créditos (a nível internacional) de médio e longo prazos, enquanto que o passivo do balancete está constituído, sobretudo, por fundos de curto prazo.

Além da assimetria no Balanço de Pagamentos, o movimento rumo a operações de flexibilização de passivos trouxe, também, várias outras consequências para as economias. Um dos impactos desse processo é o aumento na capacidade de criação de moeda. Como já foi discutido, as inovações financeiras das décadas de 1960 e 70, através de instrumentos como Certificados de Depósitos, permitem que o crédito bancário se eleve para além do limite imposto pelas reservas.

Essa capacidade das instituições financeiras de criar moeda através de operações de dívidas dificulta o controle da autoridade monetária sobre a quantidade de crédito que é concedido pelo sistema bancário. Por exemplo, mesmo quando se aumenta a proporção de encaixes compulsórios, os bancos possuem instrumentos capazes de atender a essa necessidade sem ter que reduzir o montante de empréstimos.

Como visto, quando o compulsório é elevado os bancos comerciais podem usar de artifícios como, por exemplo, lançar Certificados de Depósitos para aumentar sua captação, ajustando-se do lado do passivo (dívida) e não do lado do ativo, reduzindo o montante de empréstimos. Exatamente por isso costuma-se dizer que a política monetária é mais eficaz aumentando juros do que elevando compulsório; afinal, a elevação da taxa de juros inibe diretamente os agentes de tomar empréstimos, não sendo uma relação indireta que passa pelo intermédio dos bancos e sua capacidade de burlar as intenções da autoridade monetária.

Por isso, pode-se dizer que as inovações financeiras das décadas de 1960 e 70 contribuem de forma significativa para o aumento dos empréstimos, isto é, o endividamento

¹⁴ Apesar de Minsky (1986) centrar sua discussão na análise do balancete dos bancos comerciais, argumenta-se que esse movimento de maior flexibilização dos passivos pode ser estendido não só a corporações mas, também, a agentes privados e governos.

total (público e privado) aumenta consideravelmente com os instrumentos de *position-making* (MINSKY, 1986).

O maior endividamento em relação ao PIB, que ocorre a partir da difusão das inovações financeiras, colaborou para gerar uma pressão inflacionária em todo o mundo. No período em questão, devido à expansão do processo de criação de moeda, os mercados monetário e financeiro estão acompanhados pela presença de tensões inflacionárias.

Os instrumentos de *position-making*, em especial o desenvolvimento do Euromercado, incentivaram o influxo massivo de dólares no exterior. Os governos, na tentativa de estabilizar suas taxas de câmbio, intervinham expandindo sua oferta monetária mais do que o normal, alimentando o processo inflacionário (MOFFIT, 1984).

O processo de internacionalização financeira também tem forte relação com o desenvolvimento dos novos instrumentos financeiros. O maior número de instituições financeiras atuando em escala mundial foi intensificado principalmente pela presença de dois fatores. Primeiro, o enorme superávit obtido pelos países exportadores de petróleo dirigiu-se para o Euromercado na busca de maiores rentabilidades e menores regulamentações. Um segundo aspecto colaborou para a internacionalização financeira: a expansão da dívida americana, que injetou uma exorbitante quantidade de dólares no mercado internacional, pressionando para que as negociações em outros países (em especial no Euromercado) ocorressem também em dólares. Os dois fatores desenvolveram-se graças ao movimento de desregulamentação das operações realizadas entre residentes e não residentes, em direção aos centros internacionais *off-shore* e graças à instalação dos grandes bancos internacionais nesses centros financeiros. Aqui, o processo de internacionalização que levou a expansão do Euromercado foi essencialmente bancário (CINTRA, 1998: 189).

Um outro impacto das inovações financeiras do pós-guerra é que elas permitem às instituições financeiras e não financeiras crescerem num movimento especulativo e fictício (CORRÊA, 1996). Os novos instrumentos de *position making* elevam a acumulação da riqueza abstrata por parte das instituições, pois essas últimas passam a ter a possibilidade de obter rendimentos aplicando nos novos instrumentos apenas para especular. Além disso, na medida em que os novos instrumentos contribuem para aumentar as operações de cunho especulativo e fictício das instituições e, conseqüentemente dos países, elevam, também, a instabilidade do sistema capitalista.

A partir da década de 1970 a instabilidade aumenta. Em 1971, quando o déficit dos Estados Unidos já era significativo, é suspensa a conversibilidade dólar-ouro e a moeda começa a ser criada sem qualquer base real. Em 1973 tem-se o fim da adoção das taxas de

câmbio fixas, intensificando a questão da problematização cambial. Esses dois acontecimentos (fim da conversibilidade dólar-ouro e da adoção de taxas de câmbio fixas) anunciam a morte, oficial, do sistema monetário de Bretton Woods. Nesse momento, as questões monetário-financeiras internacionais ficam isentas de qualquer regulação (GARLIPP, 2001: 120). Como bem salienta Fiori (1997):

Chegava ao fim o ciclo mais extenso de desenvolvimento continuado do capitalismo e entrava em crise a economia mundial empurrada por sucessivas desvalorizações cambiais. Esta foi a conjuntura em que o “Dilema de Triffin”¹⁵ se transformou numa contradição insustentável, implodiu o ‘padrão dólar’ e deu origem ao sistema cambial responsável, em última instância, pela expansão financeira das décadas seguintes (FIORI, 1997: 108).

Além do fim do sistema de Bretton Woods em 1973, houve, neste mesmo ano, o primeiro choque do petróleo. Em 1979 há dois grandes marcos: outro grande aumento no preço do petróleo e a explosão dos juros americanos.

O aumento dos juros norte-americanos em 1979 teve como objetivo principal atrair capitais para os Estados Unidos e restaurar a hegemonia do dólar como moeda de reserva universal, hegemonia esta que estava sendo, pelo menos em parte, questionada. Com a política restritiva de 1979, o dólar reafirma sua supremacia financeira mundial. No entanto, a brusca elevação da taxa de juros americana trouxe efeitos recessivos para várias economias, especialmente para as economias emergentes.

No caso dos países periféricos geram-se três impactos: i) o aumento do preço do petróleo produz aumento das importações em dólares, ii) o aumento das taxas de juros conjugados com o *boom* do preço do petróleo gera um menor crescimento mundial e a redução das exportações dos periféricos; estes dois elementos colaboram para a piora da Balança Comercial desses países, e iii) o aumento das taxas de juros provoca o aumento do déficit da conta serviços, pois a grande parte dos empréstimos foi tomada no exterior com juros flutuantes. Estes três elementos propiciam um resultado cada vez pior para o balanço de transações correntes dos periféricos. Do lado da conta financeira, a expansão de empréstimos novos não ocorre, e a mera reciclagem dos antigos não é suficiente para fechar os Balanços de

¹⁵ O ‘Dilema de Triffin’, também conhecido como ‘Dilema de Nixon’, pode ser entendido como a “vontade de desvalorizar o câmbio e ao mesmo tempo a impossibilidade de fazê-lo dentro das regras do Sistema Bretton Woods, sem ameaçar a posição do dólar como moeda internacional” (SERRANO, 2004: 197). Para maiores detalhes sobre o ‘Dilema de Triffin’ ver Eichgreen (2000: 159) e Serrano (2004: 196-197).

Pagamentos dos países periféricos, que começam a ficar deficitários. Gera-se uma crise de pagamentos internacional.

1.4. O desenvolvimento dos processos de desregulamentação financeira e liberalização externa

Antes de serem apresentadas as inovações financeiras das décadas de 1980/90, o que será feito na próxima seção, é importante levantar alguns elementos da dinâmica da desregulamentação financeira e da liberalização externa, visto a intrínseca relação que existe entre esses dois processos e a expansão dos novos instrumentos financeiros na explicação do objetivo maior deste trabalho, isto é, na análise do perfil da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos dos países, principalmente das economias emergentes.

O sistema financeiro internacional vem passando, desde o final dos anos 1960, por profundas alterações na sua estrutura e forma de funcionamento. Essa modificação no sistema financeiro mundial pode ser entendida a partir das mudanças implementadas pela economia norte-americana que levou a grandes oscilações nas taxas de juros e de câmbio. Antes disso, o sistema financeiro era caracterizado por uma forte regulamentação construída na década de 1930 para controlar as crises bancárias ocorridas naquela época¹⁶ (CARCANHOLO, 2001).

A crise financeira da década de 1930 foi responsável pela emergência, no período posterior (meados da década de 1940 até meados da década de 1970), de uma sociedade caracterizada por grande participação das forças sociais e do governo, especialmente dos países centrais, em promover o crescimento e desenvolvimento econômico com o objetivo de evitar a grande depressão do período anterior. Assim, a ação estatal no pós-guerra, no que se refere à política econômica, busca conciliar interesses capitalistas com os da classe trabalhadora, por meio da regulação da atividade econômica, com o propósito de manter elevados os níveis de crescimento e desenvolvimento (BARUCO; GARLIPP, 2006: 2).

No que se refere ao sistema financeiro, é importante destacar que até o final da década de 1970 ele era segmentado, isto é, as instituições eram segmentadas por tipo de serviço e a supervisão das atividades financeiras era controlada pela autoridade central ou por instituições paralelas. Essa regulamentação fornecia estabilidade ao sistema, na medida em que havia casamento entre os perfis de ativos e passivos das instituições.

¹⁶ Os principais regulamentos, definidos nos *Banking Acts*, de 1933 e 1935, garantiam que: bancos não podiam negociar ações e seguros, bancos comerciais não podiam pagar juros sobre os depósitos à vista, estabeleciam um teto para as taxas de juros (esses dois últimos incluídos na Regulação Q), limitavam da concessão de empréstimos e o grau de alavancagem.

No entanto, quando teve fim a fase de grande prosperidade do pós-guerra, os pilares de sustentação do regime de acumulação e do ambiente institucional até então vigentes foram fortemente questionados, e a visão keynesiana, que dominou o pensamento econômico entre o final da segunda guerra mundial e o início dos anos setenta, cedeu espaço para o retorno à tradição clássica liberalizante estendida ao contexto global (PINHEIRO, 2008: 520).

Nos anos 1970 algo totalmente diverso se estabelece com o colapso da ordem econômica e financeira egressa de Bretton Woods. A volatilidade dos mercados financeiros impulsionou o crescimento extraordinariamente rápido daquilo que se convencionou chamar de capital fictício, uma forma de capital que obtém renda financeira (juros, ganhos de capital, comissões, taxas, entre outros) por meio da negociação especulativa de ativos em papel¹⁷ (GUTTMANN, 1996).

Foi neste contexto que se desenvolveu a desregulamentação financeira, fenômeno que pode ser entendido como sendo o processo de eliminação das restrições e travas legais à atividade financeira¹⁸. Neste ambiente as atividades do mercado de crédito e do mercado de capitais tornam-se crescentemente interligadas¹⁹ e a simetria entre ativos e passivos torna-se cada vez mais rara.

O processo de desregulamentação desse sistema começou a ocorrer nos Estados Unidos a partir do final da década de 1960 e se tornou mais intenso quando se fizeram presentes as oscilações da taxa de juros americana, quando a crise do endividamento levou à redução da lucratividade do setor bancário e quando ocorreu a criação de novos instrumentos financeiros. Como afirma Carcanholo (2001: 126), esses elementos nos permitem entender o processo de desregulamentação do sistema financeiro americano como uma resposta do mercado à regulamentação tida como excessiva do período anterior.

Depois de estabelecido na economia norte-americana, o processo de desregulamentação começa a se estender para outros países; por exemplo, chega à Inglaterra por intermédio do governo Thatcher, ao Japão em meados da década de 1980 e às economias emergentes no final desta mesma década.

Além da desregulamentação, a liberalização financeira foi outro processo que, somado às inovações financeiras, contribuiu para a configuração da atual arquitetura financeira

¹⁷ Aqui é importante lembrar que, para Marx, o capital fictício pode ser entendido como “fluxos negociáveis sobre fluxos de caixa futuros (*securities*) cujo valor é derivado unicamente de capitalização de renda antecipada, sem nenhuma contrapartida em capital produtivo” (GUTTMANN, 1996: 65).

¹⁸ Dentre as modificações mais importantes pode-se citar a anulação da proibição de os bancos comerciais pagarem juros sobre depósitos à vista, a criação de um mercado *off-shore* dentro dos Estados Unidos e a permissão do lançamento de ADR's, ou títulos junto a investidores institucionais qualificados.

¹⁹ Por exemplo, nas NIFs (*Notes Issuance Facility*), o demandador de recurso emite um bônus de curto prazo (operação de mercado de capitais) garantido por um banco comercial (mercado tradicional de crédito).

mundial. Com a liberalização financeira externa eleva-se o grau de abertura financeira, ou seja, aumenta-se a 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 domésticos. Como explicita Carcanholo (2002), essa liberalização financeira externa tem como âmbitos gerais a liberalização das transações de entrada, das transações de saída, e a conversibilidade entre moedas.

Como bem examina o autor supracitado, os últimos anos do século XX foram apresentados como os constituidores de uma realidade diferente. Eles teriam definido um mundo sem fronteiras onde todos os mercados estariam integrados, e as relações entre os países estariam intensificadas tanto no que diz respeito ao setor produtivo, quanto aos fluxos comerciais e financeiros. Esse processo de globalização, conforme a denominação que se disseminou, manifestar-se-ia na globalização 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 do capital internacional. Este último aspecto é apresentado, de fato, como a principal característica do novo contexto internacional, afinal, a globalização financeira, que atribui um poder exorbitante aos mercados e à especulação, está diretamente associada à ascensão da instabilidade nos mercados internacionais (PLIHON, 1995).

Chesnais (1999a) prefere chamar o processo de globalização financeira de mundialização financeira, e define três etapas para seu processo. A primeira etapa (1960-1979) Chesnais (1999a) chama de internacionalização financeira direta, na qual ocorre o surgimento e o desenvolvimento do mercado de eurodólares, a queda do sistema de Bretton Woods (fim do padrão ouro-dólar e do sistema de taxas de câmbio fixas), o surgimento do mercado de derivativos e a acelerada expansão dos bancos americanos.

A segunda etapa (1979-1985) é a de desregulamentação e liberalização financeira. Aqui a liberalização ocorre tanto para a entrada quanto para a saída dos movimentos de capitais. O processo de securitização das dívidas públicas também faz parte dessa etapa. Além disso, há o aumento da importância das instituições financeiras não bancárias no mercado financeiro em detrimento dos bancos, e o crescimento da participação dos fundos de pensão e fundos mútuos.

Já a terceira etapa (1986-1995) é caracterizada pela generalização da arbitragem e a incorporação dos mercados emergentes. Nessa etapa, a abertura e a desregulamentação ocorrem também no mercado de ações; há, ainda, a incorporação dos mercados emergentes

dentro da circulação internacional do capital, os choques financeiros e cambiais ocorrem com maior intensidade e há um crescimento significativo do mercado de derivativos²⁰.

Portanto, como observa Garlipp (2001), a globalização financeira, que ganha impulso nos anos 1980 e se consolida nos anos 1990, é um processo cujas origens podem ser encontradas na emergência e desenvolvimento do mercado de eurodólares e no colapso de Bretton Woods. Desde então, emerge uma nova concepção de desenvolvimento, inspirada nas teses liberais, e a esse ‘novo liberalismo’ convencionou-se chamar de neoliberalismo²¹. É nessa concepção que os países emergentes deveriam se enquadrar. A garantia de inserção desses países seria dada pela adoção do ideário neoliberal, supostamente tido como a única forma de os países se inserirem neste novo mundo das finanças globalizadas (BARUCO; GARLIPP, 2006).

As instituições surgidas de Bretton Woods (Fundo Monetário Internacional e Banco Mundial), somadas ao apoio do governo norte-americano, deram origem a um conjunto de ideias de políticas e estratégias de desenvolvimento que ficaram conhecidas como Consenso de Washington²². É por meio deste que a concepção neoliberal se difunde para a periferia do capitalismo.

Como descrevem Baruco e Garlipp (2006), o ajuste neoliberal, mais especificamente o apresentado pelo Consenso de Washington, constitui-se em uma ideia de desenvolvimento caracterizado por três elementos básicos. O primeiro elemento seria a estabilização macroeconômica, com o intuito de reduzir a inflação e controlar as contas governamentais. Aqui, para completar o programa neoliberal, introduziram-se elementos heterodoxos de combate à inflação, como utilização da âncora cambial, seja na forma de regimes dolarizados ou de bandas cambiais.

O segundo elemento do programa seria constituído pelas ‘reformas estruturais’: abertura comercial, desregulamentação dos mercados, privatização de estatais e de serviços

²⁰ O mercado de derivativos cresce 843% entre 1986 e 1992.

²¹ O neoliberalismo “não deve ser interpretado como uma simples reedição do liberalismo clássico, posto que existem diferenças fundamentais entre eles. O neoliberalismo abandona o campo ideológico e fundamenta um projeto político de sociedade, a ‘sociedade de mercado’, revelando antes o seu caráter doutrinário. Além disso, também existem diferenças com relação à estrutura e às funções que se apregoa ao Estado”(BARUCO; GARLIPP, 2006: 2).

²² A expressão Consenso de Washington nasceu em 1989, criada pelo economista inglês John Williamson, ex-funcionário do Banco Mundial e do Fundo Monetário Internacional (FMI). Numa conferência do *Institute for International Economics* (IIE), em Washington, foram listadas as políticas que o governo dos Estados Unidos preconizava para a América Latina. De acordo com o Consenso de Washington, a explicação para o desastre econômico na América Latina é justificado por duas causas básicas: i- o excessivo crescimento do Estado, traduzido em protecionismo (o modelo de substituição de importações), excesso de regulação e empresas estatais ineficientes e em número excessivo; ii- o populismo econômico, definido pela incapacidade de controlar o déficit público e de manter sob controle as demandas salariais tanto do setor privado quanto do setor público (BREISSER-PEREIRA: 1991).

públicos, eliminação da maior parte dos subsídios, garantindo a liberalização dos preços e a abertura financeira. É importante ressaltar que, dentre as reformas, a abertura externa é tida como uma das mais importantes. Esta, como já foi visto, desdobra-se em abertura comercial (livre mobilidade de bens e serviços) e em liberalização financeira externa (os agentes, residentes e não residentes, passam a ter maior liberdade para efetuar suas transações financeiras²³) (BARUCO, 2005: 57).

Os dois elementos configurariam as pré-condições estruturais que garantiriam o terceiro elemento do programa: a retomada do investimento e crescimento econômico associado à distribuição de renda dos países periféricos. Isso significa que, para os defensores das ideias propugnadas pelo Consenso de Washington, a economia de mercado, funcionando sem intervenções e/ou regulamentações, levaria à ‘ordem natural harmônica’, ao crescimento e desenvolvimento econômico.

No Consenso de Washington, a ordem de implementação das reformas não segue, necessariamente, a ordem dos elementos apontados. Mas, para os adeptos desses princípios, a estabilização macroeconômica e o ajuste fiscal são pré-condições para a execução desse programa, independente da forma ortodoxa ou heterodoxa utilizada²⁴. E os programas de estabilização deveriam ser acompanhados pelas reformas, para que se pudessem alcançar os outros elementos do programa.

Entretanto, a implantação do receituário neoliberal defendido pelo Consenso de Washington não impediu a emergência das crises financeiras e cambiais da década de 1990. Por isso, fez-se necessária uma segunda reformulação do receituário neoliberal conhecida como Pós-Consenso de Washington. De acordo com seus autores, essa nova agenda deveria ser composta por uma sequência ótima do processo de abertura e pela adoção de novas reformas. O processo de abertura externa deveria obedecer uma forma sequencial.

Primeiro deveria implementar a reforma fiscal, para minimizar a rigidez das taxas de juros e reduzir a rolagem da dívida pública. A reforma fiscal levaria à redução do déficit público e, conseqüentemente, à necessidade de financiá-los com novo endividamento público. O segundo passo da abertura sequencial seria a desregulamentação financeira doméstica. O principal objetivo dessa medida seria o de dar exclusividade ao mercado na alocação dos

²³ A abertura externa foi uma resposta ao fenômeno de “globalização financeira”, que foi fortemente marcada pela liberalização dos fluxos de capitais e provocou uma elevação dos fluxos de capitais para as economias emergentes. Cabe ressaltar que tais fluxos tomam uma dinâmica volátil dependente, sobretudo, da lógica de aplicação dos grandes investidores.

²⁴ Na teoria convencional, o principal determinante da inflação é o financiamento monetário dos déficits públicos. Dessa maneira o equilíbrio fiscal é fundamental para a eliminação da inflação e para sustentabilidade do ambiente de estabilidade dos preços.

recursos financeiros e na determinação da taxa de juros. A terceira etapa seria a unificação do mercado cambial, antes da liberalização externa, para por fim às discriminações entre exportadores e/ou importadores potenciais. A quarta etapa seria a abertura comercial. A quinta e última etapa seria a liberalização financeira externa com o objetivo de aumentar a abertura financeira²⁵.

Para os formuladores do Pós-Consenso de Washington, as reformas anteriores seriam necessárias mas não suficientes para alcançar o crescimento e o desenvolvimento econômico e, por isso, deveriam ser adotadas medidas que minimizassem as imperfeições do mercado. Como argumenta Bustelo (2003:6), defende-se a aplicação de novas reformas em favor de um caráter complementar (e não excludente) do mercado e do Estado. Assim, advoga-se a necessidade de aplicação de novas reformas que deveriam centrar em questões sociais e na recuperação das atuações estatais como forma de impulsionar o crescimento e o desenvolvimento do país. O que se defende é uma modernização do Estado, isto é, seria necessário um Estado forte e capaz de apoiar o desenvolvimento dos mercados (BARUCO; GARLIPP, 2006: 5-6). É importante perceber que o argumento aqui é em favor da presença do Estado mas, agora, em favor das forças de mercado. O Estado alia-se às altas-financeiras, sendo que a aliança entre o capital financeiro e os grandes poderes políticos é hoje ainda mais intensa do que fora no mundo colonial e imperialista do final do século XIX (FIORI, 1997: 142).

Assim, é importante perceber que tanto o Consenso quanto o Pós-Consenso de Washington continuam difundindo os mesmos remédios para enfrentar o imobilismo apresentado pelas economias emergentes nos últimos anos, mas sob uma repaginação do caráter ortodoxo das propostas. De modo geral, o programa neoliberal do Consenso, reafirmado no Pós-Consenso de Washington, como proposta e estratégia de crescimento e de desenvolvimento, está estruturado em duas premissas básicas. A primeira premissa, estabilização macroeconômica (controle inflacionário e superávit fiscal primário), seria pré-condição necessária para a retomada do crescimento e do desenvolvimento. E a segunda premissa, reformas estruturais pró-mercado, asseguraria a retomada dos investimentos (de responsabilidade do setor privado) e o crescimento e o desenvolvimento da economia (BARUCO; GARLIPP, 2006).

²⁵ É importante enfatizar que as reformas deveriam ser precedidas por uma estabilização macroeconômica que garantisse a credibilidade para sua implementação. E, após a implementação da sequência ótima de implementação das reformas, seria garantido o cumprimento de uma disciplina econômica (obtenção dos fundamentos) que sustentariam a continuidade da entrada de capital externo que viria a financiar o desenvolvimento econômico.

No entanto, mesmo depois de efetuadas todas as premissas defendidas pelo Consenso e Pós-Consenso de Washington, as economias emergentes não conseguiram crescer e se desenvolver. Os adeptos das propostas ortodoxas neoliberais justificam isso afirmando que as economias cometeram algum erro na implementação das propostas. Entretanto, o que entendemos é que não se trata de um erro de execução, e sim da própria natureza das reformas adotadas. A abertura financeira é capaz de gerar problemas sistêmicos nas economias, independente da ordem de implementação das reformas. Ademais, a liberalização da conta capital, se precipitada, pode comprometer o desenvolvimento do sistema financeiro doméstico de um país emergente em razão da maior instabilidade macroeconômica gerada pela volatilidade de capitais externos (FERRARI-FILHO *et al.*, 2004).

No contexto macroeconômico mundial o resultado do processo de adoção do receituário apregoado pelo Consenso e Pós-Consenso tem sido: taxas de crescimento do PIB muito baixas; deflação rastejante; conjuntura mundial altamente instável, marcada por sobressaltos monetários e financeiros cada vez mais frequentes; alto nível de desemprego estrutural; marginalização de regiões inteiras em relação aos sistemas de trocas e uma concorrência internacional cada vez mais intensa, geradora de sérios conflitos comerciais (CHESNAIS, 1995).

Portanto, a gestão monetária das estabilizações acompanhadas pelas reformas e sustentadas pelos investimentos externos tem mostrado uma forte incompatibilidade com o crescimento econômico e tem produzido efeitos sociais e fiscais de crescente gravidade. O modelo econômico ancorado na sobrevalorização da moeda local, viabilizada pela disponibilidade de capitais fartos e baratos, transformou as economias emergentes numa espécie de “guardiões paralíticos” de uma moeda de que de fato não dispõem. E, além disso, as reformas implementadas nas economias emergentes têm colaborado sobremaneira para a perda de legitimidade destes governos (FIORI, 1997).

Como mostram Coutinho e Belluzzo (1996), sob a hegemonia do pensamento neoliberal, em que predominam as relações de mercado, e sob a égide da globalização, com o estreitamento das conexões internacionais de comércio, investimentos e fluxos de capitais, a política de desenvolvimento se reduz às condições propícias para atrair investidores, lubrificando-se ao máximo a liberdade privada de acumulação.

Nas últimas décadas tem-se reconhecido a chegada, em termos qualitativos, de um novo tipo de capitalismo, intitulado alternadamente de “capitalismo patrimonial”, “regime de crescimento dirigido pelas finanças” ou “regime de acumulação dominado pelas finanças”. O seu atributo central é o processo conhecido como financeirização da riqueza, que passou a ser,

desde a década de 1980, um padrão sistêmico globalizado em que a valorização e a riqueza no capitalismo operam sob a dominância da lógica financeira (GUTTMANN, 2008; TAVARES, 2009). A perspectiva é de que a abertura comercial e financeira levou à predominância da esfera financeira sobre a esfera produtiva (CHESNAIS, 2004; EPSTEIN, 2005). Observa-se nesse processo um crescimento da esfera financeira em um ritmo superior aos investimentos, PIBs e trocas em geral (CHESNAIS, 1996 *apud* CORRÊA *et al.* 2009).

O crescimento e a supremacia das finanças internacionais trouxeram consigo uma mudança estrutural: a própria natureza do sistema passou a ser dominada pela especulação (BOURGUINAT, 1995 *apud* PRATES, 1999). Neste padrão, a especulação tornou-se sistêmica em não apenas um momento dos ciclos, ela tem caracterizado as ações de todos agentes econômicos relevantes, ou seja, a lógica especulativa entranhou-se, profundamente, no comportamento do conjunto de agentes econômicos e passou a condicionar suas decisões de consumo, poupança, investimento, aplicação financeira, endividamento e concessão de crédito, em âmbito doméstico e internacional (PRATES, 2005: 270). Nesse ambiente, a instabilidade financeira internacional e o risco sistêmico aumentam consideravelmente (AGLIETA, 1995).

1.5. Inovações Financeiras das décadas de 1980 e 90

A política monetária restritiva dos Estados Unidos em 1979 trouxe várias consequências para diversos países. Os países centrais entram em dificuldade devido aos impactos negativos dessa medida, somado ao aumento do preço do petróleo, sobre suas balanças comerciais. Já os países devedores das economias emergentes, especialmente os países da América Latina, passam a ter grande dificuldade de pagamento sobre seus compromissos financeiros, visto que em grande parte os empréstimos desses países foram contraídos a juros flutuantes. Com o crescimento da dívida de juros variáveis no endividamento total e de taxas de juros significativamente mais elevadas, o custo total dos juros e o serviço da dívida global, como proporção da dívida total e das exportações, aumentam significativamente (GRIFFITH-JONES; SUNKEL, 1990).

O mercado interbancário, que na década de 1970 havia facilitado o financiamento das economias emergentes, passa a ser, na década de 1980, uma fonte potencial de instabilidade crescente. Isso deixa evidente o caráter instável e imprevisível do crédito privado internacional. É exatamente no momento em que a necessidade por financiamento se eleva que os bancos internacionais deixam de emprestar para as economias emergentes e há forte

redução da disponibilidade de crédito voluntário²⁶, principalmente depois da moratória do México²⁷. Nesse contexto, muitos bancos de menor porte abandonam o mercado e os bancos internacionais maiores enfrentam problemas devido ao não pagamento dos empréstimos.

Nesse período em que há redução no *funding* bancário, a estrutura de financiamento assentada no crédito concedido por bancos torna-se incapaz de atender às exigências de financiamento das economias. A fragilidade da estrutura de financiamento do final da década de 1970 faz com que se desenvolva, na década de 1980, uma alteração no sistema financeiro internacional. Mais uma vez as relações financeiras vão apresentar novas operações (CINTRA, 1998).

A problemática década de 1980 causa alterações na situação tanto dos ofertantes quanto dos demandantes de recursos. Os grandes credores do sistema bancário, países exportadores de petróleo, saem de cena devido a uma interrupção nos seus superávits. E os grandes demandantes de recursos, poderosas corporações, percebem que poderiam tomar recursos diretamente do mercado, através da emissão de títulos de dívida, pois o custo envolvido era muito inferior ao presente nos empréstimos bancários. É o processo de securitização de dívidas.

O movimento de securitização traz consigo as vantagens de possuir ativos rentáveis e líquidos. No entanto, só a liquidez dos ativos não é capaz de lhes oferecer total segurança; permanece, assim, o risco de mercado. A grande volatilidade dos juros e do câmbio a partir da década de 1970 elevou os riscos de exposição dos intermediários financeiros. Esse ambiente de incerteza deu origem a um conjunto de inovações com o intuito de criar instrumentos de *hedge*²⁸. Esses instrumentos foram os derivativos (FERREIRA; FREITAS, 1990: 47). Uma parcela significativa das inovações financeiras que se desenvolvem a partir da década de 1980 está associada à flexibilização das transações financeiras no que se refere a prazos, taxas de remuneração e moedas de emissão para viabilizar as operações num ambiente macroeconômico de maior instabilidade (CINTRA, 1996).

²⁶ A interação negativa, “perversa”, entre os níveis elevados das taxas de juros e uma drástica redução da oferta de novos créditos privados levaram, em 1983-84, às vultosas transferências líquidas negativas de recursos financeiros da América Latina (BELUZZO, 1995).

²⁷ As economias emergentes passam a ter que recorrer ao FMI para conseguirem honrar o pagamento do serviço da dívida. Em 1982, o pagamento do serviço da dívida correspondeu a 20% das exportações desses países.

²⁸ Compradores e vendedores usam operações de *hedge finance* para se resguardarem de possíveis variações de preços dos ativos. Dessa maneira, pode-se dizer que o objetivo das operações de *hedge* é reduzir o risco envolvido na negociação. Quando se utilizam operações de *hedge*, os riscos das partes são reduzidos. No entanto, quando transações de *hedge* são feitas com o objetivo de especulação, pode ocorrer o inverso, isto é, o risco pode aumentar.

Ao lado do desenvolvimento do processo de securitização e do mercado de derivativos ocorre, também, a difusão dos investidores institucionais, que atuam como ‘grandes compradores’ para os papéis emitidos pelos dois primeiros.

Portanto, percebe-se que as décadas de 1980 e 90 foram caracterizadas pela forma de adaptação do Sistema Financeiro Internacional. O que se está tentando mostrar é que, como afirma Belluzzo (1995), na década de 1980, ocorre uma transformação: generaliza-se a dinâmica financeira e a supremacia dos mercados de capitais substitui à dominância anterior do sistema de crédito comandado pelos bancos²⁹. E, como enfatiza Aglietta (1995), o aumento da importância do mercado de capitais vis-à-vis o mercado de crédito bancário altera profundamente o comportamento dos agentes – famílias, empresas e instituições financeiras – cuja lógica adquire um caráter cada vez mais especulativo. A seguir, serão analisadas cada uma das inovações financeiras que permitem o desenvolvimento desse processo.

1.5.1. O Processo de Securitização

Um dos eixos centrais das inovações financeiras das décadas de 1980 e 90 foi o processo de securitização. Aqui, vale a pena lembrar que o termo securitização deriva da palavra inglesa *securities*, que significa títulos financeiros. Dessa forma, pode-se dizer que o processo de securitização foi o movimento acentuado que ocorreu, a partir da década de 1980, rumo a operações com títulos financeiros.

Vistas as condições em que se encontrava a estrutura de financiamento bancária no início dos anos 1980, o processo de securitização se tornou um instrumento que convergia interesses tanto dos credores quanto dos devedores. Os aplicadores de recursos, por desconfiarem da qualidade dos ativos dos grandes bancos internacionais, queriam evitar os passivos bancários e preferiam ativos mais seguros e mais líquidos. Os grandes tomadores de recursos, as grandes corporações, perceberam que elas próprias poderiam emitir um título de dívida e negociá-lo no Mercado Financeiro Internacional, pois o custo envolvido nesta transação é muito inferior àquele associado à obtenção de empréstimos bancários (CORRÊA, 1996: 58).

A convergência de interesses por parte dos credores e dos devedores de recursos fez com que, a partir dos anos 1980, aumentasse significativamente o volume de empréstimos via

²⁹ Vale lembrar que o avanço tecnológico na área da informática e telecomunicações contribuiu para o desenvolvimento dessa nova dinâmica, ao baratear o custo de transmissão, aumentar a velocidade do processamento de dados e a facilidade de acesso a diferentes mercados (PRATES, 1999: 64).

mercado de capitais. Os tomadores de recursos passam a contrair dívidas diretamente junto aos credores, sejam esses últimos intermediários financeiros ou não.

No que se refere ao crescimento de títulos de dívida direta (*securities*) para alavancagem de crédito, um dos principais instrumentos utilizados foram as ***Floating Rate Notes*** (FRN ou *floaters*) que são títulos de médio e longo prazo a taxa de juros flutuantes mais um *spread*. Esses títulos são listados nos mercados de capitais e a repactuação das taxas de juros ocorre com uma certa periodicidade (3 a 6 meses).

Ferreira e Freitas (1990) mostram que, apesar de as FRN surgirem na década de 1970, como forma de permitir a tomadores de menor reputação o acesso a *securities*, só ganham parcela de destaque nos anos 1980 em função da maior liquidez desse instrumento e da desconfiança dos aplicadores quanto à liquidez dos ativos bancários³⁰. Quando as condições de emissão das FRN vão se tornando mais flexíveis, incluindo características antes exclusivas dos empréstimos sindicados, elas passam, crescentemente, a substituir esses últimos³¹. Como a emissão de FRN pelos próprios bancos é expressiva, assim como a aquisição desses títulos por outros bancos, percebe-se que as FRN também têm substituído os tradicionais empréstimos interbancários.

Outro importante título de dívida direta são as ***Notes Issuance Facility*** (NIF). Essas podem ser definidas como um compromisso financeiro de médio prazo (normalmente 5 a 7 anos) em que o demandador do financiamento³² emite um bônus de curto prazo (Euronotes, com prazos de 3 a 6 meses) garantido por um banco comercial por meio de operação de subscrição (*underwriting*). Nessa inovação financeira, a transformação dos prazos é garantida pela participação dos bancos que assumem o compromisso de adquirir os bônus que o devedor não conseguir vender, ou conceder um empréstimo equivalente (*standby loan*). Os bancos assumem esse compromisso em troca do recebimento de uma taxa de participação. Do ponto de vista do banco subscritor, há diluição do risco de empréstimo em comparação com um empréstimo sindicado, além de a operação ficar fora de seu balanço.

Os ***Revolting Underwriting Facilities*** (RUFUS), criados por volta de 1982, foram uma nova modalidade de dívida direta, cuja característica é separar a função dos agentes que colocam o papel (*lead manager* ou um consórcio de agentes) daqueles que subscrevem os

³⁰ Para se ter uma ideia do espetacular crescimento do processo de securitização, em 1981, a emissão de dívida direta correspondia a menos de 30% do fluxo de endividamento gerado nos mercados financeiros internacionais, enquanto, em 1985/86, este percentual fica próximo aos 90% (FERREIRA; FREITAS, 90).

³¹ Os empréstimos sindicados são empréstimos de médio e longo prazo, formalizado mediante um contrato mútuo entre uma empresa e um conjunto de bancos (que constituem o sindicato financeiro). Os empréstimos sindicados deixaram de ser a principal fonte de financiamento internacional já em 1983.

³² Este deve ser um cliente de grau A (bons riscos).

títulos. O distribuidor acaba por ter o controle do processo, podendo ganhar com a diferença entre o valor de face e o valor conseguido com a colocação do título.

Um outro instrumento de dívida direta são os **TRUF** (*Transferable Underwriting Facility*) que facilitam a transferência do agente subscritor, sem a anuência prévia do tomador. Geralmente a instituição que subscreve as notas também as comercializa, através da compra com deságio desses papéis emitidos pelo tomador. O compromisso de subscrição também não consta no balanço da entidade financeira subscritora.

Há, também, os *Commercial Papers* que, como já foi visto no presente trabalho, são títulos de curto prazo que permitem a grande parte da alavancagem financeira das empresas (de grande e médio porte) ser feita através do lançamento de títulos de dívida direta. Apesar de os *commercial papers* já existirem no mercado americano desde a década de 1970, começaram a ser lançados nos mercados financeiros internacionais em 1984. Os *commercial papers* assemelham-se às NIFs, no entanto, nos primeiros, os bancos diminuem suas responsabilidades frente ao tomador, não subscrevendo as emissões, tampouco garantindo o crédito adicional.

Outros produtos financeiros que surgiram com o desenvolvimento do processo de securitização foram as emissões de **ADR** (*American Depositary Receipts*) e **GDR** (*Global Depositary Receipts*). Os ADR são recibos de depósitos emitidos por bancos norte-americanos que representam ações de empresas estrangeiras. A emissão de ADR ocorre quando a empresa lança títulos tanto no mercado doméstico quanto no mercado norte-americano. Isso acontece, normalmente, quando o mercado nacional não consegue comportar o tamanho de captação de que a empresa necessita. Muitas empresas brasileiras têm suas ações negociadas na bolsa de valores de Nova Iorque através desse instrumento. Os GDR são instrumentos semelhantes aos ADR, só que são negociados em outros países, que não os Estados Unidos.

Tendo em vista o grande volume de títulos de dívida direta que começam a ser utilizados a partir da década de 1980, percebe-se que o processo de securitização contribuiu, sobremaneira, para o aumento dos empréstimos via mercado de capitais. Há um crescimento exponencial na utilização dos títulos que já existiam e aparecem novos títulos financeiros. Mas é importante notar que o processo securitização não se restringe a uma elevação no montante de crédito captado diretamente junto ao credor. O processo de securitização trouxe consigo, além desse movimento, o aparecimento de novas engenharias financeiras, como é o caso do processo de **securitização do crédito**.

Um exemplo importante do processo de securitização do crédito, para as economias emergentes, foi o *Plano Brady*, lançado no final dos anos 1980³³. Esse foi o nome dado ao plano que consistia na negociação da dívida externa de alguns países emergentes³⁴. Na verdade, o *Plano Brady* se dividia em dois movimentos. Primeiro, os países participantes do plano queriam negociar a redução de suas dívidas externas – através da diminuição no principal ou do alívio nos juros. Posteriormente, as economias participantes dessa negociação propunham a securitização dessas dívidas, ou seja, lançar títulos nos mercados de capitais para arrecadar recursos e pagar a dívida externa antiga. Os bônus do processo de securitização da dívida externa dos países em desenvolvimento ficaram conhecidos como *bradies*, e o exemplo de título *Brady* brasileiro mais conhecido e negociado foi o *C-Bond*. É interessante perceber que os maiores compradores desses títulos *bradies* eram os próprios bancos. A compra desses títulos por parte dos bancos foi uma forma mais líquida de financiamento do que a realização de empréstimos tradicionais.

Além do *Plano Brady*, o movimento de securitização inaugura vários novos produtos financeiros complexos e institucionalmente inovadores. O crescimento da colocação de *bonds* e o desenvolvimento dos mercados secundários permitem inovações que transformam ativos (por exemplo, empréstimos bancários) em títulos negociáveis no mercado de capitais. A ***Transferable Loan Facility (TLF)*** é um exemplo de crédito securitizado, pois representa a venda de empréstimos concedidos em que os aplicadores recebem certificados passíveis de negociação.

Há também os ***Leveragere Capitalization*** ou ***Leverage Buy Out (LBO)*** que transformam um empréstimo em título. A LBO envolve um processo de reestruturação financeira que é usado para viabilizar projetos de readequação da estrutura de propriedade ou mesmo produtiva das empresas que tenham dificuldade de captação para executar o projeto em questão. O grupo que está comprando a empresa (*take over*), juntamente com o intermediário financeiro, organiza uma operação de financiamento que permite a venda de ações de forma que o comprador obtenha o controle da empresa.

Além dos instrumentos citados, um outro produto financeiro que surgiu foi a **securitização de recebíveis** (*asset-backed securities*). Essa é utilizada quando a instituição tem a necessidade de financiamento no presente, mas só dispõe de algum fluxo de

³³ No caso do Brasil, a adesão ao *Plano Brady* ocorreu em 1994. Na época, o presidente era Itamar Franco e o ministro da fazenda era Fernando Henrique Cardoso.

³⁴ Participaram do *Plano Brady*: Argentina, Brasil, Bulgária, Costa Rica, República Dominicana, Equador, México, Marrocos, Nigéria, Filipinas, Polônia e Uruguai.

recebimento no futuro. Para solucionar a demanda por crédito, a instituição pode lançar títulos de dívida dando como garantia os fluxos de recebimento que ela irá obter. Através desse instrumento, as instituições empacotam os créditos concedidos, os submetem às agências classificadoras de risco³⁵ e lançam títulos sobre eles, com rendimentos proporcionais ao fluxo de caixa gerado pela quitação das prestações dos créditos³⁶ (CINTRA; FARHI, 2008). Dessa maneira, percebe-se que o processo de securitização de recebíveis permite à empresa obter recursos sem comprometer o seu limite de financiamento junto aos credores e sem prejudicar os índices de endividamento de seu balanço.

Tendo visto alguns dos instrumentos financeiros que emergiram a partir dos anos 1980, percebe-se que a tendência à securitização tem se constituído, em função do desenvolvimento de mercados secundários desenvolvidos, em um processo de troca dos ativos bancários menos líquidos (empréstimos sindicados) por títulos com liquidez. No entanto, isso não exclui a participação dos bancos no processo de securitização. Atraídos pela liquidez e rentabilidade desses títulos financeiros, os bancos atuam como grandes compradores desses papéis³⁷. Por outro lado, os bancos também são grandes emissores de bônus, pois essas emissões são capazes de alongar os prazos dos passivos bancários em comparação à captação de depósitos e, também, melhorar as relações entre ativo e passivo dos bancos (FERREIRA; FREITAS, 1990).

No que se refere ao processo de securitização em geral, os bancos atuam também dando garantia aos papéis lançados, atuando como *underwriters*³⁸, isto é, como subscritores. A colocação de *securities* no mercado pelos bancos pode ser considerada como uma operação de venda de um pacote de ativos bancários. Com isto, “os empréstimos dos bancos, que até então se constituíam como uma *position* para os mesmos, permanecendo em seus balanços até seu vencimento, podem ser repassados a agentes não bancários” (CORRÊA, 1996: 60).

A participação dos bancos comerciais no processo de securitização tende, assim, a reduzir as fronteiras que existem entre o mercado de crédito e o mercado de capitais, ou seja, há uma convergência entre bancos comerciais e bancos de investimento. Nesse processo,

³⁵ Ao auxiliar as instituições financeiras na montagem dos “pacotes de crédito” que lastreiam títulos securitizados de forma a garantir melhor classificação possível, as agências têm participação relevante na criação do mito de que ativos de crédito bancários podem ser classificados como sendo de “baixo risco” em mercados secundários. Ademais, elas incorrem em sério conflito de interesses na medida em que parte substancial de seus rendimentos advém dessa atividade (CINTRA; FARHI, 2008: 40).

³⁶ Esses títulos estruturados são divididos em diversas categorias com riscos e retornos diferenciados.

³⁷ 80% dos títulos de dívida lançados na década de 1980 pelos bancos eram adquiridos por outros bancos.

³⁸ *Underwriters* são instituições financeiras especializadas em operações de lançamento de ações no mercado primário. No Brasil, tais instituições são, em geral, bancos múltiplos ou bancos de investimento, sociedades distribuidoras e corretoras.

conhecido como descompartimentalização dos mercados financeiros, intensifica-se o movimento de reversão do processo de segmentação do período entreguerras, isto é, ocorre também o processo de dessegmentação do setor bancário.

Com a securitização, os bancos mudam seu padrão de atuação, eles deixam de ser apenas intermediários de créditos e se tornam, também, corretores e promotores de negócios. Nesse contexto os bancos trabalham principalmente em dois processos: na organização da operação de colocação de papéis, dada a rede de clientes e de relações que os bancos tendem a construir, e na oferta de crédito de apoio à venda dos títulos no mercado.

O processo de securitização foi responsável pela maior utilização de ativos mais líquidos e rentáveis, se comparados aos empréstimos bancários ilíquidos (muito utilizados nas décadas de 1960 e 70). No entanto, apesar dessa maior liquidez e rentabilidade, permaneceu o risco de mercado³⁹. Foi exatamente na tentativa de solucionar esse risco de mercado que emergiu, a partir dos anos 80, um outro conjunto de novos instrumentos financeiros que vão se caracterizar por constituírem em práticas de *hedge*. A esse conjunto de inovações financeiras convencionou-se chamar de derivativos.

1.5.2. O Mercado de Derivativos

Desde a década de 1970, a taxa de juros e a taxa de câmbio assumiram um comportamento *flex price*. As flutuações da taxa de câmbio, supostamente destinadas a corrigir os desequilíbrios do Balanço de Pagamentos e dar maior autonomia às políticas domésticas foram, na verdade, desestabilizadoras. A adoção de taxas de câmbio flexíveis faz com que o movimento do câmbio não represente apenas a situação do comércio exterior de cada país, mas represente, principalmente, um componente especulativo, que reflete os movimentos financeiros de curto prazo.

Além da adoção de uma taxa de câmbio flutuante adota-se, também na década de 1970, uma taxa de juros flutuante. A possibilidade de alterações bruscas nas taxas de juros é elemento fundamental para a instabilização, mais do que propriamente o patamar alcançado pelas taxas. A adoção dos juros flutuantes intensifica o elemento incerteza quanto às variações de curto prazo nas variáveis dos contratos financeiros. Corrêa (1996) mostra que a alta volatilidade dos juros e do câmbio elevou o risco de exposição dos intermediários financeiros e dificultou a compatibilização das suas estruturas ativas e passivas. Na tentativa de

³⁹ A volatilidade das taxas de juros, das taxas de câmbio e das taxas de inflação, presentes a partir dos anos 1970, foram os principais responsáveis pela elevação do risco de mercado envolvido nas transações financeiras.

minimizar os riscos advindos de flutuações de preços, especialmente do câmbio e dos juros, desenvolveu-se, nas décadas de 1980 e 90, novas operações que vão no sentido de *hedging finance*.

Ao lado do processo de securitização discutido anteriormente, um outro conjunto de inovações financeiras que surgiu, a partir dos anos 1980, foi o mercado de derivativos⁴⁰. Esses podem ser definidos como ativos cujo valor é derivado de outros ativos (chamados de subjacentes), tais como ação, moeda, *commodities* etc.

Existem basicamente dois tipos de mercados de derivativos: os negociados em bolsa e os negociados em balcão. As bolsas são mercados organizados em que há uma câmara de compensação, procedendo ao pagamento e liquidação dos contratos. Para que isso se realize, todo transacionador tem de fazer o depósito de um dado valor (conhecido por ‘margem’) como garantia de que o contrato será honrado. Nas bolsas as transações são anônimas, isto é, ativos são comprados e vendidos ‘pelo mercado’.

Já os derivativos de balcão, conhecidos pela sigla OTC (*over the counter*), são contratos em que se negociam riscos idiossincráticos, com maturidades muito específicas e condições particulares. Sendo idiossincráticos, estes contratos não são transferíveis, servem apenas a agentes específicos. Desse modo, os derivativos de balcão não podem ser transacionados em bolsas e não têm muita liquidez⁴¹. Por isso mesmo, o risco da contraparte aqui é muito elevado. Sua vantagem é a possibilidade de tratar com riscos muito particulares, o que não interessaria a um mercado amplo.

Uma das principais características dos derivativos é a possibilidade que oferecem de decompor os vários riscos presentes em uma transação financeira em riscos elementares e negociá-los de forma separada. Dessa maneira, percebe-se que a ideia presente por trás do mercado de derivativos é a de que diferentes grupos sejam capazes de administrar categorias específicas de risco. Como existe divergência de opiniões, os agentes que desejam fazer *hedge* passam para frente o risco que não desejam assumir, ou seja, ocorre um processo de transferência de risco.

⁴⁰ Na verdade, contratos derivativos têm sido utilizados para mercadorias agrícolas desde o século XIX. Eles eram utilizados em sua forma mais simples, a de contratos futuros transacionados em bolsas. No entanto, foi somente a partir do final da década de 1970, quando juros e câmbio assumem um comportamento *flex price*, que esses mercados se desenvolvem.

⁴¹ Cintra e Farhi (2008) mostram que os ativos negociados no mercado de balcão são caracterizados pela inexistência de uma câmara de compensação e pela ausência de normas e especificações das operações. Esses instrumentos são livremente negociados entre as instituições financeiras e entre estas e seus clientes, fazendo com que as posições dos agentes sejam totalmente opacas. As negociações nesses mercados formam uma extensa e intrincada rede de créditos e débitos entre as instituições financeiras. Sequer os reguladores conseguem ter uma ideia dos riscos cruzados e das posições das diversas instituições financeiras.

No entanto, é importante perceber que essas operações de *hedge finance* minimizam apenas o risco microeconômico, ou seja, o risco do agente individual. Os riscos não desaparecem, apenas são transferidos, por isso, quando se analisa o contexto macroeconômico, percebe-se que a instabilidade e vulnerabilidade aumentam de forma significativa. O mercado de derivativos, assim como o processo de securitização, é caracterizado por operações que não são computadas nos balanços das instituições (*off-the-balance-sheet*), o que eleva substancialmente o risco sistêmico.

Essa maior instabilidade macroeconômica advinda da elevada utilização dos mercados de derivativos amplia-se principalmente quando se leva em consideração que os derivativos não são usados apenas para fazer *hedge*. As instituições, ou mesmo os agentes individuais, podem fazer uso de operações no mercado de derivativos apenas porque querem obter rendimentos oriundos dos movimentos de valorização/ desvalorização das moedas, dos juros, ou mesmo dos índices financeiros. Os ganhos extraordinários que podem ser obtidos com a especulação no mercado de capitais têm sido cada vez mais utilizados pelas grandes corporações.

O mercado de derivativo, que inclui tanto operações de bolsas quanto de balcão, é segmentado em mercados futuros, mercado a termo, mercado de *swaps* e mercado de opções.

O primeiro, **mercado de futuros**, pode ser definido como sendo um mercado organizado em que podem ser assumidos contratos de compra e/ou venda de uma determinada mercadoria, ativo financeiro ou índice econômico para liquidação (física e/ou financeira) numa data futura preestabelecida. Uma das principais características desse mercado é o sistema de gerenciamento de posições que engloba o ajuste diário do valor dos contratos⁴² e as margens de garantia.

O **mercado a termo** é semelhante ao mercado futuro, em que as partes assumem compromissos de compra e/ou venda para liquidação em data futura. No mercado a termo, porém, não há ajuste diário nem troca de posições, ficando os intervenientes vinculados um ao outro até a liquidação do contrato.

Outro instrumento dos mercados de derivativos são os *swaps*, contratos que preveem a possibilidade de mudança no referencial financeiro: taxa de câmbio, taxa de juros, ou ambos, o que permite a cada parte da negociação beneficiar-se das condições de empréstimo mais favoráveis num determinado mercado (Cintra, 1998: 187; Plihon, 1995). Isso significa que é uma operação que permite às empresas manterem seus ativos/passivos em indexadores

⁴² O ajuste diário dos contratos constitui-se em ganhos ou prejuízos diários para as referidas posições.

diferentes daqueles que lhes são oferecidos pelo mercado. Por exemplo, se uma empresa tem um contrato com taxa de juros flutuante, mas quer trocá-lo por um taxa de juros fixa porque tem a expectativa de que os juros vão subir, pode fazer um *swap* de juros. Na verdade, não há troca do principal, apenas dos fluxos de caixa. Os contratos de *swaps*, diferentemente dos mercados futuros, não garantem preço, apenas adequam o contrato às expectativas dos agentes.

Os mercados de futuros, a termo e de *swap* são, de uma forma ou de outra, eficazes para eliminar o risco de um investidor que possua uma determinada posição física. Ao usar qualquer um desses instrumentos, o investidor fixa um valor futuro (da taxa de câmbio, da taxa de juros, de uma ação ou de uma mercadoria). Isso significa que ele fica protegido das consequências de um cenário desfavorável (preços subirem quando ele está vendido, por exemplo). Em compensação, se o cenário fosse favorável à posição mantida pelo investidor, ele já não poderia mais se beneficiar dessa situação porque tem a obrigação de liquidar a operação do contrato ao preço previamente definido. Ou seja, para esse investidor, qualquer que seja a evolução futura do cenário econômico, o resultado não será afetado, pois já foi previamente travado (FORTUNA, 2005: 674).

No mercado de derivativos existe um outro instrumento em que há a possibilidade de se usar o *hedge* apenas no cenário desfavorável e não ser obrigado a usá-lo num cenário que lhe seja vantajoso. O instrumento que permite essa forma de *hedge* é o **mercado de opções**. Neste mercado, existe o direito, mas não a obrigação, de comprar ou vender um instrumento financeiro a um preço fixo em uma data futura. A opção pode ser de compra ou de venda. No primeiro caso, o comprador paga ao vendedor um prêmio para ter o direito de compra e, no segundo caso, o comprador paga ao vendedor um prêmio para ter o direito de venda de um determinado contrato financeiro em data futura. Como mostra Ferreira e Freitas (1990: 51), o comprador só realiza a opção quando o preço do ativo for a seu favor (comprar abaixo do preço de mercado ou vender acima), sendo assim, pode obter ganhos ilimitados. Já o vendedor da opção pode ter perdas ilimitadas, sendo seu ganho limitado ao prêmio pago pelo vendedor. Por outro lado, o risco de crédito⁴³ concentra-se exclusivamente no comprador, inexistindo para o vendedor.

Tendo visto os principais eixos das inovações financeiras das décadas de 1980 e 90, pode-se perceber que elas aumentaram, substancialmente, a utilização dos mercados de

⁴³ O risco de crédito decorre da possibilidade de uma das partes envolvidas na transação não conseguir cumprir todas as condições previstas no contrato, seja por insolvência ou por dificuldades técnicas ou operacionais. No caso das opções, o comprador está sujeito a possibilidade de que o vendedor deixe de cumprir com sua obrigação (FERREIRA; FREITAS, 1990).

capitais. Desde a emergência desses novos instrumentos financeiros, o financiamento das instituições passou a se dar sobretudo via mercado de capitais, em detrimento do mercado bancário. No entanto, cabe notar que a expansão dos mercados financeiros só foi possível graças ao surgimento dos investidores institucionais que funcionaram, e ainda o fazem, como os ‘grandes compradores’ dos papéis emitidos no processo de securitização e no mercado de derivativos.

1.5.3. Os Investidores Institucionais

Na década de 1980, além do processo de securitização e do mercado de derivativos, há a expansão de um terceiro grupo de inovações que altera fundamentalmente a dinâmica do mercado financeiro, são os investidores institucionais⁴⁴. Esse grupo é formado por instituições que operam no mercado de capitais administrando e investindo recursos de terceiros.

Os investidores institucionais compreendem um conjunto de instituições que incluem as companhias de seguros, os fundos de pensão, os fundos mútuos e outros fundos de investimento.

As **companhias seguradoras** reúnem os prêmios pagos por seus segurados para realizar investimentos que permitam o pagamento de uma compensação em caso de uma contingência adversa pré-especificada, isto é, nas companhias seguradoras as pessoas colocam dinheiro com o objetivo de obter uma rentabilidade para pagar sinistros. Já os **fundos de pensão** (também conhecidos por fundos de previdência privada) são produto da organização de poupadores de um determinado grupo que reúnem seus recursos para potencializar suas possibilidades de aplicação financeira com vistas à obtenção de um fluxo de renda em um futuro, em média, relativamente distante. E **fundos de investimento** são caracterizados por grupos de pessoas que têm como meta aplicar suas poupanças em um mercado determinado, como o monetário ou o de ações ou de títulos de renda fixa, ou um misto de todos eles, com o objetivo de obter alguma rentabilidade dessa aplicação.

A principal característica dos investidores institucionais é a sua dimensão em relação à unidade original de poupança, ao indivíduo ou à família. Através dos investidores institucionais os recursos dos agentes são agregados na forma de um *pool* que permite um aproveitamento melhor das oportunidades de acumulação de riqueza que o mercado

⁴⁴ Os investidores institucionais, assim como tantos outros aspectos dos mercados financeiros, são uma figura ainda predominantemente norte-americana.

financeiro oferece, seja porque permite a gestão profissionalizada das carteiras ou porque permite uma alocação mais eficiente de riscos e retornos. A agregação dos recursos em um *pool* alarga os horizontes de aplicação e oferece maior poder de mercado ao poupador que, isoladamente, não teria escolha e, possivelmente, nem acesso aos mercados diante de instituições como, por exemplo, bancos de investimento. Todavia, é importante perceber que, exatamente por sua importância quantitativa, mudanças nas carteiras dos investidores institucionais exercem um impacto muito maior sobre o mercado do que a demanda difusa das famílias.

A presença dos investidores institucionais mudou sensivelmente as condições do sistema financeiro. Diferentemente da forma de aplicação das famílias, os investidores institucionais impõem uma perspectiva de portfólio nas suas aplicações; passa-se a dar uma maior atenção às diferentes combinações de risco/retorno oferecidas pelos ativos e por suas flutuações no mercado.

Como os administradores dos fundos são pressionados para apresentar elevado desempenho, buscam, então, montar suas carteiras com elevada rentabilidade e grande diversidade de portfólio. Dessa maneira, em contraste com a demanda de ativos por famílias (que normalmente são mais estáveis e levam em consideração fatores como, por exemplo, a imagem pública de uma empresa) os investidores institucionais geralmente se orientam por fatores mais objetivos, mas também mais voláteis, na escolha de suas carteiras.

A importância dos investidores institucionais, assim como do processo de securitização e do mercado de derivativos, ocorreu de forma paralela ao movimento de internacionalização dos mercados de capitais e ao desenvolvimento tecnológico. Esses dois fatores auxiliaram o acesso dos investidores institucionais a ativos estrangeiros. Os avanços tecnológicos permitiram, a esses fundos, acompanharem cada vez mais de perto e em tempo real todos os mercados e executar rapidamente as decisões de investimento e ajustes de portfólio. Portanto, percebe-se que o referido processo acirra o movimento de internacionalização dos negócios rumo a um movimento de globalização financeira, em que se rompem as barreiras nacionais para fins financeiros, e permite, graças à ligação entre os mercados, que as transações ocorram de forma ininterrupta (CORRÊA, 1996: 64).

1.6. Consequências das inovações financeiras das décadas de 1980/90 e dos movimentos de desregulamentação financeira e liberalização externa

Desde o fim do Sistema Monetário e Financeiro de Bretton Woods, o sistema financeiro internacional vem sendo marcado pela criação de novas engenharias financeiras e pelo aprofundamento dos movimentos de liberalização externa e desregulamentação financeira. É através do resultado desses dois processos, inovações financeiras, que operam em um nível microeconômico, e liberalização/desregulamentação, realizadas no nível macroeconômico, que se consegue entender grande parte da dinâmica da atual arquitetura financeira mundial.

As inovações financeiras dos anos 1980 e 90 ampliaram as oportunidades dos participantes do mercado de se financiarem diretamente através dos mercados de capitais e de se protegerem contra os riscos microeconômicos associados à crescente variabilidade dos preços dos ativos, dos juros e do câmbio. Os processos de liberalização e desregulamentação implementados pelas diversas economias, aumentaram a integração entre os mercados de capitais, garantindo aos investidores uma melhor distribuição, diversificação e administração dos riscos associados às transações financeiras. Entretanto, quando se leva em consideração os efeitos das inovações financeiras e dos processos de liberalização/desregulamentação sobre o sistema financeiro como um todo, em muitos aspectos, eles contribuíram para elevar a vulnerabilidade global do sistema (FERREIRA; FREITAS, 1990).

A capacidade das inovações financeiras das décadas de 1980 e 90 de desvincular e diluir os riscos associados a um ativo não significa que eles foram anulados; os riscos permanecem presentes, apenas são transferidos entre agentes ou instituições. Essa desvinculação dos riscos significa apenas que eles deixam de incidir no balanço da instituição que originou o crédito e passam a ser de responsabilidade da outra instituição que constitui a contraparte da operação.

A possibilidade de transferência de riscos estimula as instituições do sistema capitalista a aumentarem o grau de alavancagem financeira. Mas, como a maioria das operações que permitem a elevação do grau de endividamento das instituições não é computada em seus balanços, a incompatibilidade entre os ativos e passivos das instituições se torna mais intensa. Consequentemente, a vulnerabilidade e o risco dessas instituições aumentam e, como as inovações financeiras permitem um forte entrelaçamento entre os mercados, a instabilidade se estende para todo o sistema, financeiro e não financeiro. Como mostram Cintra e Farhi (2008), em um cenário de integração financeira mundial, a presença de inovações financeiras como as discutidas no presente trabalho fazem com que, em um contexto de crise, os prejuízos se repliquem e multipliquem por um fator desconhecido, sendo

que os riscos decorrentes desse cenário são globalmente distribuídos para uma grande variedade de instituições.

Para entender como as inovações financeiras aumentam a vulnerabilidade do sistema, é importante perceber que nem sempre elas são utilizadas para ‘cobrir’ riscos, elas também podem empregadas para simples especulação. Segundo Cintra e Farhi,

Na medida em que os novos instrumentos financeiros, em especial o mercado de derivativos, requerem um pagamento inicial baixíssimo, ou em alguns casos, nulo, as instituições financeiras tanto buscam cobertura de seus riscos de câmbio, de juros e de preços de mercado de outros ativos, como especulam sobre a tendência desses preços ou efetuam operações de arbitragem (2008: 49).

O componente especulativo desestabiliza os mercados financeiros e de divisas, conduzindo a intensas oscilações nos preços dos ativos e do câmbio que, por sua vez, podem provocar reversões súbitas dos fluxos de capitais (MIRANDA, 1993). Isso se torna mais intenso quanto mais avançam os movimentos de liberalização e desregulamentação, que aumentam excessivamente a preponderância das finanças especulativas sobre as produtivas (GARLIPP, 2001). Portanto, as transformações da década de 1980, somadas à supremacia dos mercados de capitais, ampliam a instabilidade financeira internacional e o risco sistêmico global (AGLIETA, 1995).

Os processos de liberalização externa e desregulamentação financeira permitem que os capitais, através dos novos instrumentos financeiros, se desloquem entre os países em um processo especulativo, em busca de ganhos de curto prazo. Isso se tornou uma prática muito freqüente, na medida em que o próprio Estado das diversas economias passou a defender a supremacia das finanças auto-reguladas (GARLIPP, 2001). E, de acordo com Minsky (1994), “uma economia capitalista que opere sem restrições e que possua um sistema financeiro sofisticado, complexo e em contínua evolução, apresenta períodos de estabilidade e períodos de comportamento turbulento e até mesmo caótico”. É importante perceber que os elementos de instabilidade estão presentes na própria trajetória da estabilidade, portanto, trajetórias estáveis e comportamento econômico turbulento são fenômenos endógenos às economias capitalistas.

Todavia, na inexistência de instrumentos de controle, que não os instrumentos pró-mercado, a probabilidade da emergência de crises profundas torna-se ainda mais valente, o que prejudica o crescimento econômico e a estabilidade do sistema como um todo. Isto significa que, nas finanças desreguladas neoliberais, a superioridade da dinâmica financeira aumenta ainda mais a instabilidade inerente do sistema capitalista (GARLIPP, 2001).

2. A dinâmica recente dos fluxos financeiros para as economias emergentes

O objetivo maior deste capítulo é estudar a dinâmica dos fluxos financeiros para os países emergentes no período 1990-2009. O intuito é mostrar que o Balanço de Pagamentos desses países tornou-se mais vulnerável depois da implementação da abertura financeira, sendo que essa vulnerabilidade tem a ver com o peso dos capitais com perfil de curto prazo e, portanto, de alta flexibilidade na Conta Financeira do Balanço de Pagamentos. A notoriedade dessa discussão é grande na medida em que são verificadas volatilidades nos Balanço de Pagamentos desses países não só nos períodos de turbulência internacional, mas também em períodos de liquidez mundial.

A opção por começar a análise no ano de 1990 não foi por acaso. A escolha deste marco inicial pode ser justificada por ter sido no final dos anos 1980 e meados dos anos 1990 que ocorreu o desenvolvimento de várias inovações financeiras e a liberalização dos movimentos de capitais, elemento básico da chamada ‘globalização financeira’ (PRATES; FARHI, 2004). Esses fatores provocaram forte aumento dos fluxos de capitais para os países emergentes na medida em que essas economias readequaram seus marcos regulatórios, isto é, implementaram os processos de liberalização financeira, que redundaram no aumento do grau de abertura financeira desses países (CARCANHOLO, 2002).

Com relação ao recorte temporal, foi seguido o mesmo caminho de Prates e Farhi (2004), tendo-se dividido o período 1990-2009 de acordo com os ciclos de liquidez. A escolha por essa divisão decorre do fato de o ciclo de liquidez presente, juntamente com outros elementos, como por exemplo a taxa de juros das economias centrais, determinar o montante de capitais que se dirige para as economias emergentes. Tendo isso em mente, o período analisado neste trabalho foi separado em quatro subperíodos: 1990-1998; 1999-2002; 2003-2007; 2008-2009.

Para cumprir o propósito de estudar os fluxos financeiros para os países periféricos, o capítulo foi dividido em quatro grandes seções. A primeira analisa a instabilidade dos fluxos internacionais de capitais que se dirigem para os países em desenvolvimento. A segunda dedica-se ao levantamento dos movimentos de liquidez a partir dos anos 1990. Na terceira seção é feito um breve resumo acerca da estrutura do Balanço de Pagamentos a fim

aperfeiçoar o entendimento das discussões posteriores. Por fim, a quarta seção estuda os fluxos de capitais para as economias emergentes no agregado, dando uma atenção especial aos casos da América Latina e das economias asiáticas, a fim de contrapor a dinâmica verificada nesses dois grupos de países.

2.1. A instabilidade dos fluxos de capitais direcionados às economias emergentes

O desenvolvimento de novos instrumentos financeiros, e os movimentos de desregulamentação/ liberalização, somados à implantação das outras medidas do receituário neoliberal, contribuíram para que, em termos absolutos, aumentasse o influxo de capitais direcionados às economias emergentes. Contudo, esse influxo tem sido caracterizado por uma dinâmica altamente instável, responsável em última instância pela elevação da vulnerabilidade desses países⁴⁵.

A dinâmica dos fluxos de capitais é determinada por fatores altamente voláteis tanto nos países centrais quanto nos países emergentes, contudo, no caso dos últimos, a instabilidade é ainda maior. Como explicita Prates (2005), para entender a maior volatilidade dos fluxos de capitais dirigidos aos países periféricos, deve-se perceber que a atual arquitetura do sistema monetário e financeiro internacional está marcada por assimetrias monetárias e financeiras.

No que se refere à questão monetária, é importante notar que o sistema financeiro internacional está caracterizado por uma hierarquia das moedas⁴⁶. No atual sistema hierarquizado, o dólar constitui o núcleo do sistema e é a partir da posição de moeda chave do dólar que se posicionam as outras moedas: em primeiro lugar, as moedas conversíveis emitidas pelos demais países centrais e, em segundo lugar, as moedas não-conversíveis emitidas pelas economias emergentes⁴⁷.

O conceito de conversibilidade refere-se à aceitação das moedas nacionais como meio de pagamento, unidade de conta e de denominação dos contratos, e ativo de reserva no sistema monetário internacional. Isso significa que uma moeda será considerada conversível

⁴⁵ O conceito de vulnerabilidade aqui é completamente diferente da visão convencional que relaciona esse conceito a indicadores de endividamento da economia nacional. O argumento aqui apresentado é o de que, quanto maior o peso de capitais de curto prazo no Balanço de Pagamentos e, portanto, de alta flexibilidade, maior a vulnerabilidade do país.

⁴⁶ A hierarquia entre as moedas existe desde o padrão-ouro. No entanto, no sistema monetário e financeiro contemporâneo (caracterizado por uma moeda-chave exclusivamente fiduciária, por taxas de câmbio flexíveis e por livre mobilidade de capitais), essa hierarquia é ainda mais perversa.

⁴⁷ Miranda (1995: 87) argumenta que essa hierarquia entre as moedas determina as condições, potencialidades de graus de liberdade diferenciados para os diversos países.

quando desempenhar as três funções da moeda em âmbito internacional. Entretanto, existem diferentes graus de conversibilidade. Somente o dólar, como moeda-chave, é capaz de desempenhar integralmente as três funções da moeda sendo, assim, a moeda com maior grau de conversibilidade e, portanto, o ativo mais líquido e seguro. As moedas dos demais países centrais também são utilizadas como meio de denominação de alguns contratos no âmbito internacional, mas são demandadas de forma secundária, como ativo de reserva nos portfólios dos investidores estrangeiros (PRATES, 2005). Já as moedas dos países periféricos não são conversíveis. As principais consequências da não conversibilidade são a quase impossibilidade desses países emitirem dívida externa em moeda própria e a incapacidade de suas moedas exercerem a função de reserva de valor em um ambiente de instabilidade internacional⁴⁸ (CINTRA; PRATES, 2005).

A existência da assimetria monetária mencionada acima colabora para a emergência de duas assimetrias financeiras: uma referente aos determinantes dos fluxos de capitais direcionados aos países emergentes, e outra referente à dimensão desses fluxos. No que se refere ao primeiro elemento, os determinantes dos fluxos, duas correntes se contrapõem: a primeira defende que os fatores internos, os programas de ajuste e as reformas neoliberais, foram os principais condicionantes desses fluxos; a segunda sustenta que os fatores externos, ditados pelas economias centrais, são os principais determinantes dos fluxos de capitais direcionados para os países periféricos (PRATES, 1999: 55).

A visão convencional argumenta que os fluxos de capitais são determinados pelas condições internas dos países. A reversão dos fluxos de capitais voluntários só ocorreria devido a mudanças nessas condições internas, mais especificamente, à adoção de políticas imprudentes e/ou incorretas, ou seja, não recomendadas pelo Consenso e Pós-Consenso de Washington (FANELLI *et al.*, 1990: 14-15).

Completamente diferente da visão convencional é a justificativa do presente estudo, que explora os problemas relacionados à dependência dos países emergentes em relação ao exterior. De um lado, a ausência de um núcleo endógeno de tecnologia nos deixa dependentes do ponto de vista tecnológico (JAYME; CROCCO, 2005). De outra parte, é primordial perceber que o que move fluxos de capitais são os ciclos econômicos e as políticas monetárias dos países centrais, além do comportamento das aplicações dos investidores globais, subordinados à lógica especulativa.

⁴⁸ A manifestação dessa não conversibilidade pode ser identificada nos diferentes prêmios de risco atribuídos às moedas na formação das taxas de juros, conforme será mostrado abaixo.

O caráter remoto dos países emergentes no que se refere às expectativas dos investidores torna esses países dependentes dos ciclos de liquidez internacionais e, conseqüentemente, aumenta a fragilidade das economias desses países (REZENDE; AMADO, 2007). É fundamental notar que a dinâmica dos fluxos de capitais direcionados às economias emergentes é exógena a esses países, sendo subordinada à lógica de valorização dos capitais dos países centrais, ou seja, é uma dinâmica que está permanentemente vulnerável à reversão (CINTRA; PRATES, 2005). Essa instabilidade das economias periféricas às mudanças nas condições de humores do mercado financeiro internacional caracteriza a vulnerabilidade externa dessas economias (OREIRO *et al.*, 2003). Essa dinâmica de subordinação não é característica dos fluxos de capitais recentes, no entanto, essa assimetria tornou-se ainda mais perversa no contexto atual, dado o perfil volátil e especulativo desses fluxos.

É importante perceber que, na nossa interpretação, os fatores internos dos países periféricos não são ignorados. As opções de política econômica e as características estruturais dessas economias também colaboram para o ingresso de recursos externos. Todavia, ao contrário da visão convencional, apesar de influenciarem o movimento dos capitais, não constituem seus fatores principais. Na realidade, os *fundamentals* não são capazes de garantir os fluxos líquidos de capitais em nível suficiente para assegurar o equilíbrio das contas externas, conforme defende a visão tradicional (PINHEIRO, 2008).

Com relação à segunda assimetria financeira, a dimensão dos fluxos de capitais nas economias emergentes, deve-se notar que, apesar do crescimento em termos absolutos dos fluxos direcionados a esses países nos anos 1990, em termos relativos, os fluxos representam apenas uma pequena alíquota do montante total do capital que prefere buscar aplicações em papéis (títulos e ações) mais estáveis, de países que possuem moeda conversível.

No entanto, devido ao baixo desenvolvimento do mercado de capitais nas economias emergentes, o montante de capitais externos presente nos países periféricos representa uma parcela significativa. E, exatamente por isso, não conseguem resistir a choques externos de fuga de capital.

Neste cenário, para conseguirem atrair os capitais externos, os países periféricos atuam, principalmente, em duas frentes. Primeiro, adéquam internamente o país às medidas defendidas pelas finanças globalizadas através da implantação do receituário neoliberal: abertura financeira, redução do papel do Estado na economia, renegociação das dívidas externas desses países (através, por exemplo, do *Plano Brady*) e mudanças na legislação dos mercados de capitais para que estes se tornem mais transparentes. Com a implementação

dessas medidas, os países periféricos se enquadram no processo de abertura comercial e financeira; adotam políticas monetárias baseadas em âncoras cambiais (a forte entrada de capitais permite a sobrevalorização da taxa de câmbio desses países) e começam a reduzir a participação do setor público, via privatizações.

Um segundo elemento que as economias emergentes usam para atrair capitais envolve o ajuste dos juros internos aos requerimentos exigidos pelos capitais, especialmente os de curto prazo. A exigência desses capitais é a de que a rentabilidade oferecida, em dólar, seja maior do que a expectativa de ganho, em dólar, que eles tinham em mercados mais seguros. Dito de outra forma, os capitais de curto prazo se interessam em vir para economias emergentes, somente se os papéis dos devedores vinculados a esses países oferecerem uma rentabilidade extra, vis-à-vis à dos títulos em moeda forte com a justificativa de que este *spread* tem o intuito de cobrir os ‘riscos’ considerados por eles (CORRÊA, 2006).

Como salienta Carneiro (1999), ao contrário da tendência presente na dinâmica das taxas de juros dos países em desenvolvimento, as taxas de juros das economias centrais tendem a ser baixas. Isso é ainda mais intenso para a taxa de juros da moeda norte-americana que remunera a moeda mais líquida e segura.

As taxas de juros dos países fora do núcleo do sistema representam, à taxa de juros americana, mais um ‘prêmio’ extra, por serem menos seguras. Sendo assim, as taxas de juros dos países periféricos são mais elevadas. O que se verifica é que essa regra de formação da taxa de juros resulta em diferentes graus de autonomia de políticas dos países pertencentes ao sistema. Os países periféricos, que não possuem moedas conversíveis e oferecem maiores taxas de juros aos investidores, possuem um grau de autonomia bem menor do que o dos países do núcleo do sistema.

Quando uma economia abre-se financeiramente ao exterior, devido aos fluxos de capitais, ela perde um grau de autonomia para fixar a taxa de juros. Sob um regime de câmbio fixo, ou controlado, uma taxa de juros muito baixa gera fuga de capitais que provoca uma contração monetária e, conseqüentemente, elevação dos juros. Sob taxa de câmbio flexível, uma taxa de juros muito baixa provoca fuga de capitais capaz de gerar uma depreciação cambial (GARCIA; DIDIER, 2001).

Sendo assim, percebe-se que as políticas neoliberais vêm requerendo taxas de juros elevadas das economias emergentes. No que se refere à abertura externa, para evitar que os capitais fujam. No que se refere ao câmbio flutuante, para reduzir o tamanho das flutuações. Quanto às metas inflacionárias, monitorando-as por meio de taxas de juros que evitem que o crescimento imponha pressões altistas sobre os preços. Como preconiza Bresser e Nakano

(2002), citados em Corrêa *et al.* (2009), usada para várias funções, a taxa de juros só pode ficar pressionada para cima. Essas políticas vêm mantendo as taxas de juros dos países emergentes elevadas, em termos absolutos e relativamente ao exterior⁴⁹ (CORRÊA *et al.*, 2009: 2). No caso de um regime cambial flexível, a taxa de juros interna requerida pelos capitais no caso do mercado doméstico é a seguinte:

$$i \text{ títulos domésticos em moeda nacional} = i^* + \text{Risco País (mercado internacional)} + \text{forward Premium}$$

Sendo i a taxa de juros no mercado doméstico; i^* a taxa de juros no mercado internacional⁵⁰ e o *forward Premium* o risco de câmbio (expectativa de valorização/desvalorização da taxa de câmbio⁵¹ mais um prêmio de risco). Isso significa que, para ingressar nas economias emergentes, os capitais exigem que a taxa doméstica de juros seja aquela que ofereça uma rentabilidade que envolva a cobertura da taxa de juros internacional mais o risco de câmbio e mais o Risco-País.

O Risco-País pode ser entendido como sendo a indicação do grau de confiança dos investidores acerca dos papéis do país sob análise. O Risco-País, medido pelas agências de *rating*, avalia o grau de risco das economias a partir dos seus ‘fundamentos econômicos’. Como existem várias opções de investimento e como há uma grande diversidade de informações a serem processadas, as agências elaboram rotinas e indicadores (*ratings*) para orientarem os investidores privados. Os ‘fundamentos’ são a base de cálculo; o custo de *default* (moratória) é um dos principais indicadores; e a Dívida Líquida do Setor Público é o indicador mais sensível do risco de uma futura moratória. É por isso que se dá muita ênfase ao controle da Dívida em momentos de crise (GOLDMAN & SACHS, 2000, *apud* CORRÊA, 2004: 5-6). Como argumenta Corrêa *et al.*,

Neste contexto, proliferam os indicadores de risco e crescem o papel das agências de *rating* gerando informações do e para o mercado, informações construídas para atender às questões postas pelos detentores de recursos. Neste sentido, os indicadores convencionais de vulnerabilidade visam informar a capacidade de solvência de curto prazo do país e as classificações de Risco Soberano indicadas pelas agências de *rating* tem basicamente a mesma preocupação. Assim, o ‘mercado’ passa a defender, para os países emergentes, a implementação de ‘bons fundamentos macroeconômicos’ para que eles saiam da zona considerada ‘*sub-investment grade*’ (2009: 4).

⁴⁹ A manutenção das taxas de juros em patamares elevados nos países emergentes tem contribuído, significativamente, para que essas economias registrem taxas de crescimento do produto pequenas, e taxas de desemprego maiores que as registradas na maior parte da década de 1980, considerada como ‘década perdida’ (CORRÊA *et al.*, 2009).

⁵⁰ A taxa de juros internacional pode ser entendida como a taxa de juros referente aos títulos tidos como os mais seguros, isto é, a taxa de juros dos títulos do tesouro norte-americano (*Treasury Bond*).

⁵¹ Essa taxa é computada através da divisão da taxa de câmbio futura pela taxa *spot*.

Nesse ambiente, índices como o Embi passam a ser considerados indicadores de Risco-País e a diferença entre rentabilidade exigida em mercado pelo título soberano considerado como o mais seguro (*T-Bonds* norte-americanos) e do título soberano (ou cestas de títulos) do país em análise passa a classificar a condição de instabilidade ou estabilidade do país devedor.

Todavia, o que esses indicadores não mostram é que eles próprios são afetados por elementos especulativos e expectacionais, capazes de causar alterações no cálculo do risco, provocando e alimentando a volatilidade dos fluxos externos com consequências negativas para os países. Cabe chamar a atenção para o fato de que, quanto maior a dependência e o peso de capitais guiados por elementos especulativos, maior é a capacidade de reversão desses fluxos, o que não depende dos ‘fundamentos macroeconômicos’ internos do país (CORRÊA *et al.*, 2009: 4).

É importante enfatizar que, apesar de o direcionamento dos capitais levar em conta as condições de solvência do país em questão, o movimento dos fluxos depende, especialmente, do ciclo de liquidez internacional, fortemente afetado pela política monetária dos países centrais.

A cada momento, os investidores podem procurar correr riscos em prol de um maior rendimento ou fugir deles. Nos momentos de liquidez e euforia há redução da aversão ao risco e os investidores buscam apostas mais ‘perigosas’, incorporando ativos de maior risco e rentabilidade em suas carteiras, como é o caso dos títulos de dívida pública e privada dos países emergentes. A maior parte dos capitais que se dirigem para os países periféricos tem como objetivo maior a obtenção de alta lucratividade ou mesmo ganhos de arbitragem⁵², ou seja, o tipo de investimento predominante nas economias periféricas é o especulativo.

A predominância dos investimentos especulativos nas economias periféricas se faz sentir principalmente nos momentos de reversão do ciclo. O efeito contágio provoca redução no montante de recursos direcionados a essas economias, evidenciando a instabilidade desses capitais e, conseqüentemente, a volatilidade do Balanço de Pagamentos desses países (MUNHOZ; CORRÊA, 2009).

Nos momentos de reversão do ciclo (assim como nos momentos de alterações nas políticas monetárias dos países centrais ou no aumento da preferência pela liquidez), as

⁵² Arbitragem pode ser entendida como uma operação de compra e venda de valores negociáveis realizada com o objetivo de ganhos econômicos sobre a diferença de preços existente, para um mesmo ativo, entre dois mercados.

moedas e ativos financeiros ‘emergentes’ são normalmente os primeiros a serem vendidos pelos investidores, que começam um movimento de fuga para a qualidade, isto é, para o dólar e títulos da dívida pública norte-americana.

Cabe ressaltar que a queda nos fluxos de capitais direcionados às economias emergentes ocorre justamente no momento em que as necessidades de recursos para o fechamento do Balanço de Pagamentos exigem forte ingresso de capitais. Isso indica o peso dos capitais de curto prazo e, conseqüentemente, a vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos das economias emergentes (CORRÊA; ALMEIDA FILHO, 2005).

O movimento de entrada e saída de capitais das economias periféricas, ditada pelas economias centrais, leva-nos a um outro elemento que intensifica a fraqueza do mercado de capitais das economias emergentes, sua debilidade estrutural. Ao mesmo tempo em que a instabilidade dos fluxos de capitais das economias periféricas contribuiu para aumentar a volatilidade dos mercados secundários desses países, a abertura externa não veio acompanhada de um maior aprofundamento e dinamismo do mercado primário, que permanece como uma fonte de recursos restrita para as empresas nacionais. Observa-se que, em termos de desenvolvimento dos mercados, as economias emergentes possuem a mesma deficiência, são mercados limitados e bastante especulativos (CINTRA; PRATES, 2005).

Deste modo, percebe-se que os capitais direcionados aos países periféricos são marcados por uma estrutura débil e por uma dinâmica altamente instável, dado que esta dinâmica está subordinada e dependente à dos países centrais. E, como mostra Carcanholo (2002), a grande dependência das economias emergentes em relação aos capitais externos em um mundo de forte instabilidade do sistema financeiro internacional caracteriza a fragilidade externa desses países⁵³.

Quanto maior o peso dos capitais com perfil especulativo e, portanto, de alta flexibilidade na conta financeira do Balanço de Pagamentos de um país periférico, maior será a vulnerabilidade do país, na medida em que ele estará sujeito a bruscas reversões de recursos (nacionais e externos) que independem de quão ‘boa’ e ‘adequada’ seja a política interna adotada (CORRÊA *et al.*, 2009).

2.2. Os movimentos de liquidez a partir da década de 1990

⁵³ A fragilidade externa de uma economia está relacionada a sua maior ou menor suscetibilidade a crises do balanço de pagamentos, ou, mais especificamente, ao grau de vulnerabilidade de uma economia às mudanças nas condições de financiamento oriundas de alterações nas taxas de juros externas e nas condições de liquidez do mercado financeiro internacional (PAULA; ALVES, 1999:78).

Os fluxos de liquidez dirigidos às economias emergentes ocorreram mesmo antes de o movimento de globalização financeira se manifestar (GRIFFITH-JONES & SUNKEL, 1990: 80-88). Um desses ciclos teve início na década de 1970, mas, como observa Corrêa (2006), nesse período, a abundância de recursos para os ‘países do terceiro mundo’ ocorreu principalmente pela via de bancos na forma predominante de empréstimos sindicalizados⁵⁴.

Esse primeiro ciclo de recursos direcionados às economias emergentes começa a se reverter após a elevação das taxas de juros norte-americanas no final da década e é consolidado pela moratória mexicana em 1982. Os países periféricos, nesse momento, foram atingidos significativamente pela escassez de fontes de recursos externos, escassez essa que se estendeu até o final da década de 1980.

Desde o final da década de 1980 e início da década de 1990, momento em que foi feita a abertura da Conta Capital⁵⁵, tem-se registrado um crescente influxo de capitais direcionados às economias periféricas. Mas, diferentemente do fluxo da década de 1970, o ciclo de liquidez dos anos 1990 foi caracterizado pelo endividamento através da emissão de títulos de dívida direta⁵⁶. Para os propósitos deste trabalho, foram levantados alguns elementos diferenciadores.

Primeiro, a heterogeneidade dos agentes envolvidos em transações de crédito é menor do que a que se apresentará a partir do momento em que o endividamento através de Títulos passa a ser dominante. Segundo, a magnitude dos recursos envolvidos é muito maior nos casos de fluxos de títulos que envolvem agentes guiados por uma lógica de curto prazo e dominados por investidores que buscam continuamente reestruturar seus portfólios, exigindo a máxima liberdade possível para realizarem suas operações. Terceiro, os bancos têm um perfil bem menos volátil que o mercado de capitais. E, quarto, houve um encurtamento generalizado do prazo⁵⁷ (CORRÊA, 2006).

Diferentemente do ciclo de liquidez dos anos de 1970, a composição de capitais para as economias emergentes se diversificou na década de 1990, com participação importante dos

⁵⁴ Nesse período, a Conta Capital e Financeira desses países apresentava, ainda, relativo controle.

⁵⁵ A antiga Conta Capital passa a ser denominada de conta financeira a partir de 1993, quando o FMI adota sua nova metodologia de apresentação do Balanço de Pagamentos. A Conta Capital na nova metodologia refere-se às transferências unilaterais relativas à venda/compra de patrimônios por residentes. Contudo, tanto na mídia quanto no meio acadêmico o conceito antigo e a expressão ‘liberalização da conta de capital’ continuam sendo utilizados.

⁵⁶ No que se refere aos tomadores de recursos, Lopez-Mejía (1999) observa que houve uma mudança. Enquanto que o ciclo dos anos de 1970 até meados dos anos de 1980 o Setor Público foi um importante receptor dos fluxos, nos anos de 1990 os agentes privados captaram a maior parte dos empréstimos externos.

⁵⁷ Mesmo quando os títulos são de longo prazo carregam uma lógica de curto prazo, visto que podem ser negociados em mercados secundários e que seus preços podem variar continuamente, sendo que o lançamento de uma dívida nova leva em conta o movimento de preços antigos nestes mercados.

capitais em *portfólio* (aplicações em títulos de renda fixa e variável) e do Investimento Direto Estrangeiro (IDE) (OREIRO *et al.*, 2003).

Essa mudança no perfil dos fluxos de capitais foi propiciada não só pela abertura da Conta Capitais, mas, também, pela supremacia dos mercados financeiros somadas às inovações financeiras das décadas de 1980 e 90 (processo de securitização e mercado de derivativos). A partir deste momento, passam a se destacar os fluxos advindos pela via mercado de capitais, principalmente na forma de investimentos de *portfólio* estrangeiro, que têm prazos mais curtos, maior liquidez e, por isso, são mais voláteis.

Essa dinâmica é responsável por consolidar, a partir da década de 1990, dois acentuados ciclos de liquidez direcionados às economias periféricas. Em termos de periodização, o primeiro ciclo compreende o período 1990-1998 e o segundo ciclo corresponde ao período 2003-2007. No entanto, desde já é importante mencionar que o crescimento dos fluxos de capitais encaminhados a esses países não tem apresentado uma dinâmica linear. Muito pelo contrário, mesmo dentro de uma tendência principal de liquidez, o que se tem notado é a presença de vários miniciclos que se alternam entre períodos de elevação e redução de recursos (PRATES; FARHI, 2004).

2.2.1. O ciclo de liquidez do período 1990-1998

Prates e Farhi (2004) mostram que, depois da abertura da Conta Capitais, o primeiro ciclo pronunciado de liquidez dirigido às economias emergentes ocorreu no final da década de 1980 e meados da década de 1990, coincidindo com o início das reformas impostas pelo Consenso de Washington e com a consolidação da supremacia dos mercados financeiros.

A queda da rentabilidade nos países centrais devido à fase descendente do ciclo econômico e financeiro determinou um excesso de liquidez internacional. De acordo com Appy *et al.* (1995), citado em Prates (1999), o colapso do mercado de *Junk Bonds*⁵⁸ nos Estados Unidos em 1989 deixou insatisfeita a demanda dos investidores internacionais por aplicações de alta rentabilidade, o que abriu espaço para os títulos dos países emergentes. Assim, a década de 1990 é caracterizada por ser um período em que os investidores passam a ter maior propensão a investimento em praças de alto risco, principalmente após a redução da taxa básica de juros norte-americana (CINTRA; PRATES, 2005).

Dessa maneira percebe-se que os condicionantes fundamentais do retorno dos fluxos voluntários para as economias emergentes no início da década de 1990 foram os fatores

⁵⁸ Títulos de alto risco.

externos (*pull factors*): a nova dinâmica financeira internacional (comandada pela supremacia dos mercados financeiros) e a conjuntura econômica nos países centrais, ou, mais precisamente, a etapa do ciclo financeiro (contexto de sobreliquidez e queda da rentabilidade dos ativos) (PRATES, 1999).

Além dos condicionantes externos, há a influência secundária dos fatores internos. Um deles é a elevação da rentabilidade financeira (aumento das taxas de juros), sobretudo na América Latina, associada aos planos de estabilização econômica (BAER, 1995). Os processos de privatização e de renegociação da dívida externa antiga dos países nos moldes do *Plano Brady*, também foram fatores internos que colaboraram para a entrada de recursos nas economias emergentes.

Os elementos mostrados acima, especialmente os fatores externos, foram responsáveis pela fatura dos capitais internacionais das economias emergentes durante década de noventa. Nesse momento, “os países foram inundados pela maré do capital líquido e especulativo que desdobrou do centro para a periferia emergente” (BELUZZO, 1995a).

Foi observada uma saída de capitais dos países centrais para as economias emergentes (sobretudo para a América Latina) em busca de maior rentabilidade, visto que se apresenta um movimento de queda nas taxas de juros norte-americanas. Munhoz e Corrêa (2009) mostram que esses fluxos de capitais estavam vinculados, sobretudo, aos Investimentos em Carteira, que possuem um viés mais especulativo, buscando alta lucratividade e a possibilidade de ganhos de arbitragem. Além disso, foram realizados elevados volumes de Investimentos Direto Estrangeiros, que estavam envolvidos nos processos de privatizações das empresas públicas.

Mas, como argumentam as autoras supracitadas, com o tempo foi-se reduzindo a cautela dos investimentos internacionais bem como dos tomadores de empréstimos das economias emergentes, resultando no aumento da especulação entre ativos e operações mais alavancadas, e numa consequente bolha especulativa nos ativos das economias emergentes.

O primeiro sinal de alerta desse ciclo de expansão ocorreu em 1994 com a crise do México, que coincidiu com um período de sucessivas elevações das taxas de juros norte-americanas. A economia mexicana pode ser vista como a primeira vítima da brusca reversão dos fluxos financeiros internacionais. Esta crise também pode ser considerada a primeira manifestação de contágio dos mercados no contexto de globalização financeira⁵⁹. Nas semanas que se seguiram à crise do México, os mercados de câmbio, de ações e de títulos dos

⁵⁹ Os efeitos da crise mexicana ficaram conhecidos como “efeito-tequila”.

países emergentes sofreram consideráveis pressões. Apesar de tais pressões terem sido sentidas em regiões longínquas como no território asiático, foram muito mais intensas na América Latina.

Em 1995, após terem sido adotadas as medidas de liberalização comercial e financeira, defendidas pelo Consenso de Washington, a crise mexicana levou um grande número de investidores (nacionais e estrangeiros) a venderem seus ativos (ações e títulos) e a retirar grandes volumes de capitais do conjunto das economias emergentes, principalmente das latino-americanas. Essas reações rápidas e indiscriminadas dos investidores, típicas de movimentos de pânico descoordenados, tornaram-se um dos traços característicos das reversões dos ciclos de liquidez em um contexto de globalização financeira e predomínio das finanças de mercado, a partir de um fato aparentemente localizado (PRATES; FARHI, 2004).

Contudo, o impacto da crise mexicana reduziu-se a um sinal de alerta e teve curta duração nos países emergentes, inclusive no Brasil. O nível de liquidez internacional continuou elevado. Em meados de 1995, os capitais externos, sobretudo os de curto prazo, voltaram a se dirigir para as economias emergentes e, em 1996, seu volume já chegava a superar o registrado em 1994⁶⁰.

Em 1997, com a crise asiática, ocorreu uma crise mais aguda que a mexicana. A crise financeira que atingiu drasticamente algumas economias do leste e sudoeste asiático pode ser interpretada de várias maneiras. Mas existe a percepção de que esta possui um eixo comum: o acúmulo de capitais voláteis de curto prazo em relação às reservas disponíveis tornou os regimes cambiais vigentes insustentáveis, provocando intensa onda especulativa e fuga de capital com consequente colapso do câmbio e do preço dos ativos domésticos (MEDEIROS, 2001).

Com o efeito contágio, a crise asiática atinge os outros países periféricos (tanto da própria região asiática, quanto da América Latina) e, assim, inicia-se o fim da fase de alta liquidez para as economias emergentes. Como argumenta Munhoz e Corrêa (2009), pode-se dizer que esta fase se encerra definitivamente com a crise da Rússia em 1998⁶¹, sendo que depois dela os mercados financeiros entram numa fase de redução de liquidez, período que engloba a crise cambial brasileira em 1999 e as crises da Turquia e da Argentina em 2001/2002. O desinflar da bolha especulativa nas bolsas de valores americanas, que repercutiu

⁶⁰ Mas assegurar a continuidade dos fluxos de capitais representou um custo adicional para as economias emergentes. Os capitais internacionais passaram a exigir remunerações mais elevadas que as anteriores, diante da elevação na percepção dos riscos.

⁶¹ A crise da Rússia estourou no dia 17 de agosto de 1998. O governo Russo anuncia a desvalorização do rublo e uma moratória, que inicialmente teria 90 dias de interrupção nos pagamentos externos.

nos preços das ações no mundo todo, os ataques de 11 de setembro de 2001 e a revelação de escândalos contábeis em corporações americanas de capital aberto aprofundaram ainda mais a retração dos fluxos de capitais direcionados às economias emergentes⁶².

Todavia, essa tendência de contração dos fluxos de capitais direcionados às economias periféricas não foi linear. De 1999 ao final de 2002, pequenos ciclos de liquidez alternaram-se com períodos de relativa escassez. Essa dinâmica de *'feast or famine'*, ou seja, abundância ou escassez, caracterizou o mercado internacional de capitais, principalmente os de títulos de dívida que, neste período, constituiu-se na principal modalidade de recursos captados pelas economias emergentes (PRATES; FARHI, 2004).

2.2.2. O ciclo de liquidez do período 2003-2007

Um movimento em prol de maior liquidez internacional e maior apetite ao risco começa a surgir a partir de dezembro de 2002 e meados de 2003. Neste momento, além das baixas taxas de juros dos países centrais havia, também, as expectativas de retomada do crescimento econômico mundial.

Este novo ciclo de liquidez que surge no início de 2003 se difere, em alguns aspectos, do ciclo de liquidez da década de 1990. Em primeiro lugar, há uma redução dos empréstimos bancários. Em segundo lugar, há um predomínio quase absoluto de lançamentos de títulos de dívida externos e, por fim, um menor volume de Investimento Direto Estrangeiro, principalmente para a América Latina (MUNHOZ; CORRÊA, 2009).

A redução das taxas de juros internacionais, somadas às expectativas dos investidores de uma melhora na economia mundial, contribuíram para que o ano de 2003 fosse caracterizado por uma evolução nos títulos de dívida dos países emergentes. Os investidores passam a fazer uso da alavancagem como componente essencial de especulação. Como mostra Farhi (2004), a consequência desse processo foi a formação de bolhas especulativas nos mercados internacionais de ações e de *commodities*, além dos títulos emitidos pelos países emergentes. Assim, o contexto, ao longo de 2003, era de ampla liquidez internacional e aumento do apetite ao risco dos investidores globais.

Contudo, no início de 2004, a sinalização de que as taxas de juros norte-americanas iriam subir gerou instabilidade no mercado de títulos de dívida das economias emergentes. Nesse momento, os especuladores foram levados a reestruturar suas carteiras em direção a

⁶² No caso do Brasil, também se pode citar as incertezas quanto ao futuro da política, afinal, era ano de eleição presidencial.

menor propensão ao risco tornando os fluxos de capitais, nesse segundo ciclo de liquidez, mais vulnerável à súbita alteração dos humores.

Essa rápida reversão dos recursos, mostra que o que move os fluxos de capitais não são os ‘fundamentos’ dos países. Mesmo considerando que houve uma melhora nos indicadores de risco dos países periféricos, que estes efetuaram ajustes macroeconômicos importantes e que os indicadores de vulnerabilidade (no conceito tradicional) melhoraram, observa-se a permanência de uma forte volatilidade nas contas financeiras dos Balanços de Pagamentos desses países, na medida em que esses continuam tendo um peso forte de capitais flexíveis (MUNHOZ; CORRÊA, 2009). Um dos principais fatores que move os fluxos de capitais é a expectativa de alta dos juros globais, que penaliza principalmente os países periféricos, tidos em sua maioria na condição de *sub-investment graded*.

Quando, em junho de 2004, o Fed anuncia que as taxas norte-americanas iriam aumentar apenas paulatinamente, geram-se novas operações de alavancagem e há o retorno do direcionamento de capitais para as economias emergentes, movimento esse que permanece até maio de 2006. Aqui, novamente, as incertezas quanto à política monetária dos Estados Unidos provocam instabilidade no mercado, pois os investidores começam a temer que o Fed eleve a taxa de juros mais do que o esperado devido às pressões inflacionárias do período. Todavia, no segundo semestre de 2006, os Estados Unidos começam um movimento descendente dos juros e, logo, os capitais retornam às economias periféricas (IMF, 2006).

O que estamos tentando chamar atenção é que mesmo dentro dos períodos de liquidez os fluxos de capitais em direção às economias emergentes estão sujeitos a reversões, sendo que os regressos dos recursos estão intimamente conectados ao movimento dos juros das economias centrais, principalmente da norte-americana.

De modo geral, pode-se dizer que a liquidez dos mercados financeiros permanece até julho de 2007. A partir da crise norte-americana nesse ano e, mais especificamente, a partir da quebra do Lehman Brothers, em 15 de setembro de 2008, a tendência de reversão dos fluxos de liquidez volta a atacar os mercados emergentes.

Portanto, no que tange à dinâmica dos fluxos de liquidez direcionados às economias emergentes a partir da década de 1990, percebe-se que há a presença de dois grandes ciclos: o primeiro começa no início da década e se estende até 1998, quando ocorre a crise russa; já o segundo ciclo inicia-se em meados de 2003 e alonga-se até julho de 2007, quando estoura a crise do *subprime*. No entanto, como já foi dito acima, essas fases não se constituíram em entradas contínuas de recursos. O que ocorre é a presença de vários miniciclos, de menor duração e intensidade, ao longo da tendência principal (PRATES; FARHI, 2004).

Essa instabilidade dos fluxos de capitais das economias emergentes traz várias repercussões para esses países, trazendo consigo a volatilidade financeira para a economia real, na medida em que pressiona o câmbio, instabilizando-o. Tal situação tem consequências negativas sobre o investimento privado, em vista da incerteza maior e das consequentes dificuldades de planejamento. Além disso, fica comprometida a política econômica, a reboque das mencionadas instabilidades externas e, por isso, há a impossibilidade de perseguir objetivos específicos prioritários do país.

A hipótese sustentada aqui é que a liberalização dos fluxos de capitais e a desregulamentação financeira adotadas pela maior parte das economias emergentes (com as exceções da China, Índia e Taiwan) para se integrar à nova dinâmica das finanças internacionais caracterizada pela supremacia dos mercados acabaram por submeter a oferta de recursos externos dessas economias à lógica dos mercados financeiros, sendo que estes se caracterizam por sucessivos períodos de otimismo e pessimismo.

Neste contexto, é importante enfatizar que o que determina o montante e o perfil dos fluxos, além das características do mercado financeiro mundial, é a dinâmica subjacente às economias centrais. O que se quer explicitar é a instabilidade inerente dos fluxos de capitais, sobretudo para as economias emergentes. Isso enfatiza a importância de se estudar a instabilidade desses fluxos, detectando quais contas do Balanço de Pagamentos são mais voláteis e, portanto, responsáveis por sua vulnerabilidade. Essa análise será feita nas próximas seções.

2.3. A estrutura da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos

Antes de tratar da análise dos fluxos de capitais para as economias emergentes, esta seção abordará brevemente a estrutura do Balanço de Pagamentos, a fim de melhorar a compreensão de análises mais detalhadas da Conta Financeira que serão feitas posteriormente.

O Balanço de Pagamentos pode ser entendido como um registro sistematizado de todas as transações econômicas (comerciais e financeiras) de um país com o resto do mundo. No Balanço de Pagamentos são registradas as transações contábeis que já foram efetuadas pelo país, ou seja, é um registro *ex-post*.

Assim como nos balancetes das empresas, os registros obedecem ao sistema de partilhas dobradas, isto é, a cada valor que entra positivo em uma conta, deve ingressar um valor negativo em outra. Toda transação que se refere a dinheiro que o país recebe possui sinal positivo. A contrapartida ocorre na conta caixa do banco central. Nessa conta, ao

contrário das demais, a saída de dinheiro, por simbolizar um crédito da economia local em relação ao resto do mundo, recebe sinal positivo. Já a entrada de dinheiro tem sinal negativo porque representa um débito da economia doméstica em relação ao resto do mundo⁶³.

No que se refere à estrutura do Balanço de Pagamentos, este trabalho adota a metodologia contida na quinta edição do Manual de Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário Internacional (BPM5)⁶⁴.

Segundo essa metodologia, o Balanço de Pagamentos pode ser dividido em dois grandes grupos de contas: a **Conta-Corrente** e a **Conta Capital e Financeira**. Contudo, para encontrar o resultado do Balanço de Pagamentos, deve-se incluir, também, o grupo **erros e omissões** a fim de compensar toda superestimação ou subestimação dos componentes registrados. O resultado global, que envolve a somatória das três contas, pode ser superavitário (quando há sobra de recursos) ou deficitário (quando há escassez de recursos) e representa a variação das reservas internacionais de determinado país.

Para ter-se uma noção das duas grandes contas do Balanço de Pagamentos, cumpre mencionar que, de acordo com o IMF (1993), a **Conta Corrente** é composta pelas seguintes subcontas: bens, serviços, renda e transferências correntes. Isso significa que, nas transações correntes, há o registro de todas as transações reais de uma economia, dos pagamentos dos fatores de produção e, inclusive, de alguns serviços financeiros⁶⁵.

Com relação à **Conta Capital e Financeira**, devemos observar que a primeira “agrega as transações relativas às transferências unilaterais de patrimônio de migrantes e a aquisição/alienação de bens não financeiros não produzidos como tais como cessão de marcas e patentes”⁶⁶ (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2001: 9). A Conta Financeira⁶⁷, por sua vez, registra as transações relativas à formação de ativos e passivos financeiros entre residentes e não residentes.

Como o objetivo maior aqui é analisar o perfil e o grau de volatilidade da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos dos países emergentes selecionados, será dado um detalhamento maior a essa conta. A Conta Financeira engloba os Investimentos Diretos, os

⁶³ É importante lembrar que a entrada de recursos pode estar representando um passivo externo futuro. Por exemplo, a contração de empréstimos do exterior significa que, em um segundo momento, deverá sair recursos da economia nacional para cobrir os pagamentos tanto dos juros quanto do principal. Todavia, existem entradas privilegiadas em que o ingresso de recursos não é acompanhado de saídas futuras. Esse é o caso da entrada de divisas através da exportação.

⁶⁴ Para maiores detalhes sobre o BPM5, ver IMF (1993, 2000 e 2004).

⁶⁵ A conta Serviços envolve os serviços reais e alguns serviços financeiros.

⁶⁶ Por exemplo, quando residentes de um país compram bens no exterior ou quando estrangeiros compram bens em determinada economia, a transação é contabilizada na conta capital.

⁶⁷ Esta, no BPM5, entra para substituir a antiga Conta Capital.

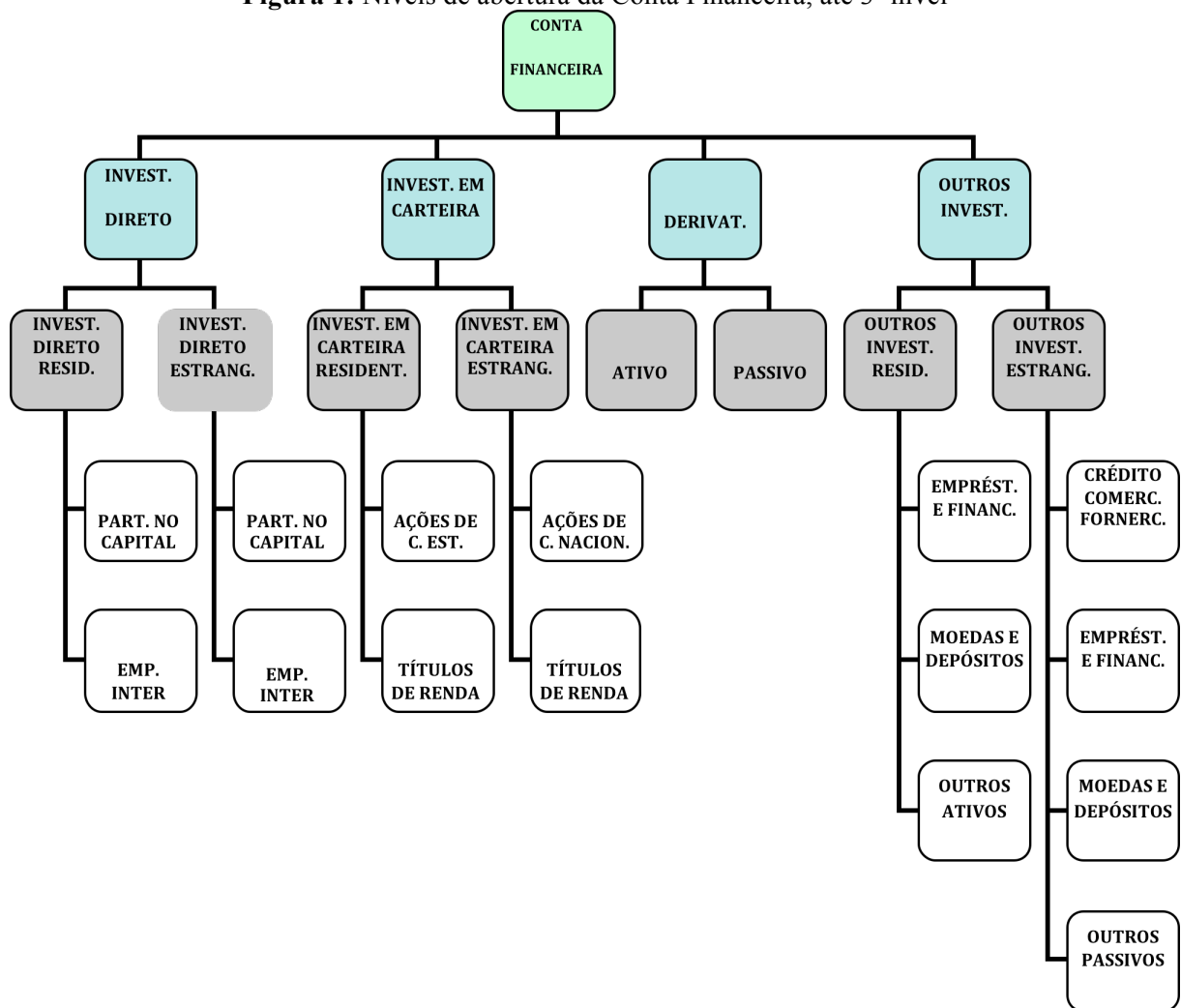
Investimentos em Carteira, os Derivativos e os Outros Investimentos. Cada uma dessas contas é dividida em ativos e passivos. Isso significa que há um item destinado a registrar os fluxos envolvendo os ativos externos detidos por residentes no país em questão e outro para registrar a emissão de passivos por residentes cujo credor é não residente. Os ativos e passivos, por sua vez, também são desdobrados em outras subcontas para evidenciar detalhes específicos de cada conta (Banco Central do Brasil, 2001). Cada vez que se aumenta o detalhamento de uma determinada conta, desdobrando-a em outras subcontas geram-se novos ‘níveis de abertura’ (Corrêa *et al.*, 2009).

A figura 1 mostra esquematicamente a composição das subcontas que integram a Conta Financeira do Balanço de Pagamentos até o terceiro nível de abertura. Cada nível de abertura encontra-se ilustrado com uma cor diferente, de modo a ser identificado facilmente.

A conta **Investimentos Diretos (ID)** (primeiro nível de abertura) divide-se em Investimento Direto de Residentes no Exterior (IDR) e Investimento Direto de Estrangeiros no País (IDE) (segundo nível de abertura). O IDR engloba a participação no capital de empresas estrangeiras e empréstimos intercompanhias, enquanto que o IDE engloba a participação no capital de empresas domésticas e empréstimos intercompanhias⁶⁸, sendo que essas contas correspondem ao terceiro nível de abertura. Atualmente, a conta ID está mais flexível do que em um período anterior. Antes, só era considerado ID quando ocorria investimento novo. Hoje, processos de privatização, fusão e aquisição de empresas nacionais são considerados ID. Quando uma empresa estrangeira compra mais de 10% de uma empresa nacional no mercado acionário é considerado um processo de Investimento Direto, mesmo que não tenha havido investimento novo, mas apenas troca de propriedade de uma empresa que já existia anteriormente.

⁶⁸ Quando ocorre entrada de recursos através de IDE, no futuro haverá saída de recursos pela conta renda de transações correntes.

Figura 1: Níveis de abertura da Conta Financeira, até 3º nível



O grupo **Investimentos em Carteira** (IC) (primeiro nível de abertura) é dividido em Investimento em Carteira de Residentes no Exterior (ICR) e Investimento em Carteira de Estrangeiros no País (IDE) (segundo nível de abertura). O ICR refere-se a investimentos de residentes em ações⁶⁹ de companhias estrangeiras (negociados no país e no exterior) e em títulos de renda fixa⁷⁰ emitidos por estrangeiros (também negociados no país e no exterior) (terceiro nível de abertura). O ICE, por sua vez, engloba as aplicações de estrangeiros em ações e em títulos de renda fixa de companhias nacionais, ambos também negociados no país e no exterior. Vale lembrar que é considerado IC quando a compra de ações e/ou títulos de dívida ocorre no mercado primário, visto que mercado secundário não é computado no Balanço de Pagamentos.

⁶⁹ As ações representam um tipo de renda variável.

⁷⁰ Os títulos de renda fixa estão relacionados a um indexador que pode ser pré-fixado (por exemplo, 10%) ou pós-fixado (por exemplo, vinculado à LIBOR de determinada data).

O grupo **Derivativos** (DERIV.) (primeiro nível de abertura) é muito pouco detalhado e divide-se apenas em ativo e passivo (segundo nível de abertura). A conta derivativos “registra os fluxos financeiros relativos à liquidação de haveres e obrigações decorrentes de operações de *swap*, opções e futuros e os fluxos relativos aos prêmios de opções. Não inclui os depósitos de margens de garantia vinculados às operações em bolsas de futuros, alocados em outros ativos e outros passivos de curto prazo” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2001: 12).

A conta **Outros Investimentos** (OI) (primeiro nível de abertura) subdivide-se em Outros Investimentos de Residentes no Exterior (OIR) e Outros Investimentos de Estrangeiros no País (OIE) (segundo nível de abertura). O grupo OIR engloba os empréstimos e financiamentos de curto e longo prazos concedidos a não residentes, incluindo aqueles relativos ao Programa de Financiamento às Exportações (Proex) e os concedidos por instituições financeiras. A conta OIR inclui, também, o grupo moedas e depósitos, que se refere à movimentação de depósitos mantidos no exterior⁷¹ e o grupo outros ativos, que compreende a participação do país no capital de organismos internacionais e depósitos de cauções de longo prazo⁷². Já o grupo OIE inclui, além dos grupos, empréstimos, moeda e depósitos e outros passivos, o grupo créditos comerciais. Neste último, no item longo prazo, estão alocadas as variações do passivo relacionadas com a concessão direta de crédito pelos exportadores estrangeiros a seus clientes no país (créditos de fornecedores). No item curto prazo estão considerados os pagamentos antecipados de exportações e demais créditos comerciais, inclusive os decorrentes da não coincidência entre o momento do embarque e o pagamento da mercadoria” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2001: 13).

Em suma, o que se pretende destacar nessa seção são alguns esclarecimentos sobre o Balanço de Pagamentos, especialmente sobre a Conta Financeira, visto que essa, por expressar os fluxos de capitais de determinado país com o resto do mundo, será o objeto de análise posteriormente.

⁷¹ Na forma de disponibilidades, cauções, depósitos judiciais e, ainda, as garantias para empréstimos vinculados às exportações. Inclui a variação dos depósitos no exterior dos bancos comerciais e dos depósitos relativos ao excesso de posição comprada dos bancos residentes depositadas no Banco Central. Estão incluídas, também, as movimentações de garantias colaterais, na modalidade de depósitos, constituídas no âmbito do acordo de renegociação da dívida externa (*Plano Brady*) (Banco Central do Brasil, 2001: 12). Vale lembrar que antes da abertura financeira que deu origem à conta moeda e depósitos, as transações de contas que permitiam transferência de dinheiro para o exterior, e do exterior para o Brasil, ocorria através da conta CC5, criada em 1969.

⁷² No curto prazo estão alocados os depósitos de margem de garantia relacionados a operações de derivativos.

2.4. Análise dos fluxos de capitais para os Países Emergentes no período 1990-2009

Esta seção tenta levantar o comportamento dos fluxos de capitais em direção às economias emergentes no agregado e, paralelamente, aos casos da América Latina e da Ásia, a fim de contrapor a dinâmica desses dois blocos. A análise será feita sempre levando em consideração o ciclo de liquidez presente no momento e a política monetária dos países centrais, especialmente o movimento da taxa de juros norte-americana. Para cumprir esse objetivo, serão utilizados principalmente os dados disponíveis pelo *International Monetary Fund* (IMF ou FMI) em seus relatórios *World Economic Outlook* (WEO).

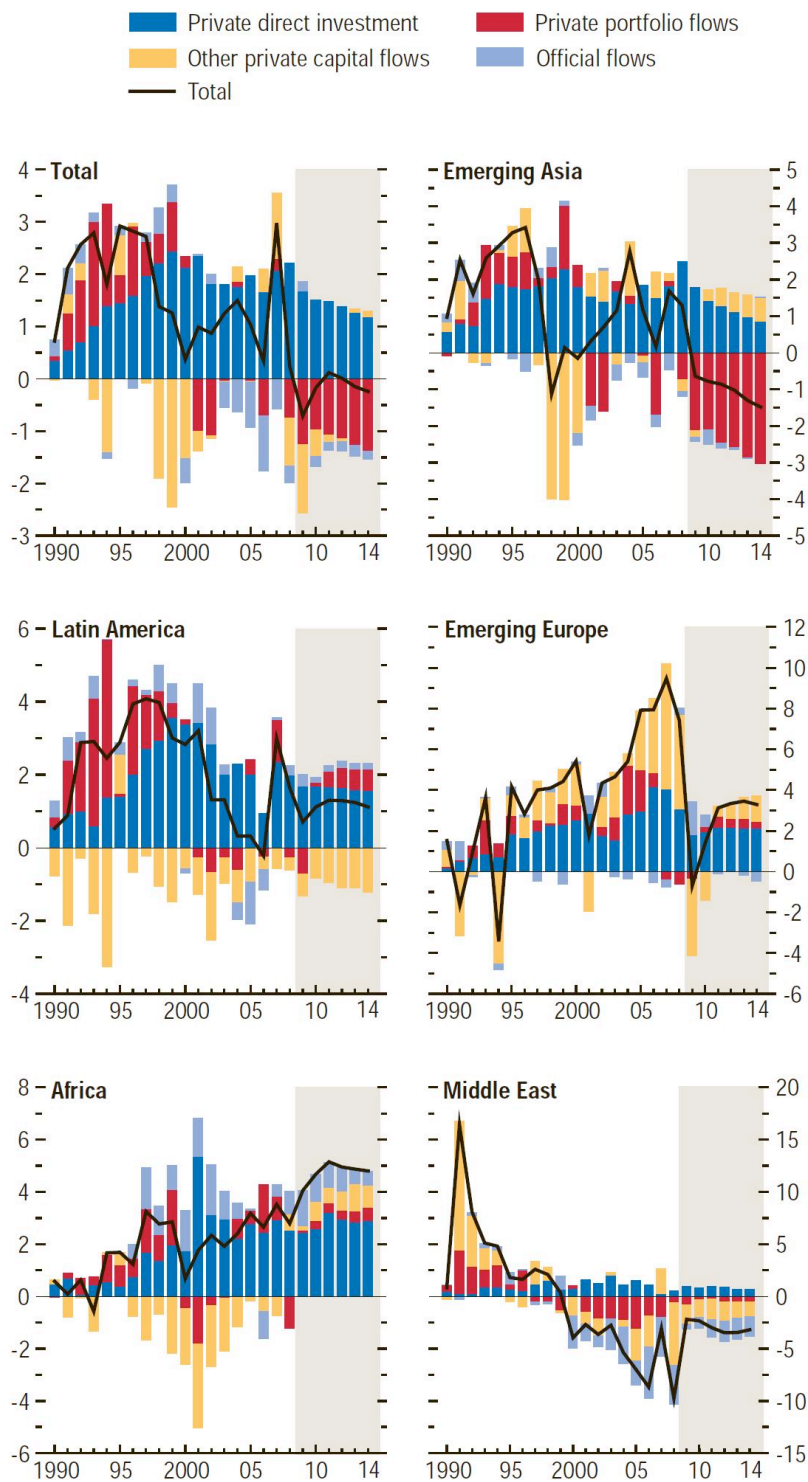
Os fluxos de capitais privados líquidos para as economias emergentes e em desenvolvimento encontram-se ilustrados na figura 2 abaixo. Como se pode observar na dinâmica desses fluxos, desde o início da década de 1990 (momento em que a maioria das economias emergentes consolida o processo de abertura financeira), a volatilidade dos fluxos financeiros tem se tornado mais intensa. A maior instabilidade desses fluxos tem a ver com o alto peso dos capitais de curto prazo no Balanço de Pagamentos dessas economias. Assim, uma das formas de medir essa instabilidade é através da alta volatilidade dos fluxos financeiros, especialmente daqueles que têm possibilidade de gerar movimentos abruptos de reversão, provocados por uma mudança nas expectativas do mercado.

Tendo em mente que os Investimentos Diretos agregam participações no capital de empresas e empréstimos intercompanhias (de residentes e estrangeiros), observa-se que estes investimentos englobam aplicações de médio e longo prazos e, por isso, não variam subitamente de um período para outro. Na medida em que esses fluxos não envolvem recursos de curto prazo, percebe-se que não são responsáveis pela vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos dos países emergentes. Como mostra a figura 2, em todos os grupos dos emergentes (asiáticos, latino-americanos, europeus, africanos e do oriente-médio), o volume dos ID privados não variou de forma abrupta de um ano para outro e manteve uma trajetória relativamente estável.

A vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos das economias periféricas advém principalmente das outras contas que fazem parte dos fluxos financeiros, isto é, dos Investimentos em Carteira (que trata de aplicações em ações e em títulos de renda fixa) e dos Outros Investimentos (que trata de empréstimos e financiamentos; moeda e depósitos; e outros ativos/ passivos)⁷³.

⁷³ Na presente análise, devido a sua baixa expressividade no total dos fluxos financeiros, o grupo dos derivativos não será incluído.

Figura 2: Fluxos de Capitais Líquidos para as Economias Emergentes (em porcentagem do PIB)



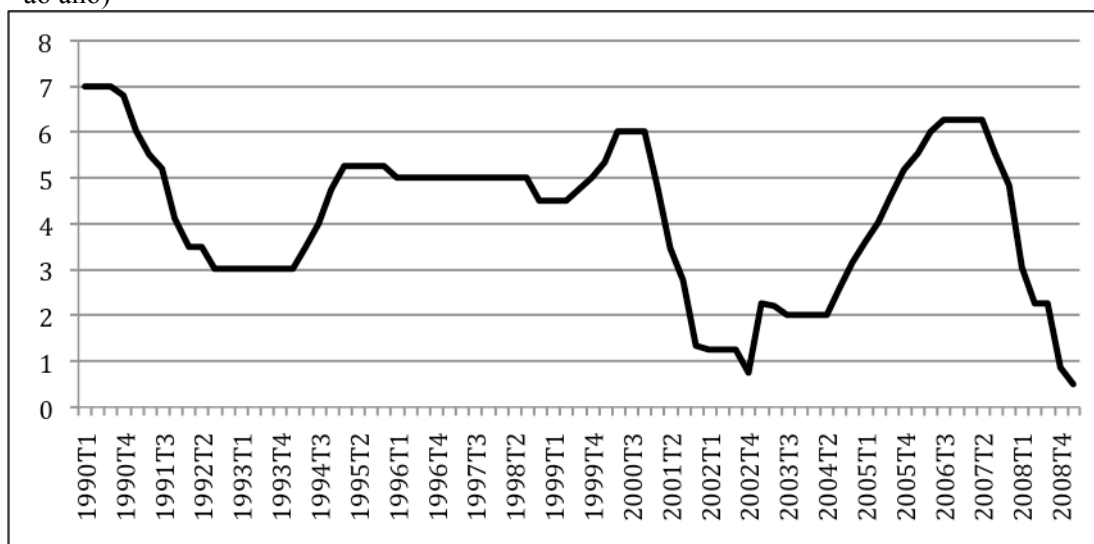
Fonte: IMF (2009a: 29)

Conforme apresenta a figura 2, para todo o período, as contas que apresentaram maior volatilidade foram as contas IC privados e OI privados, contas essas que são dominadas por

capitais de curto prazo altamente voláteis, influenciados por elementos expectacionais⁷⁴. Essas duas contas apresentam um alto potencial de reversão nos seus fluxos. Assim, quanto maior o peso das contas IC e OI no Balanço de Pagamentos de um determinado país (ou grupo de países), maior será a vulnerabilidade do mesmo, na medida em que estará sujeito a bruscas reversões de recursos (nacionais e externos).

Quando se leva em consideração o ciclo de liquidez, percebe-se que, no primeiro ciclo (1990-1998), os capitais tenderam a fluir para as regiões emergentes, principalmente na forma Investimento em Carteira Privado e Investimento Direto Privado⁷⁵. O movimento descendente da taxa de juros norte-americana no início da década de 1990 foi um dos principais responsáveis pela entrada dos capitais, sobretudo dos fluxos de portfólio (ver gráfico 1). O resultado disso foi a configuração de uma trajetória ascendente para curva que descreve o comportamento dos fluxos de capitais para o total das economias emergentes (ver figura 2). A pequena reversão dos fluxos no final de 1993 e início de 1994 derivou do aumento da taxa de juros norte americana à época e da saída de capitais pela conta Outros Investimentos Privados dos países latino-americanos e dos emergentes europeus.

Gráfico 1: Taxa de juros norte-americana - *Treasury Bond*, 1990-2008 (dados trimestrais em % ao ano)



Fonte: IMF – elaboração própria.

No que se refere à dinâmica dos capitais para os países latino-americanos percebe-se que houve uma extraordinária entrada de capitais pela conta Investimento em Carteira Privado

⁷⁴ Os investidores internacionais sempre estão dispostos a realocar seus portfólios a qualquer sinal de redução da rentabilidade ou de elevação do risco.

⁷⁵ A maioria dos Investimentos Diretos provinha especialmente do processo de privatização de empresas estatais e da compra acionária no mercado de capitais de empresas que já existiam, portanto a maioria dos Investimentos Diretos não era investimento novo.

no primeiro ciclo de liquidez, 1990-1998⁷⁶. Além do movimento da política monetária dos países centrais, um dos fatores que contribuiu para isso foi o grande lançamento de títulos de dívida públicos, especialmente por parte da Argentina (em 1993) e do Brasil (em 1994), para reestruturarem suas dívidas externas nos moldes do *Plano Brady*. Além disso, a política de estabilização monetária das economias latino-americanas, assentadas em âncoras cambiais, contou com a adoção de elevadas taxas de juros domésticas que favoreceram a atração dos capitais internacionais em um ambiente de liquidez mundial.

Outro elemento que chama a atenção para os países da América Latina foram as elevadas saídas de capitais pela conta Outros Investimentos Privados na primeira metade da década de 1990. A reestruturação da dívida nos termos do *Plano Brady* também influenciou esse processo; ao mesmo tempo em que entrava capital pela conta IC, saíam recursos pela conta OI⁷⁷. A crise do México em 1994 também contribuiu para reduzir o montante dos Outros Investimentos Privados na medida em que diminuiu, pelo menos no curto prazo, os empréstimos internacionais para as economias latino-americanas. Apesar da saída de capitais pela conta OI privados, a elevada entrada de recursos pelas contas IC privado e ID privado fez com que a dinâmica total dos fluxos de capitais para essas economias no primeiro ciclo de liquidez fosse de entrada de recursos.

À exceção de 1992, as economias asiáticas também apresentaram uma tendência de entradas crescentes de fluxos de capital no período 1990-1996. Contudo, a dinâmica desse ingresso foi um pouco diferente da verificada na América Latina. O fato de os países asiáticos não terem participado do *Plano Brady*, e não terem implementado altas taxas de juros para atrair capital externo e valorizar suas moedas, fez com que o montante de Investimento em Carteira Privado desses países fosse menor que os verificados na América Latina.

Ao contrário das economias latino-americanas, as economias asiáticas também não registraram grandes saídas de capital pela conta OI até 1997. Todavia, no final da década de 1990 o sudeste asiático entra em crise e inicia-se um movimento de reversão nos fluxos das contas mais flexíveis. Ocorre uma diminuição nas entradas de recursos advindas da conta IC privados e uma grande fuga de recursos pela conta OI privados.

Neste momento inicia-se o fim do período de elevada liquidez, que se consolida com a emergência da crise russa em 1998. O intervalo posterior (1999-2002) foi caracterizado por

⁷⁶ Apenas em 1995, pelo efeito contágio da crise do México e do aumento da taxa de juros dos Estados Unidos, a América Latina registra um influxo pequeno de Investimento em Carteira.

⁷⁷ Os recursos que entravam com a venda dos títulos *bradies* (conta Investimento em Carteira) eram usados para pagar os empréstimos antigos (conta Outros Investimentos).

grande instabilidade internacional e, conseqüentemente, por alta volatilidade das contas IC privados e OI privados.

No período de redução da liquidez mundial ficam explícitas as conseqüências do elevado peso das contas com alto potencial de reversão no Balanço de Pagamentos das economias emergentes. Para todo o período de redução da liquidez (1999-2002), a conta Outros Investimentos Privados das economias emergentes (total) registrou valores negativos, evidenciando principalmente a queda dos empréstimos a essas economias nos momentos de instabilidade. A conta Investimentos em Carteira Privados também apresentou valores negativos para os anos de 2001 e 2002, mostrando que, no período turbulência internacional, há venda em massa dos papéis dessas economias.

A diferença na dinâmica dos fluxos para as economias latino-americanas vis-à-vis as asiáticas pode ser verificada principalmente através da diversidade no montante de saída de capitais e no momento em que essa evasão começa a acontecer. Na Ásia, o ataque contra o *bath* tailandês inicia-se de julho de 1997. Desde então, a economia asiática já começa a sentir os efeitos da turbulência financeira. A curva que descreve o comportamento dos fluxos totais de capitais para essa região simplesmente despenca entre 1997 e 1998, refletindo a gigantesca fuga de capitais pela conta OI privados. Quando essa conta começa a se recuperar, ocorre uma saída bastante significativa pela conta IC privados em 2001 e 2002.

Já a América Latina começa a sentir o movimento de fuga de capitais com maior intensidade a partir de 1999, quando, além de diminuir a entrada de capitais pela conta IC privado, aumenta a saída pela conta OI privados. Entretanto, apesar da tendência de fuga de capitais na América Latina no período de redução da liquidez internacional (1999-2002), esse movimento foi menos intenso do que na Ásia, que sofreu efeitos bastante desastrosos com a crise ocorrida no continente.

Nesse contexto de redução da liquidez internacional e conseqüentemente da tendência à saída de capitais das economias emergentes, a necessidade desses países de continuar atraindo é inexorável, tendo em vista a crescente dependência dos capitais externos para fechar o Balanço de Pagamentos. Neste momento, mais do que nunca, percebe-se a elevada correlação entre a volatilidade e os prêmios de risco nos mercados emergentes medidos por índices como o EMBI+⁷⁸ (CORRÊA, 2006). Nos momentos de fuga, os papéis que estão no nível *sub-investment*, condição de muitos papéis das economias emergentes, são os primeiros

⁷⁸ O *Emerging Markets Bond Index Plus* (EMBI+) acompanha os retornos totais de títulos de dívida nos mercados emergentes. Esses títulos incluem os *Brady Bonds*, os *Eurobonds* e empréstimos.

a serem descartados, sendo que os investidores passam a exigir uma rentabilidade maior dos emissores dos ativos desses países (IMF, 2003).

É exatamente por isso que os períodos de redução da liquidez internacional estão normalmente associados à elevação dos prêmios de risco das economias emergentes⁷⁹. Os países periféricos, na tentativa de minimizar o movimento de saída de capital, oferecem uma maior rentabilidade para seus títulos. Como se vê no gráfico 2, foi exatamente no período 1999-2002 que o índice EMBI+ registrou os maiores valores. Contudo, isso não impediu o movimento preponderante de fuga de capitais, mesmo se tratando de um momento de baixas taxas de juros nas economias centrais (ver gráfico 1). Nos momentos de perturbação econômica, os capitais internacionais dirigem-se às economias centrais na busca por uma maior estabilidade, ainda que essas economias ofereçam uma rentabilidade menor.

Gráfico 2: Performance do Índice EMBI +, 1998-2010 (em pontos)



Fonte: C Bonds (2010)

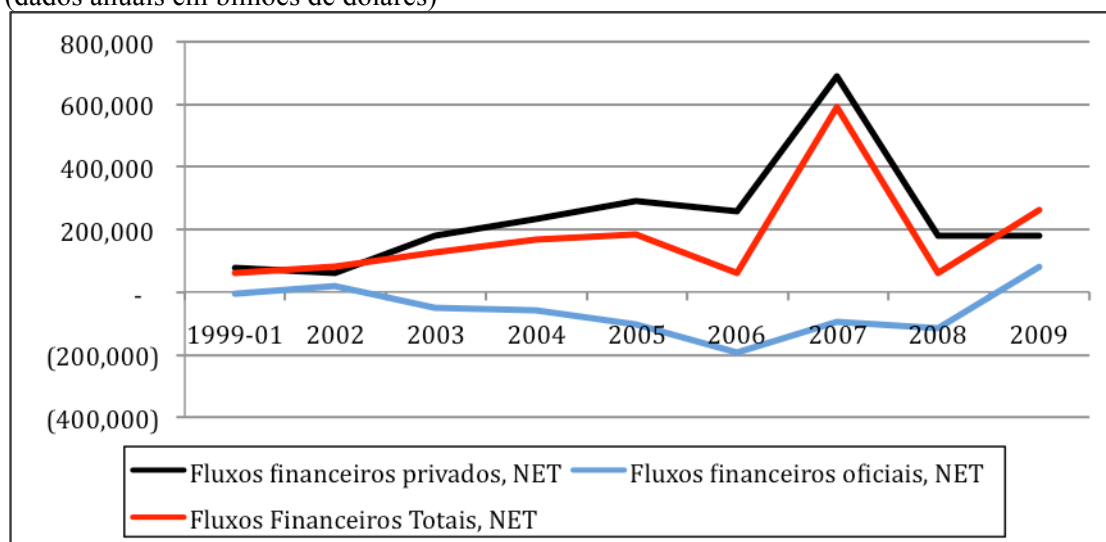
Quando se examinam os fluxos financeiros totais para o período 1999-2002 verifica-se que a tendência de retração dos fluxos de capitais não foi linear. Para todos os grupos de emergentes houve a presença de alguns miniciclos de menor intensidade e duração ao longo da tendência principal. É necessário perceber que os pequenos miniciclos de entrada de capitais ocorreram sobretudo pelo peso da conta Investimento Direto Privado, especialmente

⁷⁹ Da mesma forma, os períodos de reabertura da liquidez geralmente estão vinculados à redução dos prêmios de risco.

através dos processos de desestatização de empresas públicas (como é o caso do setor de telecomunicações). Já os momentos de reversão brusca dos fluxos ocorreram pelas contas Investimentos em Carteira Privados e Outros Investimentos Privados (ver figura 2).

A partir do final 2002 e início de 2003, um movimento de maior liquidez mundial começa a aparecer. Em um ambiente de baixas taxas de juros internacionais os investidores passam a buscar aplicações mais rentáveis e as economias emergentes voltam a ser receptoras de recursos. Conforme representado no gráfico 3 abaixo, o movimento dos fluxos financeiros totais acompanhou a tendência crescente dos fluxos financeiros privados, apesar de esse movimento ter sido parcialmente contrabalançado pela redução líquida dos fluxos oficiais⁸⁰.

Gráfico 3: Fluxos Financeiros Líquidos para economias emergentes, 1999-2009
(dados anuais em bilhões de dólares)



Fonte: IMF (2010: 178) – elaboração própria.

Em contraste com a tendência crescente dos fluxos financeiros privados, os fluxos financeiros oficiais declinaram na maior parte do segundo período de liquidez (2003-2007); apenas em 2007 esses fluxos se elevam (ver figura 2 e gráfico 3). Isso não foi por acaso. Foi exatamente nesse período que os países emergentes, especialmente os latino-americanos, recompraram seus títulos *Bradies* para saldar suas dívidas⁸¹. O Brasil, por exemplo, liquidou toda sua dívida externa relacionada aos títulos *Bradies* em 2006. Além disso, também houve saída de recursos para pagar o principal das dívidas junto ao Clube de Paris (casos do Brasil, Rússia, Nigéria e Argélia), ao FMI (casos da Argentina, Indonésia e Turquia) e ao Banco Mundial (México) (*WORLD BANK*, 2007).

⁸⁰ Os fluxos oficiais englobam todos os fluxos de capitais efetuados pelo setor público.

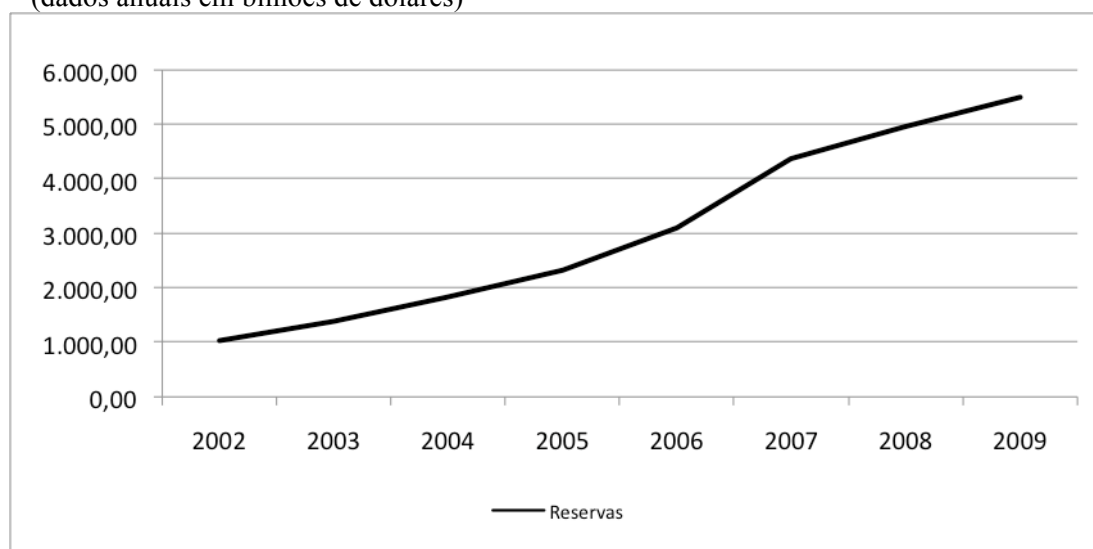
⁸¹ O México, em 2003 foi o primeiro dos países a saldar sua dívida nesses bônus.

No que se refere aos fluxos financeiros privados, os condicionantes externos e internos favoráveis colaboraram para que houvesse uma tendência crescente. Essa ampliação foi liderada pela modalidade de participação acionária, que inclui tanto os fluxos de Investimento Direto quanto os de Investimento em Carteira (*WORLD BANK*, 2007).

Apesar da tendência crescente dos fluxos privados, em 2006 houve um pequeno movimento de reversão, provocado principalmente pela queda dos Investimentos em Carteira (sobretudo dos asiáticos) nesse ano (IMF, 2006). Mas já em 2007 os fluxos financeiros privados voltam a aumentar e atingem níveis recordes, 689.3 bilhões de dólares (IMF, 2010).

Uma consequência desse crescente influxo de capitais foi aumento das reservas internacionais (ver gráfico 4). Os depósitos em moeda estrangeira dos bancos centrais e autoridades monetárias dos países periféricos expandem substancialmente no período 2003-2007. Além dos crescentes influxos pela Conta Financeira do Balanço de Pagamentos, houve o aumento das reservas oriundas da conta Transações Correntes⁸². A forte demanda dos países industrializados contribuiu para o crescimento das exportações, fato que se tornou ainda mais intenso devido aos elevados preços das *commodities*.

Gráfico 4: Reservas das economias emergentes e em desenvolvimento, 2002-2009
(dados anuais em bilhões de dólares)



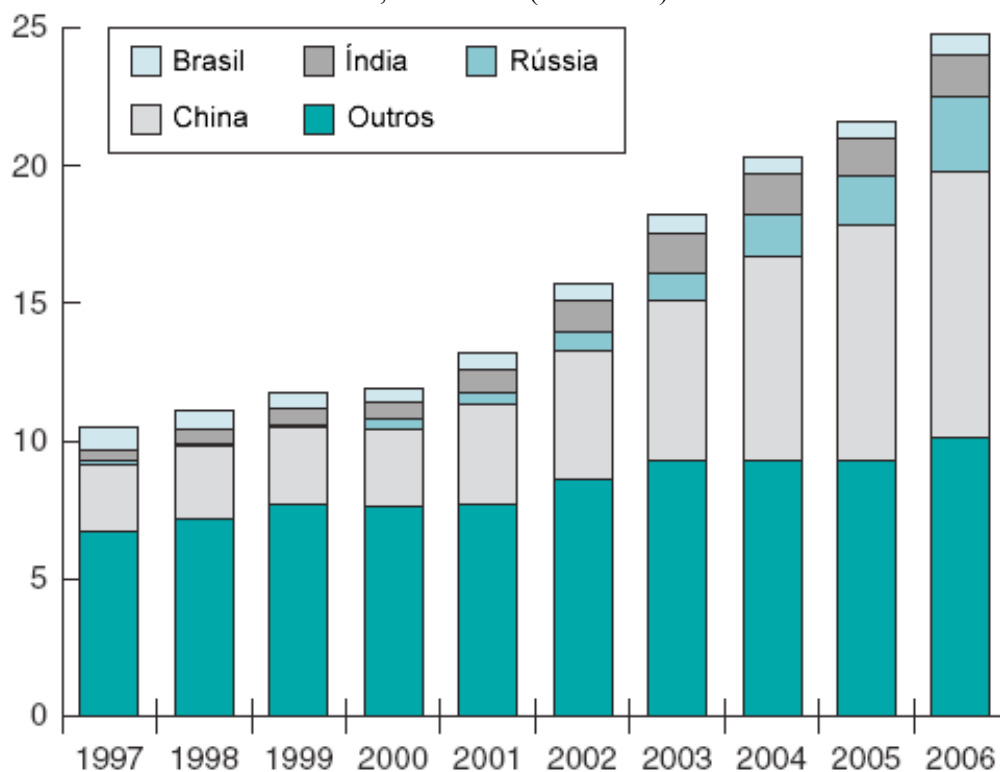
Fonte: IMF (2010: 180) – elaboração própria.

A análise do *World Bank* (2007) mostra que o aumento substancial das reservas para as economias emergentes no segundo ciclo de liquidez pós 1990 foi resultado do crescimento das reservas internacionais para o grupo dos BRIC, (Brasil, Rússia, Índia e China) (ver gráfico 5). O crescimento estrondoso das reservas chinesas tem sido impulsionado, em grande

⁸² Em 2006 a conta Transações Correntes obteve um superávit recorde, 3,1 % do PIB (2,7 em 2005).

medida, pelos superávits em Conta Corrente (IMF 2007b). A política de manter uma taxa de câmbio desvalorizada para favorecer as exportações tem contribuído bastante para o crescimento das reservas deste país.

Gráfico 5: Reservas dos BRIC, 1997-2006 (em % PIB)



Fonte: *World Bank* (2007: 39)

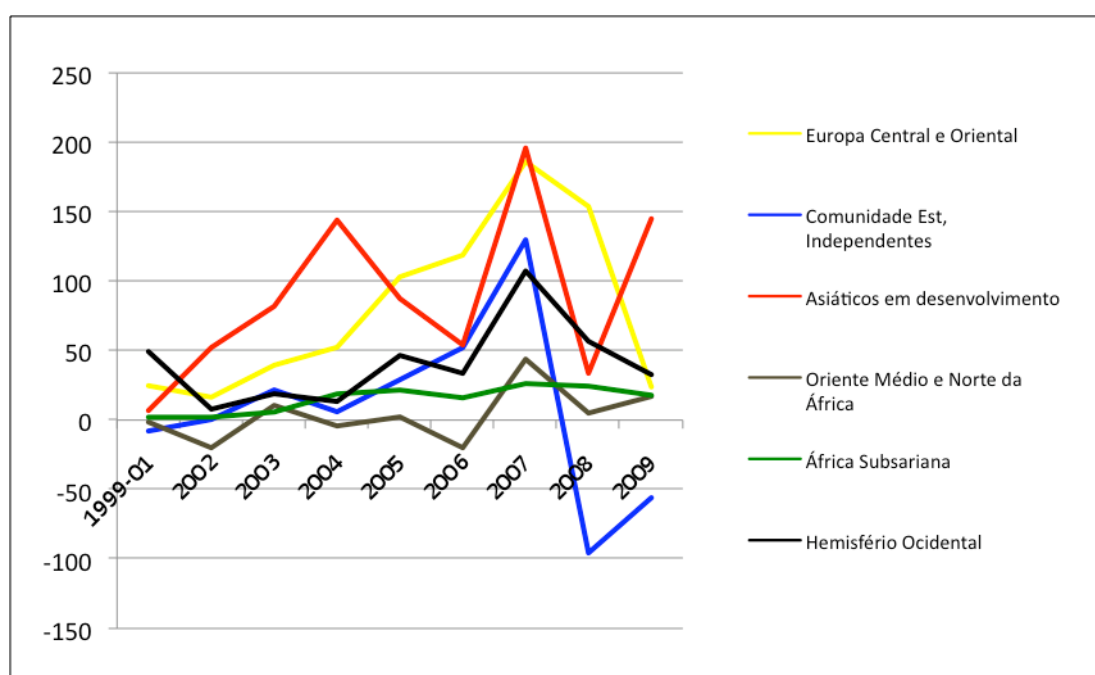
O período 2003-2007 foi caracterizado, de forma geral, por uma melhora nos ‘fundamentos econômicos’ das economias periféricas. Além do acúmulo de amplas reservas internacionais, houve a obtenção de superávits em transações correntes, a redução do endividamento externo e da dívida pública, a inflação baixa e estável e o regime de câmbio flutuante. De acordo com os economistas ortodoxos, a melhora nos ‘fundamentos’ provoca atração dos fluxos de capitais para essas economias, o que reduz a vulnerabilidade das mesmas.

De fato, quando se analisam os fluxos financeiros totais, houve uma tendência crescente dos fluxos no período considerado. Contudo, uma análise mais detalhada mostra que somente os emergentes europeus apresentaram um influxo contínuo de capitais (ver gráfico 6). À exceção dos emergentes europeus, todos os outros grupos de emergentes, apresentaram uma dinâmica volátil dos fluxos financeiros privados. Para esses grupos, o que

houve foram miniciclos que se alternaram entre períodos de elevação da liquidez dos recursos financeiros seguidos por momentos de redução.

É importante perceber que a presença desses miniciclos acentua ainda mais a incerteza dos agentes e que, *a priori*, é impossível saber qual a sua intensidade e duração, assim como detectar se esses miniciclos constituem-se ou não no início da fase de reversão da tendência principal (PRATES; FARHI, 2004: 3).

Gráfico 6: Fluxos Financeiros Privados para Economias Emergentes, 1999-2009
(dados anuais em bilhões de dólares)



Fonte: IMF (2010: 178) – elaboração própria

Isso significa que, mesmo no período de liquidez mundial (2003-2007), o Balanço de Pagamentos das economias emergentes continua vulnerável. Ao contrário do que os economistas ortodoxos defendem, a supremacia dos mercados financeiros globais mostra que os fatores internos tiveram um papel secundário, e a melhora nos ‘fundamentos econômicos’ desse grupo de países não foi capaz de gerar atração contínua dos capitais e diminuir a vulnerabilidade a que esses países estão expostos.

No final da década de 1990, eleva-se a dependência das economias emergentes em relação aos mercados financeiros globais, especialmente aos das economias centrais. Essa maior força dos mercados financeiros aumenta ainda mais vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos dessas economias em relação às ‘mudanças de humores do mercado’. A

volatilidade dos fluxos de capitais no segundo ciclo de liquidez não só persiste mas também é ainda maior que a do primeiro ciclo (ver figura 2 e gráfico 6).

Essa maior volatilidade dos capitais no segundo ciclo é consequência da maior instabilidade das contas Investimento em Carteira Privado e Outros Investimentos Privados, que apresentaram uma dinâmica ainda mais volúvel no segundo ciclo de liquidez.

À exceção dos emergentes europeus e da Comunidade dos Estados Independentes⁸³, todos os outros grupos de emergentes apresentaram uma trajetória bastante volátil para as contas IC e OI dentro do ciclo de liquidez 2003-2007, sendo que as curvas que descrevem o comportamento dessas duas contas apresentaram trajetórias bastante diferentes para cada grupo (ver figura 3).

A análise do Hemisfério Ocidental, que engloba os países latino-americanos, mostra que durante todo o segundo ciclo de liquidez a conta Outros Investimentos Privados apresentou um movimento líquido de saída de capitais (ver figura 3 e tabela 1). Essa dinâmica pode ser atribuída à menor entrada de recursos pela subconta Empréstimos e Financiamentos (resultantes tanto de menor oferta quanto de redução voluntária de endividamento) e aos aumentos de saída de recursos (decorrentes da amortização de dívidas antigas) (GRIFFITH-JONES, 2003).

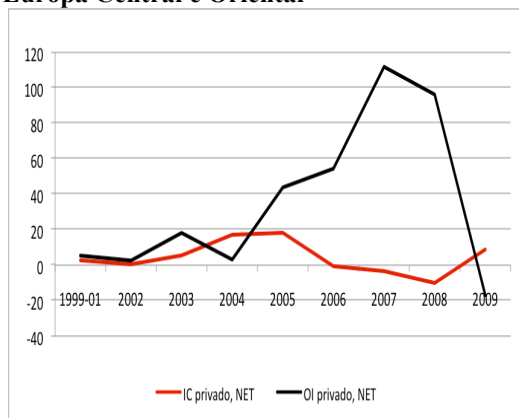
A conta Investimentos em Carteira Privados do Hemisfério Ocidental também apresenta uma tendência líquida de fuga de capital até 2004. Esse resultado é atribuído à dinâmica verificada nas principais economias que compõem esse grupo de países. Por exemplo, a Argentina e o Chile apresentam um movimento líquido negativo nesse período. O Brasil e o México, por sua vez, até registram entradas de recursos pela conta IC no período em questão, contudo o montante de ingresso foi inferior ao volume de saídas dos outros países⁸⁴.

⁸³ A CEI são um grupo de países que tem em comum o passado soviético. A Rússia é o membro de maior expressividade no cenário internacional desse conjunto de países.

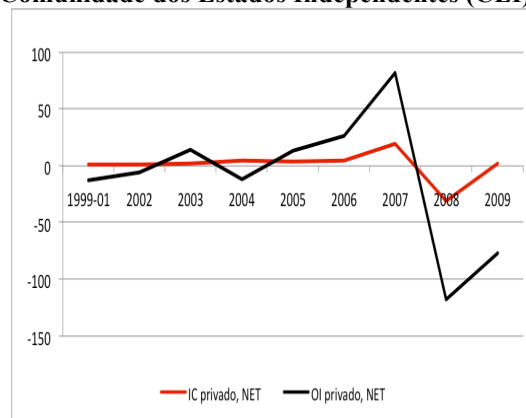
⁸⁴ Os motivos da fuga de capitais para os casos da Argentina e do Chile e das baixas entradas de recursos nos casos do Brasil e do México serão discutidos no capítulo posterior.

Figura 3: Fluxos de Investimento em Carteira Privados e Outros Investimentos Privados para economias Emergentes, 1999-2009 (dados em bilhões de dólares)

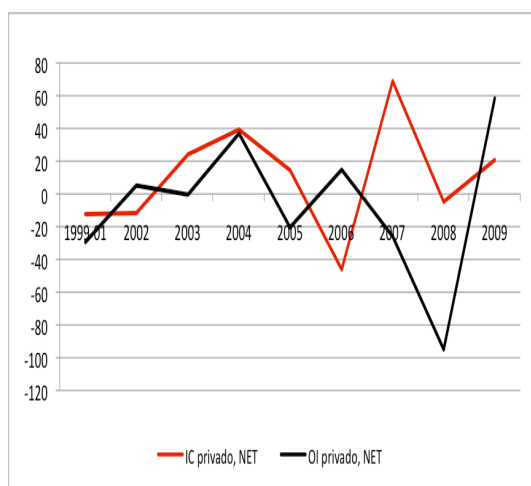
Europa Central e Oriental



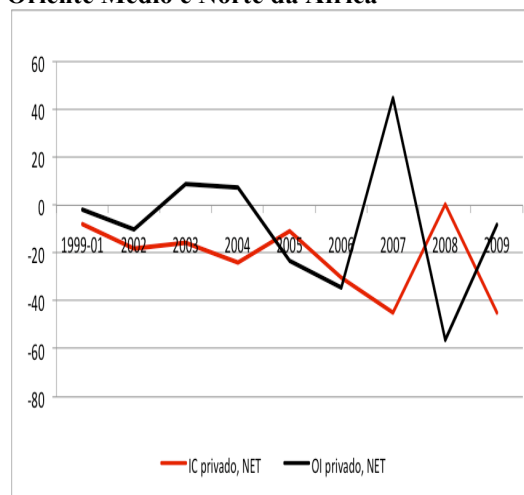
Comunidade dos Estados Independentes (CEI)



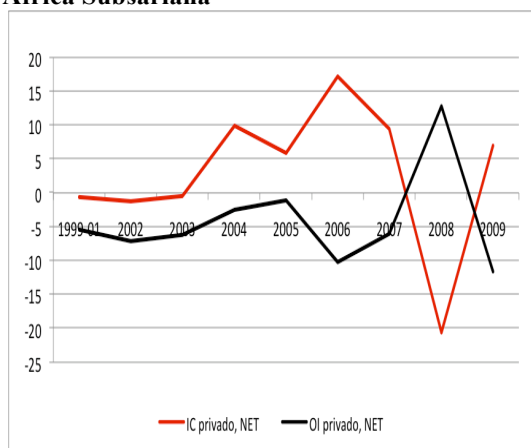
Asiáticos em desenvolvimento



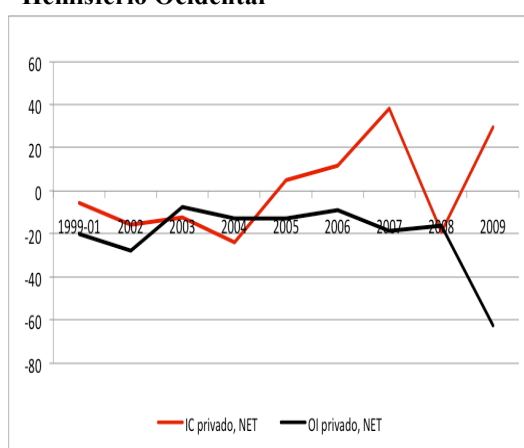
Oriente Médio e Norte da África



África Subsariana



Hemisfério Ocidental



Fonte: IMF (2010: 178) – elaboração própria.

Tabela 1: Sumário da Conta Financeira – Investimento Direto, Investimento em Carteira e Outros Investimentos Privados – do Hemisfério Ocidental, 1999-2009 (US\$ bilhões)

Hemisfério Ocidental	ID privado, NET	IC privado, NET	OI privado, NET
1999-01	74,8	-5,6	-20,1
2002	51,3	-15,6	-27,8
2003	38,3	-12,4	-7,4
2004	49,6	-23,8	-12,8
2005	54,2	4,8	-12,9
2006	30,9	11,5	-8,7
2007	87,4	38,3	-18,4
2008	91,9	-19	-16
2009	65	29,7	-62,4

Fonte: IMF (2010: 178) – elaboração própria.

Com relação aos emergentes asiáticos, é importante perceber que eles foram o grupo que apresentou maior volatilidade na dinâmica das contas Investimento em Carteira Privado e Outros Investimentos Privados. O período 2003-2007 foi caracterizado pela existência de miniciclos que se revezaram entre períodos de fartura e carência de recursos para essas duas contas, sendo que para a conta OI privados cada um desses miniciclos ainda teve uma duração menor que os dos IC privados.

No que tange à conta OI privados, percebe-se que, em 2005, ocorre uma reversão na tendência crescente dos fluxos e estes caem significativamente. O fator que mais contribuiu para a inversão da trajetória foi o movimento ascendente dos juros norte-americanos, que contribuiu tanto para alterar a estratégia dos bancos internacionais em emprestar para esses países, quanto para aumentar a especulação dos residentes contra suas moedas domésticas. Em 2006, a conta OI privados volta a apresentar um movimento ascendente, tendência essa que sofre outra reversão em 2007, quando volta a apresentar uma trajetória declinante (ver figura 3 e tabela 2).

Chama atenção também a elevada volatilidade da conta Investimento em Carteira dos asiáticos. Nos anos de 2003 e 2004, início do segundo ciclo de liquidez, houve um elevado influxo de capitais para esse grupo de países na forma de IC. Contudo, em 2005, a entrada de recursos começa a diminuir, sendo que, em 2006, esse movimento se intensifica, chegando a registrar uma trajetória negativa para os influxos de capitais dessa conta. Nesse ano, os IC registram uma saída líquida de recursos de 46,1 bilhões de dólares (ver tabela 2).

As análises do *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific* (de setembro de 2006) e do relatório do próprio Banco Central do Brasil (de novembro de 2006) mostram que a queda dos IC vieram do movimento ascendente da taxa de juros norte-americana naquele período.

Os estudos apontam que as expectativas inflacionárias daquele ano levantaram a possibilidade de os juros estado-unidenses subirem mais que o esperado.

O aperto monetário dos Estados Unidos provocou um movimento de realocação nas carteiras dos investidores (de saída das economias emergentes, principalmente das asiáticas, para os títulos do tesouro dos Estados Unidos⁸⁵). Esse movimento acontece principalmente nos meses de maio e junho. No segundo semestre de 2006, as expectativas inflacionárias começam a dar sinais de desaceleração e a política monetária norte-americana interrompe o movimento de elevação da taxa de juros. Neste momento, os fluxos de capitais rumo às economias emergentes começam a indicar sinais de melhora e o movimento financeiro pela conta IC para as economias asiáticas começa a aumentar significativamente (IMF, 2006 e BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2006b).

Tabela 2: Sumário da Conta Financeira – Investimento Direto, Investimento em Carteira e Outros Investimentos Privados – dos asiáticos em desenvolvimento, 1999-2009 (US\$ bilhões)

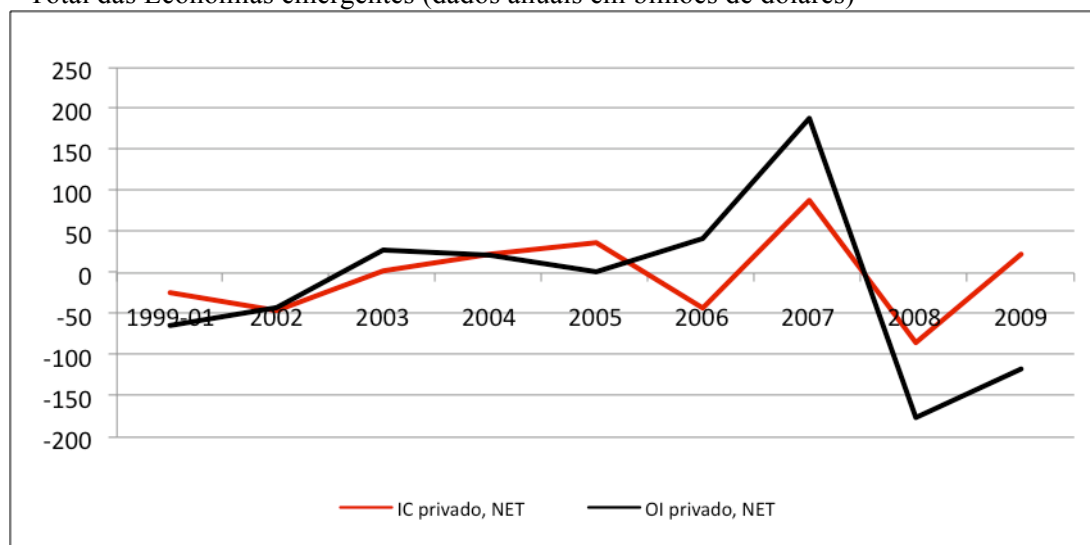
Asiáticos em Desenvolvimento	ID privado, NET	IC privado, NET	OI privado, NET
1999-01	49	-12,5	-29,6
2002	60,1	-12,1	5
2003	58,6	23,9	-0,2
2004	68	39	37
2005	93,7	14,4	-20
2006	85,2	-46,1	15
2007	152,6	68,9	-25,6
2008	133,5	-4,6	-95
2009	66,8	20,3	58,3

Fonte: IMF (2010: 178) – elaboração própria.

Quando se analisa a dinâmica das contas Investimentos em Carteira Privados e Outros Investimentos Privados para as economias emergentes no agregado, verifica-se que, no período 2003-2007, também não houve uma tendência de entrada contínua dos fluxos. Ao contrário, o resultado também indica a presença de miniciclos de curta duração, que se alternam entre momentos de expansão e retração dos fluxos advindos dessas duas contas (ver gráfico 7 e tabela 3).

⁸⁵ Apesar de a dinâmica dos IC ter sido positiva para o Hemisfério Ocidental (ver figura 2), quando se analisam somente as economias latino-americanas, percebe-se que a dinâmica dessa conta em 2006 também registrou um movimento de fuga de capitais (ver figura 1).

Gráfico 7: Conta Investimento em Carteira Privada e Outros Investimentos Privados para Total das Economias emergentes (dados anuais em bilhões de dólares)



Fonte: IMF (2010: 178) – elaboração própria.

Tabela 3: Sumário da Conta Financeira – Investimento Direto, Investimento em Carteira e Outros Investimentos – para o Total das Economias Emergentes, 1999-2009 (US\$ bilhões)

Econ. Emergentes (total)	ID privado, NET	IC privado, NET	OI privado, NET
1999-01	162	-23,3	-64,3
2002	150	-45,8	-43,5
2003	147,8	3,1	27,7
2004	186,7	23,1	20,5
2005	252,1	36,5	0,7
2006	255,8	-43,4	41,8
2007	412,1	88,6	188,6
2008	439,9	-84,7	-176
2009	274,8	23,2	-117,9

Fonte: IMF (2010: 178) – elaboração própria.

É importante perceber a influência dos movimentos dos fluxos de capitais das economias asiáticas na dinâmica observada para o total das economias emergentes. A queda da conta Outros Investimentos em 2005 e a diminuição dos Investimentos em Carteira em 2006 foram resultados, em grande medida, da dinâmica asiática.

Em julho de 2007 encerra-se o ciclo de liquidez que havia começado em 2003 e em agosto a economia mundial entra em um período incerto e difícil⁸⁶. A turbulência financeira americana manifesta os potenciais riscos sistêmicos da atual arquitetura financeira mundial (IMF, 2007b).

⁸⁶ A crise financeira norte-americana no mercado de hipotecas de alto risco (*subprime*) estendeu-se e transformou-se em uma grande crise financeira internacional (IMF, 2009a).

As alterações no sistema financeiro global desdobraram-se em importantes consequências que interferiram na dimensão dos fluxos de capitais para os diversos países (IMF, 2009b). No que se refere às economias emergentes, objeto desta análise, nota-se que, até o primeiro semestre de 2008, elas foram moderadamente afetadas. O movimento de saída dos capitais ainda era brando, os preços dos títulos soberanos e das ações já tinham diminuído um pouco, mas essa queda era bem menor que a verificada nos títulos das economias avançadas (IMF, 2008a).

Contudo, a partir do segundo semestre de 2008, especificamente a partir da quebra do *Leman Brothers* em setembro, os mercados emergentes passam a ser contaminados de forma mais intensa, mostrando que a dinâmica dos fluxos de capitais está muito além dos fatores conjunturais domésticos. Nesse momento, o movimento de fuga de capitais se intensifica muito, os *spreads* aumentam e os preços das ações dos mercados emergentes caem de forma drástica (IMF, 2008b).

Conforme mostra a análise do IMF (2009a), os investidores internacionais começam a retirar seus investimentos das economias emergentes no terceiro trimestre de 2008. Uma das formas de medir os fluxos de capitais é através das análises das emissões de títulos, ações e empréstimos sindicalizados que confirmam uma desaceleração do financiamento no terceiro e quarto trimestres de 2008 (ver figura 4).

No que se refere à Conta Financeira, a recente crise gerou dois movimentos em 2008. De um lado, inicia-se um impulso abrupto à venda de ações e títulos de dívida dos países emergentes, o que reduz drasticamente a conta Investimento em Carteira⁸⁷. De outro lado, os credores internacionais param de emprestar para essas economias, diminuindo sensivelmente a conta Outros Investimentos. A capacidade de reversão dessas duas contas é facilmente percebida nesse período. O volume de capitais das contas IC e OI despenca em um curto período de tempo⁸⁸ (ver figura 2 e gráfico 7).

Em 2009, o grau de liquidez da economia mundial começa mostrar sinais de melhora e os fluxos internacionais de capitais que se dirigem das economias avançadas para as economias emergentes aumenta. Esse movimento ocorre tanto para as ações quanto para os

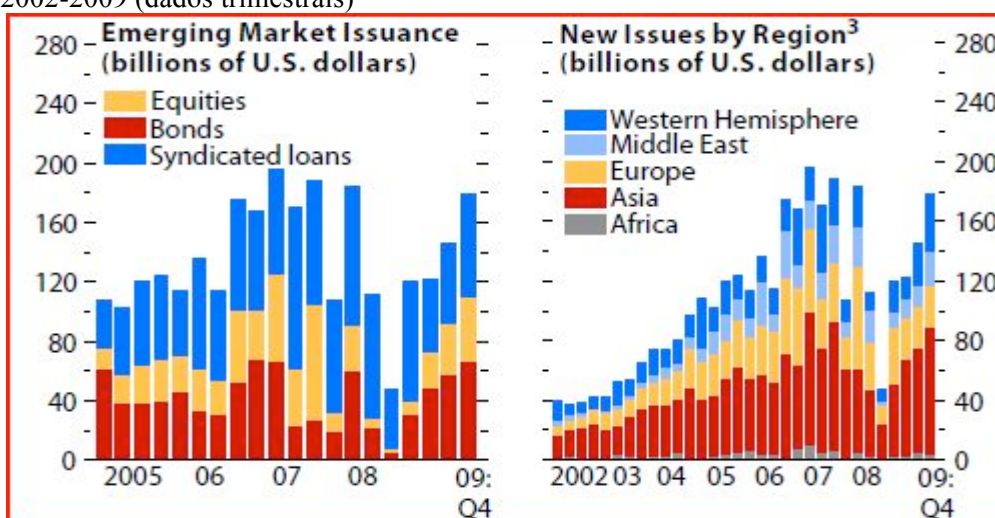
⁸⁷ Os capitais que saíam das economias emergentes dirigiam-se às economias desenvolvidas, principalmente rumo aos títulos soberanos norte-americanos. Esse direcionamento dos capitais para os Estados Unidos, centro da crise financeira, era bastante previsível, visto que o dólar exerce a função de reserva-chave da atual arquitetura financeira mundial e, dessa forma, constitui-se na moeda mais líquida do atual sistema capitalista.

⁸⁸ Além da perturbação nos mercados acionários após a queda do *Leman Brothers*, os mercados de fundos primários dos países periféricos pararam de funcionar por alguns meses e, em algumas regiões, o mercado de câmbio sentiu fortes pressões (IMF, 2009b).

títulos de renda fixa, apesar de esse crescimento ter ocorrido de forma desigual entre as regiões emergentes (ver figura 4) (IMF, 2009a e IMF, 2010).

A região que mais tem recebido influxo de capitais desde o primeiro trimestre de 2009 é a asiática. O hemisfério ocidental, a partir do final desse ano, ultrapassa os emergentes europeus e passa a ser a segunda região a registrar mais influxos.

Figura 4: Emissões de ações, títulos e empréstimos sindicalizados nos mercados emergentes, 2002-2009 (dados trimestrais)



Fonte: IMF (2010: 6)

Chama-se a atenção, neste momento, para o fato de que, mesmo na recente crise financeira ocorrida no centro do sistema capitalista, os capitais internacionais fugiram das economias periféricas rumo às centrais, mostrando que, nos momentos de instabilidade, há um movimento de saída dos capitais das economias emergentes em direção àquelas que possuem moeda estável. Somente quando a liquidez começa a se restaurar os capitais voltam a se dirigir para as economias periféricas em busca de um maior diferencial de rendimento para seus títulos.

O desenvolvimento deste capítulo teve por finalidade mostrar que os fluxos de capitais que se dirigem para as economias emergentes, sobretudo os advindos das contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos, são caracterizados por um movimento altamente volátil. Ou seja, os capitais que ingressam nessas economias são marcados por um caráter cíclico, que se alterna entre períodos de elevação e redução dos recursos. Tal diagnóstico é bastante importante, visto que essa instabilidade dos fluxos é verificada não só nos períodos de instabilidade internacional, mas inclusive nos períodos de liquidez mundial. Isso significa

que, mesmo nos períodos de excesso de liquidez, a vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos das economias emergentes continua presente.

3. Análise da Conta Financeira dos países selecionados

No capítulo anterior, viu-se que a vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos das economias emergentes advém do alto peso das contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos, contas essas caracterizadas por capitais de curto prazo influenciados por elementos expectacionais. Neste capítulo, na tentativa de melhorar a compreensão acerca dessa vulnerabilidade, escolheram-se alguns países periféricos para serem analisadas de forma mais profunda essas duas contas.

Os países selecionados foram: Brasil, Argentina, México, Chile, Coreia do Sul, Tailândia, Índia e Rússia⁸⁹. A opção por analisar esses países não foi por acaso. Nesse grupo encontram-se, substancialmente, países latino-americanos e asiáticos, grupos responsáveis por abrigar os países emergentes de maior expressividade no cenário mundial.

A escolha dos países latino-americanos – Brasil, Argentina, México e Chile – deve-se ao fato de esses países estarem entre os de maior importância no cenário latino-americano em vários aspectos, dimensão do PIB, tamanho da população e formação bruta de capital fixo.

Os critérios para a seleção dos países asiáticos – Coreia do Sul, Tailândia e Índia – foram parecidos. Apesar de a Tailândia não estar entre os primeiros asiáticos no que se refere à dimensão do PIB, tamanho da população e formação bruta de capital fixo, foi incluída por tratar-se de um país asiático que implementou controle de capital.

Em relação à Rússia, embora possua apenas parte do seu território no território asiático⁹⁰, foi inserida por representar um país de grande relevância no cenário das economias emergentes. A Rússia, juntamente com o Brasil, Índia e China, compõe o grupo dos “BRIC” que se destacam no cenário mundial pelo rápido crescimento das suas economias em desenvolvimento.

A análise de cada país encontra-se dividida em duas subseções. A primeira se dedica ao estudo da evolução da Conta Financeira do país em questão. Nesta seção, será analisada a

⁸⁹ A ausência da China em nosso trabalho decorre da falta de dados para esse país. No IMF (*BOP Statistics*), só há dados para a região de Hong Kong, ex-colônia britânica que volta a fazer parte da China em 1997. É importante lembrar que Hong Kong, ao contrário de outras regiões chinesas, é um centro financeiro internacional com uma economia capitalista altamente desenvolvida. Os gráficos da Conta Financeira de Hong Kong encontram-se ilustrados no anexo III.

⁹⁰ A Rússia é um país euro-asiático. O território russo encontra-se localizado parte no leste da Europa e parte no norte da Ásia.

dinâmica dos fluxos internacionais de capitais pós 1990 para os casos do Brasil, Argentina, México, Chile, Coreia do Sul, Tailândia, Índia e Rússia. Parte deste estudo já foi realizado por Kobayashi (2008) e Corrêa (2006; 2009 e 2010). A presente proposta apresenta-se como uma continuidade desses trabalhos, sendo que intuito agora é o de relacionar a dinâmica dos países latino-americanos vis-à-vis aos asiáticos.

Como já foi visto, a vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos das economias emergentes advém principalmente das contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos. Sendo assim, o caminho a ser trilhado será o de ‘abrir’ cada uma dessas contas até o terceiro nível de hierarquia de cada país para identificar movimentos mais específicos e, dessa maneira, entender quais são as subcontas mais voláteis, responsáveis pela vulnerabilidade dos países estudados.

Para examinar as questões empíricas relativas aos fluxos financeiros das contas IC e OI dos países mencionados acima serão utilizados, para cada subconta, os dados estatísticos disponibilizados pelo FMI no *Balance of Payments Statistics* (BOP). Devido à disponibilidade desses dados, adotar-se-á uma periodicidade trimestral.

A segunda subseção do estudo de casa país reserva-se à análise da volatilidade da Conta Financeira. Como já foi examinado nos trabalhos de Kobayashi (2008) e Corrêa (2006; 2009 e 2010), as contas mais voláteis são ICE, OIE e OIR. Por isso, a análise, a partir de agora, concentra-se apenas no ‘terceiro nível de abertura’. O objetivo será o de detectar quais são as subcontas que exerceram as maiores influências de volatilidade em cada país nos períodos sob estudo.

Em relação ao recorte temporal, o período 1990-2009 será ainda dividido de acordo com os ciclos de liquidez. Todavia, na presente seção, será dada mais atenção ao momento específico em que ocorreu a alteração em cada um dos ciclos. Dessa maneira, o primeiro período envolve o interregno do primeiro trimestre de 1990 ao terceiro trimestre de 1998; o segundo período abrange o intervalo do quarto trimestre de 1998 ao quarto trimestre de 2002; já o terceiro envolve recorte do primeiro trimestre de 2003 ao segundo trimestre de 2007; por fim, o quarto período compreende o intervalo que vai do terceiro trimestre de 2007 ao primeiro trimestre de 2009. Sendo que, o primeiro e o terceiro períodos correspondem a momentos de liquidez internacional, enquanto que o segundo e o quarto referem-se a intervalos de instabilidade mundial. Assim como para a parte anterior da análise gráfica, os dados foram coletados no FMI (*BOP Statistics*) a partir de uma periodicidade trimestral.

A seguinte metodologia foi utilizada para medir a volatilidade dos fluxos:

i) Foram calculados a Média (μ) e o Desvio Padrão (σ) para Conta Financeira e para as subcontas para os quatro períodos estudados.

ii) Foi determinado o Coeficiente de Variação (CV) da Conta Financeira e de cada uma das subcontas sob análise, definido como sendo a relação entre o Desvio Padrão (σ) e o saldo médio no tempo para a variável em consideração (μ), ou seja, $CV = \sigma/\mu$.

iii) Foi encontrada a participação do saldo médio de cada subconta (PM) com relação ao saldo da Conta Financeira, isto é, $PM = \mu_i/\mu_{cf}$ (onde μ_i é o valor médio dos fluxos no período da subconta em consideração e μ_{cf} é o valor médio da Conta Financeira no período sob estudo).

iv) Foi calculada a Volatilidade Ponderada, estabelecendo a estimativa de um padrão que agrega os efeitos da volatilidade e da participação média por meio do produto $CV \times PM$. Através deste cálculo, foram encontradas as subcontas que mais afetam a volatilidade da Conta Financeira.

Inicialmente serão analisados os países latino-americanos (Brasil, Argentina, México e Chile). Em seguida, os países asiáticos (Coreia do Sul, Tailândia e Índia) e o caso da Rússia. Por fim, serão levantadas as similaridades e as diferenças entre cada conjunto de países.

3.1. Países latino-americanos

3.1.1. Brasil

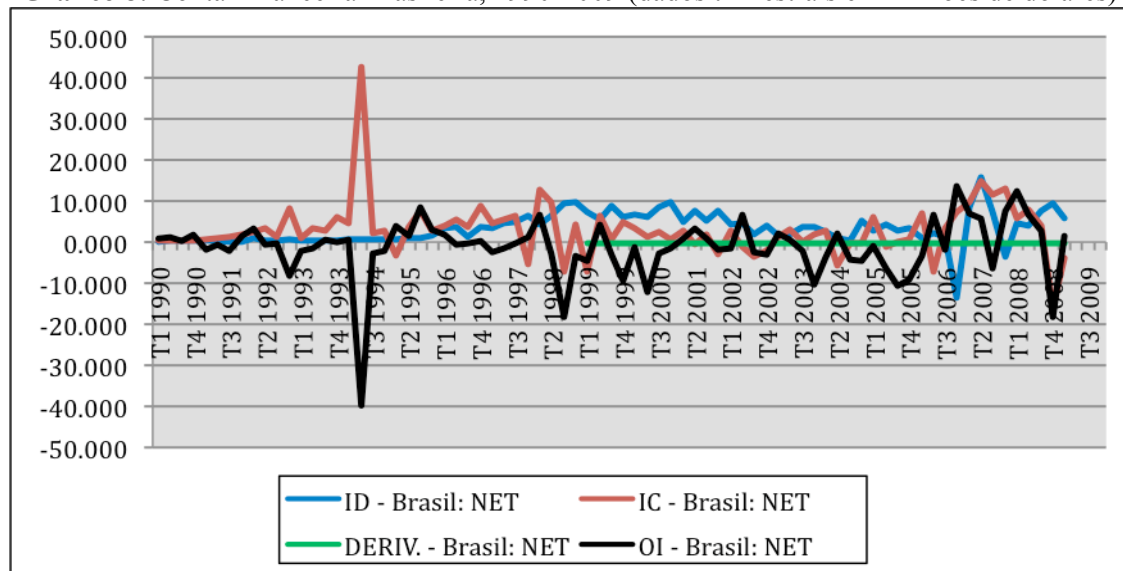
3.1.1.1. Evolução da Conta Financeira brasileira

O primeiro nível de abertura da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos do Brasil pode ser observado no gráfico 8. Nota-se que a conta Investimento Direto, que engloba investimentos de médio e longo prazos, apresenta uma dinâmica relativamente estável para praticamente todo o período analisado⁹¹. A conta Derivativos, além de representar um volume muito pequeno em relação ao total de capitais da economia brasileira, também apresenta uma trajetória praticamente inalterável. Já as contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos são caracterizadas por uma dinâmica altamente instável, marcada por vários períodos de reversão na tendência de seus fluxos. Na medida em que essas duas contas

⁹¹ Exceção para os anos de 2006 e 2007.

possuem um peso significativo na Conta Financeira brasileira, será estudada de forma mais profunda cada uma delas para o período 1990-2009.

Gráfico 8: Conta Financeira Brasileira, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Inicialmente, o que se quer destacar é que, até 1992, a Conta Financeira do Brasil não apresentava trajetória volátil para nenhuma de suas contas integrantes. Mas, a partir daquele ano, o ‘receituário neoliberal’ começa a ganhar espaço na economia brasileira e iniciam-se os processos de desregulamentação financeira e liberalização externa da economia nacional⁹². Paralelamente a esse movimento de adequação em prol do neoliberalismo, há o ambiente de ampla liquidez mundial, além da elevada rentabilidade dos títulos brasileiros quando comparados ao movimento descendente das taxas de juros internacionais no início da década de 1990. O resultado disso não poderia ser diferente; antes mesmo de realizar as reformas de ajuste inflacionário, o Brasil passa a ser receptor dos recursos líquidos que estavam disponíveis em busca de valorização⁹³ (CORRÊA, 2006).

O maior direcionamento dos capitais à economia brasileira ocorre através dos novos instrumentos financeiros e, como foi visto no primeiro capítulo, as inovações financeiras das décadas de 1980 e 90 provocam uma alteração no perfil dos fluxos que passam a se

⁹² O Brasil adota, arbitrariamente, maio de 1991 como sendo a data de referência para a liberalização financeira, por coincidir com a data de edição do Anexo IV, que abriu a possibilidade de investimentos externos de portfólio na economia brasileira. Todavia, apesar de os processos de liberalização e desregulamentação terem dado seus primeiros sinais no governo Collor (1990-2), foi no governo de Fernando Henrique Cardoso (1995-2002) que os dois processos aprofundaram-se.

⁹³ A não intervenção da autoridade monetária no mercado de câmbio nesse período de alta liquidez provocou a apreciação da taxa de câmbio real, que facilitou a própria estabilização da moeda em 1994.

caracterizar por um viés de curto prazo e alto potencial de reversão. Já a partir do final de 1992, é possível verificar que as contas externas do país vão agregando continuamente os capitais voláteis das contas Investimento em Carteira e Outros Investimento.

Desde já, é importante perceber que a veemente variação das contas IC e OI esteve presente desde o início de 1992. Apesar de a instabilidade dessas contas ter sido mais intensa nos períodos de redução da liquidez mundial, ela também esteve presente nos momentos de excesso de liquidez.

No que se refere ao primeiro ciclo de liquidez (1990-1998), percebe-se que a conta Investimento em Carteira foi caracterizada por uma tendência à entrada de recursos. No primeiro ciclo de abundância de capitais líquidos, houve um movimento dos fluxos financeiros em direção à economia brasileira, mostrando que, nesses momentos, os capitais internacionais tendem a buscar aplicações mais arriscadas, que oferecem uma rentabilidade maior. A análise do gráfico 8 mostra que, durante o período 1990-1998, os Investimentos em Carteira foram os principais atratores de capitais. Contudo, essa disposição à entrada de capitais foi entrecortada por mini-períodos de reversão dos fluxos.

Diferentemente dessa dinâmica foi a tendência da conta Outros Investimentos, que apresentou uma trajetória negativa para a maior parte do primeiro ciclo de liquidez, apesar de essa tendência também não ter sido linear.

Ainda em relação ao primeiro ciclo de liquidez, cabe fazer uma observação a respeito do ano de 1994, ano em que as contas IC e OI apresentam, respectivamente, picos superior e inferior. A alteração bruta nos montantes das contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos foi fruto da inserção brasileira no *Plano Brady*. Em 15 de abril de 1994, o Brasil lança US\$ 6 bilhões e 500 milhões em títulos de dívida nos moldes desse Plano⁹⁴. A reestruturação da dívida externa brasileira gerou, ao mesmo tempo, uma entrada exorbitante de investimentos pela conta IC e uma saída drástica de recursos pela conta OI.

A queda dos IC no segundo semestre de 1994 foi resultado tanto do fim do lançamento dos *Bradies Bonds* brasileiros quanto da crise do México que provocou um movimento de saída dos capitais internacionais da América Latina naquele ano. Mas, com exceção do período pós-crise do México, em 1994, pode-se dizer que a liquidez que atingiu a economia brasileira em meados da década de 1990, permaneceu até 1997.

Os capitais que entravam no Brasil eram movidos por elementos especulativos, por isso uma alteração no cenário internacional afetaria a dinâmica desses capitais (MUNHOZ,

⁹⁴ Os papéis venciam em 15 de abril de 2014 e os pagamentos de juros eram feitos a cada seis meses, em 15 de abril e 15 de outubro.

2006). Foi exatamente isso que ocorreu em 1997, quando emergiu a crise da Ásia. A partir desse episódio, começou-se a verificar um movimento de reversão dos fluxos de capitais, contrabalançado por uma política de juros altos (KOBAYASHI, 2008).

Esse movimento de reversão dos recursos torna-se ainda mais intenso a partir de agosto de 1998, quando estoura a crise da Rússia. Neste momento, começa a haver problemas cada vez maiores de fechamento do Balanço de Pagamentos, pois é verificada uma fuga de capitais das economias emergentes, inclusive do Brasil. A acentuada saída de capitais e, conseqüentemente, perda de reservas internacionais, acaba conduzindo à crise brasileira, caracterizada, entre outros fatores, pela crise da moeda nacional (o Real) e a desvalorização cambial em janeiro de 1999⁹⁵. Em 2001 a crise energética interna se soma aos fatores externos (crise da Argentina e da Turquia, além dos escândalos contábeis nos Estados Unidos e dos ataques de 11 de setembro). Em 2002, quando as condições no cenário mundial começam a melhorar, surge os efeitos das incertezas quanto as eleições presidenciais brasileiras⁹⁶.

É exatamente nesse momento de instabilidade financeira que o índice EMBI+ Brasil, que mede o ‘grau de risco’ da economia brasileira, apresenta os valores mais elevados. As três turbulências específicas da economia brasileira (crise cambial em 1999, crise energética em 2001 e eleições presidenciais em 2002) foram responsáveis pelos maiores picos do índice (ver gráfico 9).

Nesse contexto de desordem mundial, enquanto a conta Investimento Direto permanece positiva e relativamente estável⁹⁷, as contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos apresentam uma dinâmica instável. Nestas circunstâncias ficam claras as conseqüências do alto peso dos capitais de curto prazo na economia brasileira e a vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos nacional torna-se explícita. No período em questão, aumenta ainda mais o papel da política de juros como elemento de atração do capital, visto a crescente necessidade de recursos para equilibrar o Balanço de Pagamentos em um momento de escassez de liquidez. Como se pode observar no gráfico 10, a taxa de juros da economia brasileira aumenta significativamente.

⁹⁵ O Brasil, desde 1994, quando aconteceu o processo de estabilização monetária, apresentava um regime de bandas cambiais.

⁹⁶ As eleições geraram um efeito adicional de risco contra o país e o Brasil não se beneficiou do breve período de expansão dos recursos internacionais entre o final de 2001 e meados de 2002 (CORRÊA, 2006: 22).

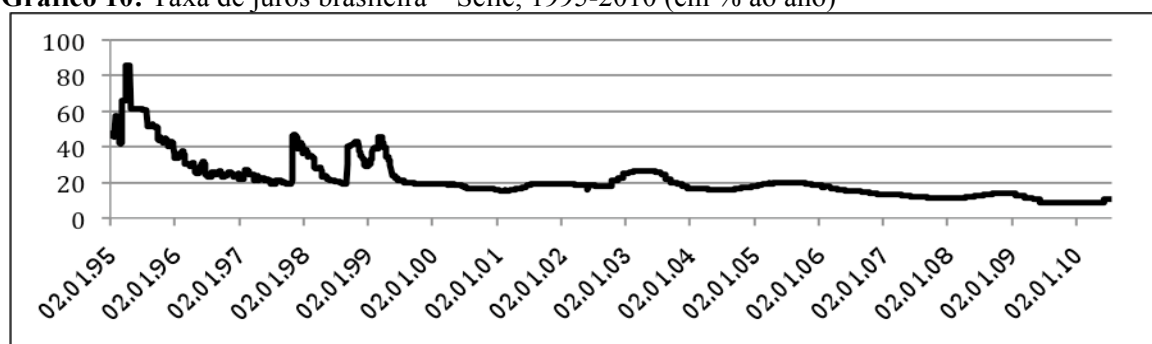
⁹⁷ Kregel (1996) e Griffith-Jones (2003), citados em Kobayashi (2008: 111), questionam as virtudes do Investimento Direto, ao mesmo tempo em que sua maior estabilidade pode ser relativizada pelos reinvestimentos e repatriações de lucros.

Gráfico 9: Dinâmica do EMBI+ Brasil, 1999-2010 (em pontos)



Fonte: C-bond (2010).

Gráfico 10: Taxa de juros brasileira – Selic, 1995-2010 (em % ao ano)



Fonte: Banco Central do Brasil – elaboração própria.

Em 2002 encerra-se o período de turbulência internacional e a partir de 2003 inicia-se um movimento em favor de um maior grau de liquidez e de ampliação dos capitais internacionais para o Brasil. O argumento aqui é de que esse processo se deve menos aos ‘bons fundamentos’ da economia brasileira e mais ao movimento de re-alocação dos capitais a países emergentes. Naquele momento, os capitais internacionais aumentam suas exposições ao capital de risco. A distribuição dos fluxos financeiros no país mostra que a entrada de recursos esteve fortemente vinculada a capitais essencialmente especulativos, que podem sair a qualquer momento (CORRÊA, 2006: 23).

É importante lembrar que, neste segundo movimento de liquidez, o regime cambial brasileiro já era flutuante. Isto significa que a volatilidade dos fluxos de capitais passa a se expressar mais fortemente via taxa de câmbio e o movimento da taxa de juros passa a ser menor, assim como seu patamar. Todavia, apesar da tendência a uma taxa de juros mais

baixa, esta continua pressionada para cima, afim continuar atraindo os capitais internacionais e evitar que os que já estão na economia doméstica fujam.

Isso significa que, mesmo depois da adoção da taxa de câmbio flutuante em janeiro de 1999, a taxa de juros doméstica continua influenciada pela dinâmica dos fluxos internacionais de capitais. Mesmo porque o combate à inflação continua sendo a política central do governo e a valorização do câmbio apresenta-se de novo como funcional. Na medida em que a atração de capitais constitui-se como fundamental para a política de estabilização, os juros internos se adequam a essa perspectiva e, apesar de diminuírem um pouco, continuam elevados (CORRÊA, 2006: 23-24).

Ressalte-se que, ao invés de a maior liberalização da economia com o câmbio flutuante ter reduzido a volatilidade dos fluxos, como acreditam os que crêem que a liberalização inspira maior ‘credibilidade’ aos mercados, verificou-se o movimento contrário. Isto é, no segundo ciclo de liquidez a volatilidade não só continuou mas aumentou ainda mais sua intensidade (CORRÊA, 2009: 5).

Mesmo partir de 2003 a volatilidade dos fluxos de capitais permanece presente, caracterizando-se por momentos de reversão na tendência principal dos fluxos. Em 2004, por exemplo, as indicações de uma elevação na taxa de juros norte-americana provoca uma redução da liquidez no primeiro semestre daquele ano. Essas expectativas negativas atingiram as economias periféricas, particularmente as economias latino-americanas (IMF, 2004c e IMF, 2009a). Nesse momento ocorre um movimento de reversão dos recuos mais flexíveis aplicados nessas economias (movimento *carry trade*).

Mas, quando o Federal Reserve (FED) dá indicações de que as taxas de juros americanas iam subir de forma paulatina, os capitais retornam para as economias emergentes, inclusive a brasileira. Os próprios investidores têm admitido que a realocação de seus portfólios tem a ver com o movimento das taxas de juros globais, e não com a melhora ou piora dos ‘fundamentos’ das diversas economias (CORRÊA, 2006: 16).

No final de 2006, a abundância de recursos financeiros mundiais, somada à interrupção na elevação da taxa de juros norte-americana e à elevada remuneração dos títulos domésticos, contribuiu para o aumento dos capitais rumo à economia brasileira. Todavia, vale lembrar que o ingresso excessivo desses recursos traz consigo maiores riscos para a economia nacional, uma vez que essa entrada ocorre via capitais voláteis, atrelados a elementos expectacionais.

Em julho 2007, quando há alteração do cenário internacional, a dinâmica dos fluxos de capitais começa a apresentar alterações. A crise que eclodiu no mercado norte-americano

de hipotecas de alto risco (*subprime*), iniciada em 2006, estendeu-se e transformou-se em uma grande crise financeira mundial e, a partir de 2007, já é possível encontrar efeitos desse processo (ver gráfico 8), quando as contas IC e OI começam a reduzir seu montante. Isso se torna ainda mais intenso a partir de 15 de setembro de 2008, quando o *Lehman Brothers* pede concordata⁹⁸. Neste momento, a crise financeira norte-americana realmente atinge as economias emergentes e, como pode ser verificado no gráfico, há uma redução drástica dos influxos de capitais para a economia brasileira pelas contas IC e OI.

É importante lembrar que, em 30 de abril de 2008, o Brasil recebeu o título de ‘grau de investimento’ pela agência *Standard & Poor’s*, uma das principais classificadoras de risco de *default* das diversas economias. Essa melhora nos indicadores de risco da economia brasileira não impediu a acentuada fuga de capitais pelas contas IC e OI do Brasil no ano em questão, evidenciando mais uma vez que nos momentos de instabilidade os capitais se dirigem para as economias centrais que possuem moeda conversível. Somente em 2009, quando a crise financeira começa a perder força, os capitais voltam a ingressar.

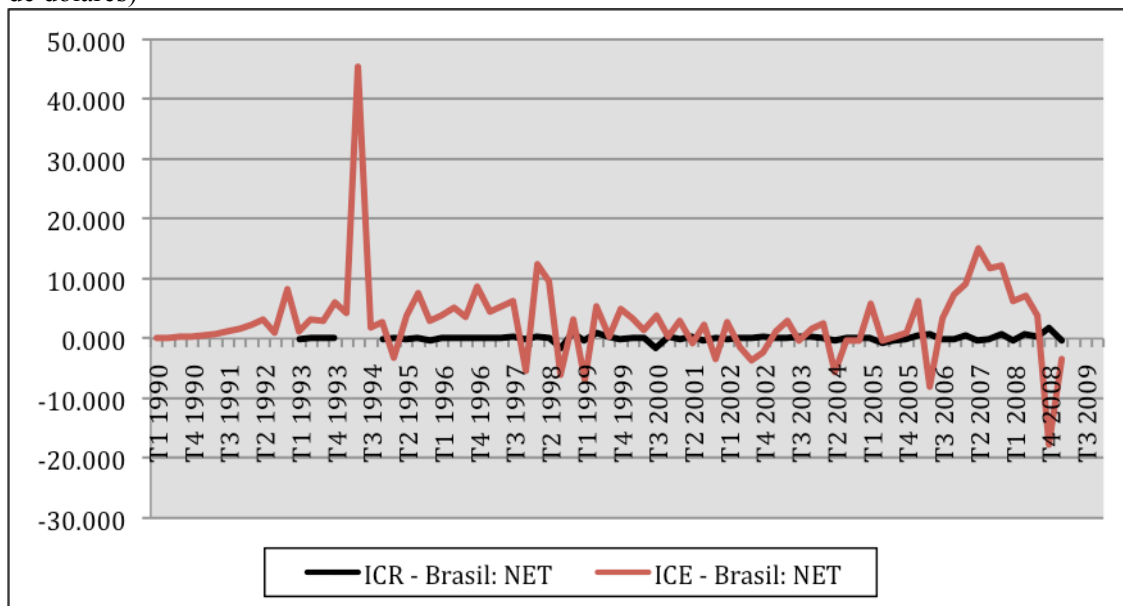
A discussão acima, acerca dos fluxos financeiros para o Brasil, teve por objetivo mostrar o caráter cíclico dos capitais que se dirigem para o país. A seguir, será feita uma análise mais detalhada das contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos. Cada uma dessas contas ‘será aberta’ até o terceiro nível de hierarquia, a fim de identificar quais subcontas apresentam dinâmica mais variável, responsável em grande medida pela vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos brasileiro. Primeiramente ‘será aberta’ a conta IC e, posteriormente, a conta OI.

Com relação à conta IC, pode-se dividi-la em Investimento em Carteira de Residentes no Exterior (ICR) e Investimento em Carteira de Estrangeiros no País (ICE), sendo que cada uma dessas contas corresponde ao segundo nível de abertura da Conta Financeira. Para o caso do Brasil, encontra-se a análise dessas duas contas no gráfico 11. Nele observa-se que, para todo o período aqui representado, a volatilidade da conta ICE é bem mais acentuada que a da conta ICR, que permanece relativamente inalterável⁹⁹. A importância dessa instabilidade torna-se ainda mais significativa quando se constata que justamente a conta mais volátil (ICE) possui um peso maior sobre a dinâmica dos Investimentos em Carteira como um todo.

⁹⁸ O *Lehman Brothers*, que era o quanto maior banco de investimentos dos Estados Unidos, pediu concordata após incorrer em perdas bilionárias em decorrência da crise financeira global.

⁹⁹ A dinâmica da conta ICR encontra-se ilustrada no anexo II.

Gráfico 11: Conta Investimento em Carteira do Brasil, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



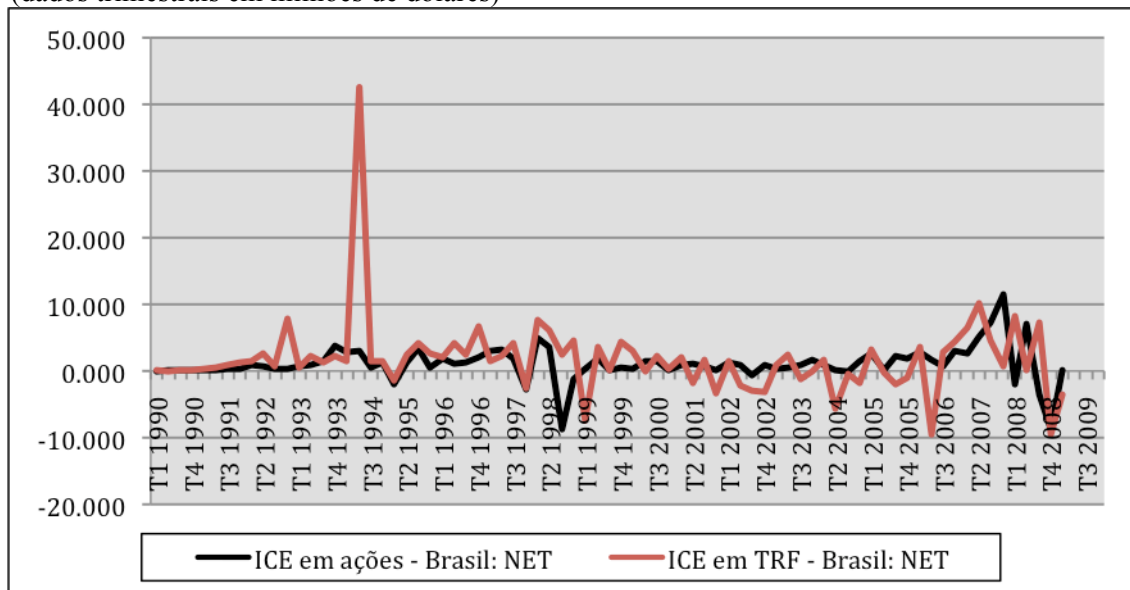
Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Neste momento, cumpre destacar que a volatilidade da conta Investimento em Carteira de Estrangeiros esteve presente para todo o período, nos momentos de liquidez internacional e de instabilidade mundial, sendo que, nos momentos de turbulência, a variabilidade dessa conta é ainda mais intensa. Isso indica a disposição e facilidade dos investidores estrangeiros de entrarem e saírem do Brasil, movimento esse que depende, em grande medida, da política monetária dos países centrais, especificamente do movimento da taxa de juros norte americana.

Sendo assim, percebe-se que a conta ICE é responsável por explicar parte significativa da vulnerabilidade não só da Conta Financeira mas também do Balanço de Pagamentos brasileiro como um todo. Por isso, um estudo mais profundo dessa conta é fundamental para cumprir nosso propósito.

Detalhando-se um pouco mais a conta ICE, obtemos as subcontas Investimento em Carteira de Estrangeiros em Ações (ICE em ações) e Investimento em Carteira de Estrangeiros em Títulos de Renda Fixa (ICE em TRF), sendo que essas duas subcontas compõem o terceiro nível de abertura da conta financeira.

Gráfico 12: Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros do Brasil, 1990-2009
(dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

O gráfico 12 exibe a ausência de grandes variações na conta ICE em ações para a maior parte do período analisado; somente nos momentos de turbulências financeiras mais intensas (como na crise do México em 1994, da Ásia em 1997, da Rússia em 1998 e dos Estados Unidos em 2007/2008), a volatilidade de sua trajetória torna-se expressiva. Vale lembrar que a maior instabilidade da conta ICE em ações desde 2007 deve-se ao grande volume de investimentos estrangeiros em ações brasileiras (principalmente Petrobrás e Vale) no início daquele ano.

Já a conta ICE em TRF apresenta volatilidade para todo o período aqui considerado, sendo que, nos momentos de redução da liquidez mundial (1999-2002 e 2007-2009), essa instabilidade se torna ainda maior. Nos momentos de turbulências mais agudas, os investidores internacionais superestimam os riscos envolvidos na aquisição dos títulos de dívidas emergentes (inclusive dos títulos brasileiros) e a volatilidade dessa conta fica ainda mais alta (Munhoz, 2010).

No que se refere à dinâmica observada durante os dois ciclos de liquidez, percebe-se que no primeiro ciclo, apesar da instabilidade, de forma geral houve uma tendência à entrada dos Investimentos em Carteira de Estrangeiros na forma de títulos de renda fixa.

No segundo ciclo ocorre uma dinâmica diferente da verificada no primeiro. A volatilidade da conta ICE em TRF torna-se mais forte e a duração dos miniciclos, que se alternam entre períodos de elevação e redução dos recursos, fica menor. Isso se deve ao perfil

dos ingressos dos fluxos caracterizados por prazos médios baixos (duração média de 27 meses) (CORRÊA, 2006: 23). Uma segunda mudança desse ciclo em relação ao primeiro é que, até meados de 2006, ocorre uma queda na participação líquida dos ICE em TRF (ver gráfico 12). Esses dois movimentos, redução no montante líquido de entrada e aumento da volatilidade, fizeram com que, diferentemente do primeiro ciclo de liquidez, em muitos momentos o volume de ICE em ações superasse os ICE em TRF.

O menor volume de influxos líquidos pela conta ICE em TRF até 2006 não significa ausência de entrada de capitais. O ingresso de recursos continuava, só que a entrada estava sendo contrabalançada pela saída de capitais para pagar as amortizações dos títulos lançados anteriormente, principalmente dos títulos *bradies* lançados em 1994.

A acentuada queda dos ICE em TRF nos dois primeiros trimestres de 2006 pode ser atrelada, além das saídas de recursos para pagar as amortizações dos títulos de dívidas, à possibilidade da política monetária norte-americana subir os juros mais que o esperado inicialmente¹⁰⁰.

É interessante notar que os mesmos dois processos culpados pela queda dos ICE em TRF até o início de 2006 foram também responsáveis pela elevação surpreendente dessa subconta no final do mesmo ano. Nos dois últimos trimestres de 2006, além de os Estados Unidos interromperem o movimento ascendente de sua taxa de juros (o que favorece o reingresso de investimentos nas economias emergentes), houve uma redução drástica no montante de saída dos recursos do Brasil para pagar as amortizações dos títulos de dívidas domésticos (o governo nacional recomprou antecipadamente em 2006 todos os títulos *bradies* brasileiros que ainda estavam no mercado).

Esses dois fatores fizeram com que, em no segundo semestre de 2006, o Brasil atingisse seu segundo maior pico para os ICE em TRF da história. Mas, o maior peso dessa conta com perfil de curto prazo magnifica a vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos brasileiro, uma vez que eleva a possibilidade de uma reversão abrupta dos capitais a qualquer sinal de mudança na expectativa dos investidores internacionais.

Isso fica explícito em 2007, quando a crise financeira altera o cenário mundial. Rapidamente ocorre um pronunciado movimento de saída dos capitais pela conta ICE (em ações e em TRF) que se transforma em 2008 no movimento de fuga de capitais mais forte de todos os tempos. O peso das contas voláteis assentadas em um perfil altamente especulativo

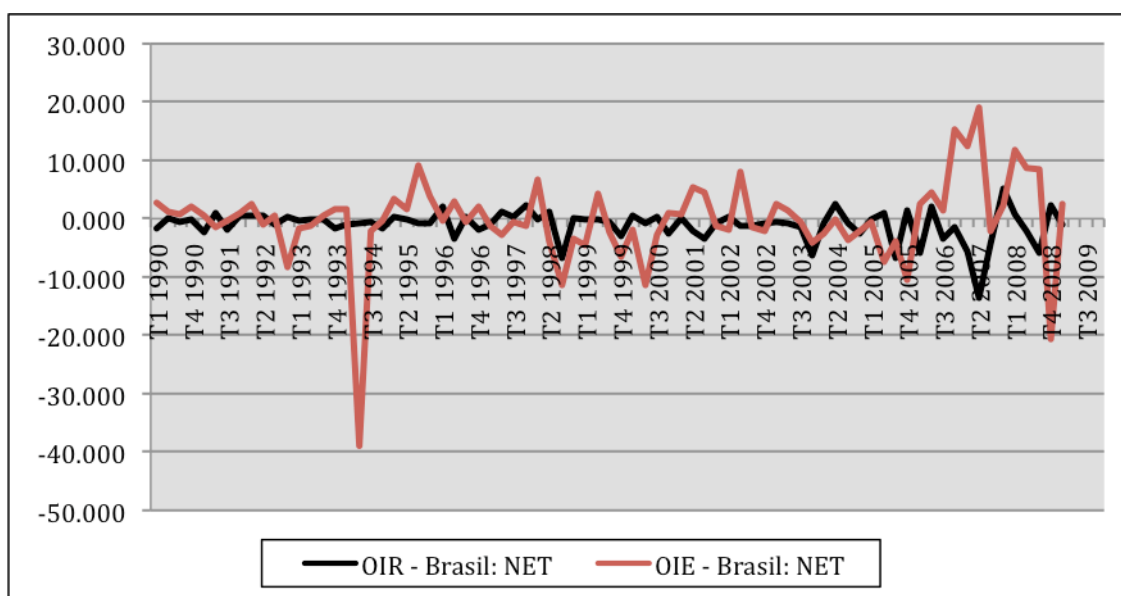
¹⁰⁰ Movimento esse que aconteceu em um período de redução da taxa de juros brasileira e, portanto, da rentabilidade dos títulos nacionais (ver gráfico 10).

permite um forte movimento de evasão em um curto período de tempo. Mais do que nunca fica clara a vulnerabilidade a que o Brasil está submetido.

No que se refere à conta Investimento em Carteira, ressalte-se que um estudo mais detalhado envolvendo ‘níveis de abertura’ mostrou que a conta Investimento em Carteira de Residentes, por corresponder apenas a uma pequena parcela do total de IC, não é capaz de explicar a volatilidade dessa conta. A variabilidade dos Investimentos em Carteira advém da subconta Investimento em Carteira de Estrangeiros, especialmente aqueles que se referem a investimentos em títulos de renda fixa. Portanto, nota-se que grande parcela da vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos brasileiro é explicada pela volatilidade da conta ICE em TRF.

Visto isso, pode-se proceder à análise de outra conta bastante volátil da Conta Financeira, os Outros Investimentos. Esta se divide em Outros Investimentos de Residentes no Exterior (OIR) e Outros Investimentos de Estrangeiros no País (OIE), sendo que cada uma dessas duas contas corresponde ao segundo nível de abertura.

Gráfico 13: Conta Outros Investimentos do Brasil, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)

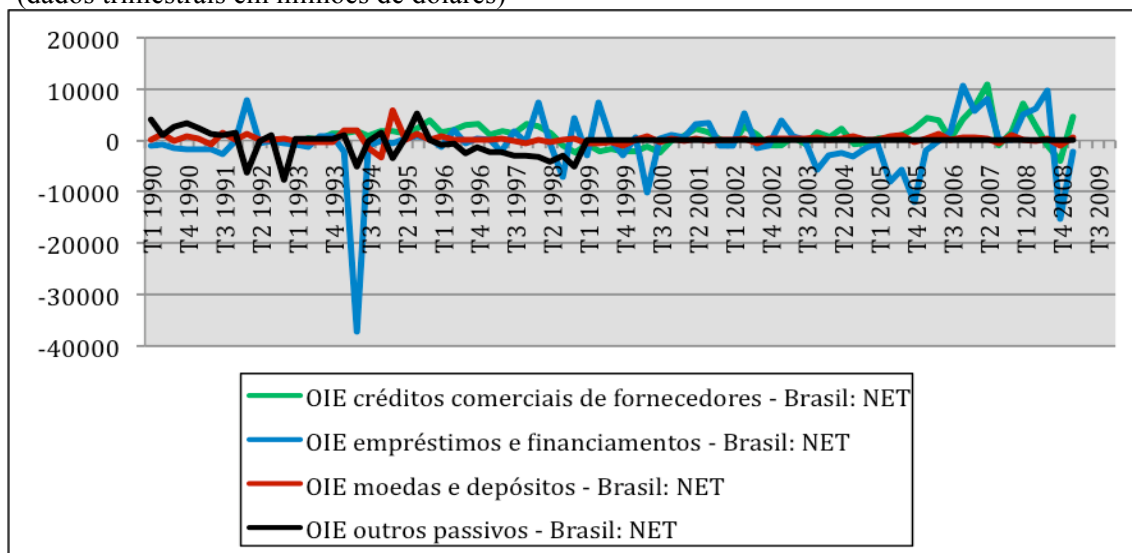


Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Como está expresso no gráfico 13, a dinâmica das duas contas apresentou volatilidade para o período estudado. Por isso cada uma delas ‘será aberta’ em mais um nível de hierarquia, a fim de detectar quais subcontas são responsáveis pela variabilidade expressiva da conta Outros Investimentos.

Detalhando-se mais cada uma dessas contas, encontra-se o terceiro nível de abertura. Este, no que se refere à conta OIE, agrega créditos comerciais de fornecedores, empréstimos e financiamentos, moedas e depósitos, além de outros passivos (ver gráfico 14).

Gráfico 14: Conta Outros Investimentos de Estrangeiros no Brasil, 1990-2009
(dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

No primeiro ciclo de liquidez as subcontas Outros Passivos e Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros foram as que apresentaram variabilidades mais acentuadas. É interessante notar que as trajetórias dessas duas contas nessa fase foram marcadas por períodos de estabilidade seguidos por momentos de alteração brusca nos fluxos.

Deve-se perceber que a subconta Empréstimos e Financiamentos engloba os socorros financeiros de instituições bancárias internacionais e de instituições multilaterais ao Brasil. É exatamente por isso que, em 1994, essa conta registra uma enorme saída de capital. Naquele ano, o país efetua o pagamento de empréstimos internacionais antigos com os recursos advindos do lançamento dos *bradies bonds*.

No segundo ciclo de liquidez, ocorrem alterações em relação ao primeiro ciclo. Em relação à conta Outros Passivos, percebe-se ela passa a apresentar um volume pequeno e praticamente invariável desde 1999. Já a conta Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros continua apresentando alta volatilidade.

Durante toda a segunda fase de liquidez, observa-se a ocorrência de miniciclos que se revezam entre momentos de fortes ingressos seguidos por períodos de fortes saídas, para pagar as amortizações das dívidas. Mas não basta perceber a acentuada volatilidade da conta Empréstimos e Financiamentos, deve-se observar também que é justamente essa conta mais

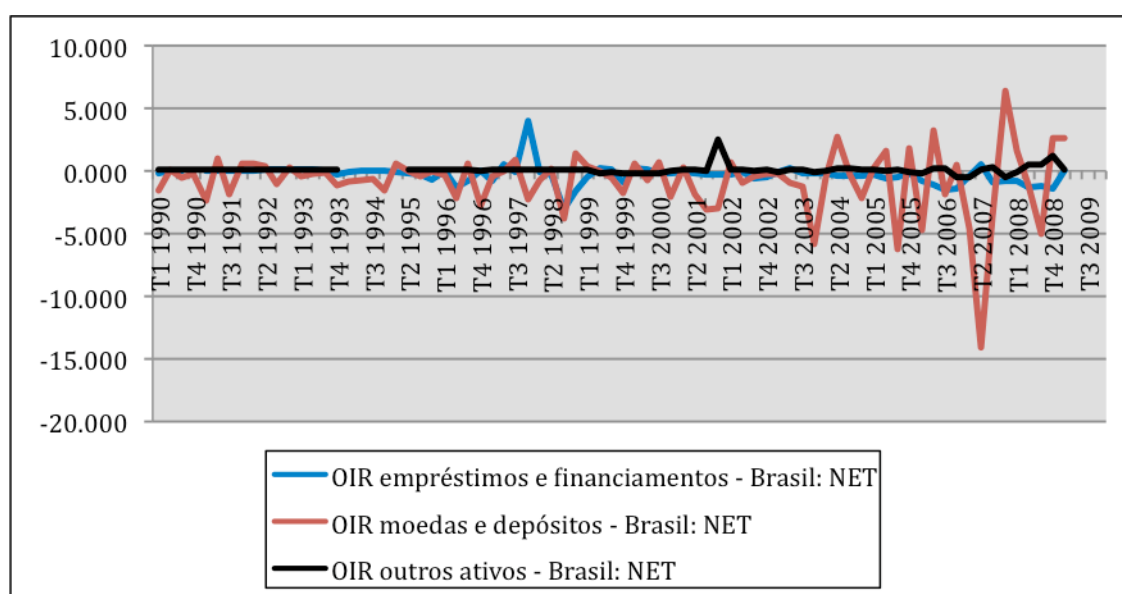
instável a que possui um peso maior sobre o total da conta Outros Investimentos de Estrangeiros no Brasil.

Além do comportamento instável, é interessante verificar que, de 2003 a 2005, período de liquidez internacional, o Brasil registra um movimento negativo da conta Empréstimos e Financiamentos. Dois processos colaboraram para isso. Primeiramente, houve um movimento de saída de recursos financeiros para pagar amortizações de dívidas bancárias contraídas em um período anterior. Também contribuiu o aumento dos juros norte-americanos de 4% em 2004 para 7% em 2005. A expansão da taxa de juros estadunidense alterou as estratégias seguidas pelos bancos internacionais, que reduziram o montante de empréstimos destinados à economia brasileira (KOBAYASHI, 2008: 116).

Ainda no que tange à subconta Empréstimos e Financiamentos, observa-se que, nos períodos de instabilidade internacional, como no final de 1997 (crise da Ásia), final de 1998 (crise da Rússia), ao longo de 1999 (crise brasileira) e final de 2008 (crise do *subprime*), os episódios de volatilidade tornam-se ainda mais perversos. Nesses momentos ocorre uma queda dos empréstimos bancários resultantes tanto de menor oferta quanto de diminuição voluntária do endividamento em momentos de incerteza.

No caso da conta Outros Investimentos, diferentemente dos Investimentos em Carteira, os residentes também são responsáveis pela volatilidade da dinâmica dos fluxos. A conta OIR, que trata dos Empréstimos e Financiamentos, Moedas e Depósitos, e Outros Ativos, encontra-se ilustrada no gráfico 15 abaixo.

Gráfico 15: Conta Outros Investimentos de Brasileiros no Exterior, 1990-2009
(dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Nota-se que é a subconta Moeda e Depósitos a responsável pela volatilidade. Essa conta, que simboliza a movimentação de depósitos mantidos por brasileiros no exterior, representa capitais de residentes (dentre eles bancos) altamente flexíveis e especulativos. Nos momentos de instabilidade observa-se um forte movimento negativo dessa conta. Esse movimento de fuga de recursos é seguido por um reingresso depois de ajustadas as taxas de juros domésticas, conseguindo dessa forma ganhos de arbitragem (KOBAYASHI, 2008).

É importante perceber que, por ser influenciada por fatores exógenos, especialmente pela variação das taxas de juros das economias centrais, mesmo nos períodos de liquidez a conta Moedas e Depósitos de brasileiros no exterior apresenta uma dinâmica volátil, sendo que a instabilidade no segundo ciclo é ainda mais intensa que no primeiro. O caráter instável da conta Moedas e Depósitos de brasileiros no exterior mostra que essa conta (muitas vezes erroneamente esquecida) também é responsável pela volatilidade da conta OI.

Sendo assim, no que se refere à conta Outros Investimentos, é importante enfatizar que a volatilidade da conta OIE é maior que a de OIR, sendo que a instabilidade de OIE deriva principalmente da subconta Empréstimos de Financiamentos de estrangeiros no Brasil. Todavia, apesar de a variabilidade da conta OIE ser mais expressiva, a volatilidade da conta OIR não é desprezível. A subconta Moedas e Depósitos de brasileiros no exterior também é responsável pela volatilidade de OI.

Em termos gerais, cabe ressaltar que os fluxos financeiros de Investimentos em Carteira de estrangeiros e de Outros Investimentos (tanto de estrangeiros quanto de brasileiros) exerceram influência central na volatilidade da Conta Financeira brasileira tanto nos momentos de turbulência (setembro 1999-2002 e agosto 2008-2009), quanto nos momentos de excesso de liquidez (1990-1998 e 2003-2007).

A contínua inevitabilidade de atração dos capitais voláteis mantém o país dependente das expectativas especulativas e instáveis dos grandes capitais. Nos momentos de fuga de recursos, a atração dos capitais decorre da necessidade de fechar o Balanço de Pagamentos. Nos momentos de alta liquidez internacional, a inevitabilidade de atração dos capitais advém da necessidade de manter o câmbio relativamente valorizado, funcional no foco da política brasileira de combate à inflação (CORRÊA 2006).

Portanto, o argumento aqui defendido é o de que a vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos brasileiro segue a mesma tendência das economias emergentes como um todo, isto é, a vulnerabilidade está presente inclusive nos momentos de abundância de recursos financeiros, tendo em vista o perfil dos capitais ingressantes e a lógica desses capitais. Por

serem altamente voláteis, os fluxos continuam apresentando movimentos de reversão frente a qualquer mudança de expectativas e, por isso, continuam produzindo um Balanço de Pagamentos vulnerável.

3.1.1.2. *Estudo da volatilidade da Conta Financeira brasileira*

A tabela 4 permite visualizar o comportamento das volatilidades das subcontas do terceiro nível de hierarquia da Conta Financeira brasileira referentes às contas ICE, OIE e OIR no período 1 (T1 1990 – T3 1998). Nota-se que a subconta Títulos de Renda Fixa de estrangeiros apresentou a maior influência sobre a instabilidade da Conta Financeira nacional, pois, além de um coeficiente de variação significativo ($CV=2,205$) ela apresenta um peso relativo muito grande na Conta Financeira ($PM=0,822$), o que torna sua a volatilidade ponderada a maior do período 1 ($CV \times PM = 1,8121$).

Tabela 4: Volatilidade da Conta Financeira brasileira no período 1 (T1 1990 – T3 1998), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (total)	3979,758	6475,085	1,627005	1	1,627005
ICE em ações	843,2286	2274,406	2,697259	0,211879	0,571494
ICE em TRF	3270,971	7212,017	2,204855	0,821902	1,812175
Conta Financeira (total)	3979,758	6475,085	1,627005	1	1,627005
OIE créd.com.forn.	1450,783	1157,86	0,798094	0,364541	0,290937
OIE empréstimos e fin.	-1399,3	6703,012	-4,79027	-0,3516	1,684276
OIE moedas e depósitos	120,6571	1369,583	11,35103	0,030318	0,344137
OIE outros passivos	-665,543	2833,376	-4,25724	-0,16723	0,711947
Conta Financeira (total)	3979,758	6475,085	1,627005	1	1,627005
OIR empréstimos e fin.	-141,735	942,1153	-6,64701	-0,03561	0,236727
OIR moedas e depósitos	-690,514	1116,283	-1,6166	-0,17351	0,28049
OIR outros ativos	-10,6333	22,25012	-2,09249	-0,00267	0,005591

Quando se realiza o mesmo estudo para o período 2 (T4 1998 – T4 2002) percebe-se uma mudança de performance. Apesar do período de turbulência financeira, ocorre uma queda na variabilidade ponderada dos Títulos de Renda Fixa adquiridos por estrangeiros. Mesmo com o aumento na volatilidade desta subconta ($CV= 20,415$), a diminuição do seu peso relativo ($PM= 0,033$) reduziu a importância de sua variabilidade no total da Conta Financeira ($CV \times PM=0,679$). Todavia, mesmo com a diminuição da instabilidade ponderada,

quando comparada ao período anterior, os Títulos de Renda Fixa de estrangeiros, juntamente com os Empréstimos e Financiamentos, constituíram as subcontas com maiores influências de volatilidade. Vale ressaltar que no período 2, a importância dos segundos ($CV \times PM = 0,828$) é ainda maior que a dos primeiros (ver tabela 5).

Tabela 5: Volatilidade da Conta Financeira brasileira no período 2 (T4 1998 – T4 2002), 3º nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	4760,471	6101,289	1,281657	1	1,281657
ICE em ações	513,1084	798,7288	1,556647	0,107785	0,167784
ICE em TRF	158,3306	3232,343	20,41515	0,033259	0,678997
Conta Financeira (Total)	4760,471	6101,289	1,281657	1	1,281657
OIE créd.com.forn.	-603,153	1698,705	-2,81638	-0,1267	0,356836
OIE empréstimos e fin.	222,7311	3944,461	17,70953	0,046788	0,828587
OIE moedas e depósitos	-261,982	474,4161	-1,81088	-0,05503	0,099657
OIE outros passivos	-305,776	1253,756	-4,10025	-0,06423	0,263368
Conta Financeira (Total)	4760,471	6101,289	1,281657	1	1,281657
OIR empréstimos e fin.	-355,787	461,5931	-1,29739	-0,07474	0,096964
OIR moedas e depósitos	-710,299	1323,533	-1,86335	-0,14921	0,278026
OIR outros ativos	30,2317	649,3255	21,4783	0,006351	0,136399

No período 3, a subconta Empréstimos e Financiamentos, constitui-se na principal responsável pela variabilidade da Conta Financeira brasileira. Nota-se que o maior peso desta subconta faz com que sua variabilidade ponderada no período de liquidez 2003-2007 seja maior, inclusive, que a do período anterior de turbulência mundial ($CV \times PM = 1,603$).

Tabela 6: Volatilidade da Conta Financeira brasileira no período 3 (T1 2003 – T2 2007),3° nível
de
abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	3466,314	10908,207	3,146918	1	3,146918
ICE em ações	1489,127	1337,694	0,898308	0,4296	0,385912
ICE em TRF	789,6676	4369,944	5,533903	0,227812	1,260689
Conta Financeira (Total)	3466,314	10908,207	3,146918	1	3,146918
OIE créd.com.forn.	1901,404	3068,261	1,613681	0,548538	0,885165
OIE empréstimos e fin.	-846,833	5556,46	-6,56146	-0,2443	1,602988
OIE moedas e depósitos	208,7132	374,8446	1,795979	0,060212	0,108139
OIE outros passivos	7,578778	19,98683	2,63721	0,002186	0,005766
Conta Financeira (Total)	3466,314	10908,207	3,146918	1	3,146918
OIR empréstimos e fin.	-500,548	506,5076	-1,01191	-0,1444	0,146123
OIR moedas e depósitos	-1902,23	4119,189	-2,16546	-0,54878	1,188349
OIR outros ativos	-91,0076	178,4997	-1,96137	-0,02625	0,051496

O estudo da volatilidade para período 4 exhibe que, novamente, os Empréstimos e Financiamentos foram os que mais cooperaram para a instabilidade da Conta Financeira. O coeficiente de variação dessa subconta foi elevadíssimo ($CV = 18,5302$), o que, mesmo com um peso relativamente baixo ($PM = 0,033$), ajudou a atingir o maior nível de volatilidade ponderada para as subcontas analisadas, $CV \times PM = 0,607$.

Apesar da maior instabilidade dos Empréstimos e Financiamentos, é fundamental perceber o comportamento volúvel da subconta Moedas e Depósitos nesse período. Esta última apresentou um coeficiente de variação muito significativo ($CV = 9,153$), mostrando que a conta Outros Investimentos de residentes, muitas vezes esquecida, também exerce influência sobre a instabilidade dos fluxos de capitais.

Tabela 7: Volatilidade da Conta Financeira brasileira no período 4 (T3 2007 – T1 2009),
3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	13327,790	17015,348	1,276682	1	1,276682
ICE em ações	1576,443	7154,656	4,538481	0,118282	0,536822
ICE em TRF	1227,421	6143,845	5,005493	0,092095	0,46098
Conta Financeira (Total)	13327,790	17015,348	1,276682	1	1,276682
OIE créd.com.forn.	1290,636	3743,133	2,900224	0,096838	0,280852
OIE empréstimos e fin.	436,5252	8088,898	18,5302	0,032753	0,60692
OIE moedas e depósitos	-180,173	697,4375	-3,87092	-0,01352	0,05233
OIE outros passivos	0,453143	2,125461	4,690489	3,4E-05	0,000159
Conta Financeira (Total)	13327,790	17015,348	1,276682	1	1,276682
OIR empréstimos e fin.	-944,486	470,5976	-0,49826	-0,07087	0,035309
OIR moedas e depósitos	437,9215	4008,394	9,153226	0,032858	0,300755
OIR outros ativos	213,4749	504,9509	2,365388	0,016017	0,037887

Uma constatação bastante importante a ser feita é a de que, na economia brasileira, apesar da maior volatilidade das subcontas estudadas (expressa pelo CV) nos períodos 2 e 4, de instabilidade internacional; os movimentos de fuga dos capitais de curto prazo da economia brasileira nesses momentos provocaram uma redução no peso das subcontas analisadas (mostradas pelo PM). Por isso, o resultado da instabilidade ponderada (exibida pelo coeficiente CVxPM) nos momentos de turbulência financeira foram menores que os verificados nos períodos 1 e 3, de liquidez mundial.

3.1.2. Argentina

3.1.2.1. Evolução da Conta Financeira argentina

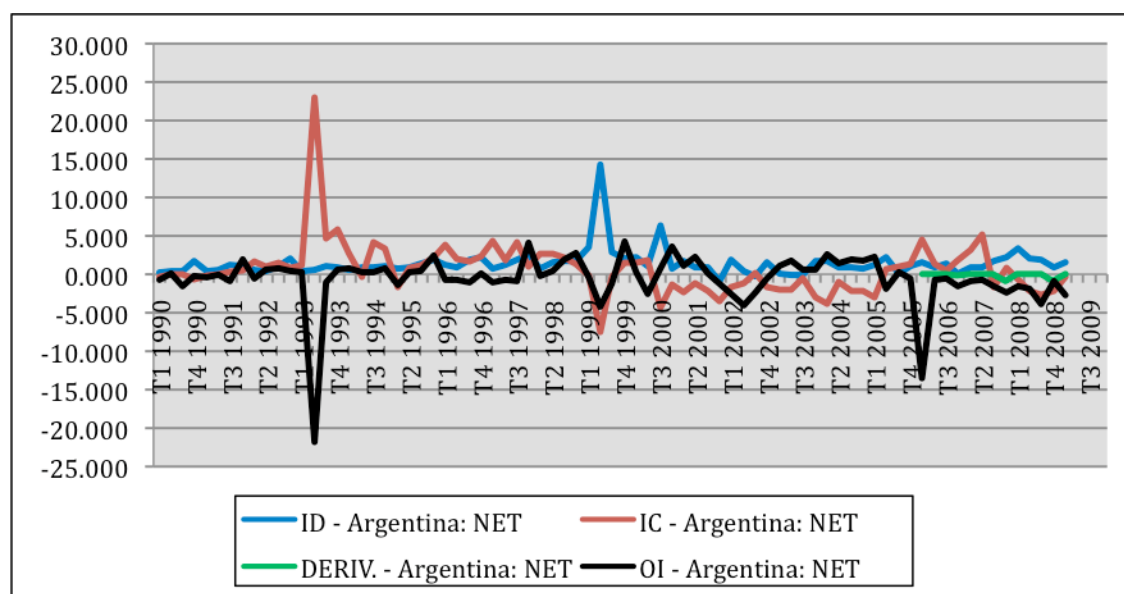
Nos anos 1990, a Argentina leva ao extremo a implementação das medidas propugnadas pelo receituário neoliberal (CUNHA; FERRARI, 2009)¹⁰¹. Com a adoção do neoliberalismo, o lado financeiro da economia deixa de ser um complemento à industrialização para se tornar no principal instrumento de acumulação (BASUALDO; KULFAS, 2002). Essa mudança de posição trouxe consigo consequências diretas para o país.

Por um lado, medidas como a implementação da liberalização econômica, do processo de privatização e da adoção de um regime cambial fixo colaboraram para eliminar o processo hiperinflacionário¹⁰². Contudo, por outro lado, a readequação da economia nacional à supremacia da dinâmica financeira teve um papel fundamental na elevação da vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos argentino, na medida em que, por elevar a possibilidade de reversões bruscas nos fluxos, aumenta substancialmente a fragilidade externa e financeira do país. Como se pode perceber no gráfico 16 abaixo, as contas Investimentos em Carteira e Outros Investimentos foram marcadas por uma dinâmica instável em todo o período estudado.

¹⁰¹ A implementação da abertura externa, assim como de outros ideais liberais, já tinha sido experimentado na Argentina no final da década de 1970 (para maiores detalhes ver KOBAYASHI, 2008), mas foi no início dos anos 1990 (durante o mandato de Carlos Menem) que esse movimento se tornou mais explícito.

¹⁰² A Argentina, em janeiro de 1991 (com o presidente Carlos Menem e o ministro Domingo Cavallo), lança um novo plano de estabilização da moeda nacional. Primeiramente fixa o câmbio em 10.000 austrais (moeda argentina da época) por dólar e, posteriormente (em 01/04/1991), fixa a taxa de câmbio em 1 dólar por peso (nova moeda).

Gráfico 16: Conta Financeira Argentina, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

A análise do gráfico 16 expõe que a performance dos fluxos de capitais para a Argentina no período 1990-2009 é bastante semelhante à brasileira, especialmente no que se refere ao primeiro ciclo de liquidez. Neste, também foram os Investimentos em Carteira os principais atratores de capitais; e as baixas taxas de juros das economias internacionais, em primeiro lugar, e os elevados juros domésticos, em segundo, foram os principais responsáveis por essa dinâmica. O diferencial de rentabilidade do início da década de 1990 contribuiu para atrair os investidores internacionais e, conseqüentemente, sustentar o Plano de Conversibilidade iniciado em 1991.

Assim como no Brasil em 1994, os picos superior e inferior dos Investimentos em Carteira e Outros Investimentos em 1993 foram provocados por forças além do mercado; ocorreram em decorrência da inserção argentina no *Plano Brady*, que trocou a dívida externa argentina para com os bancos estrangeiros por títulos de longo prazo do governo¹⁰³ (KOBAYASHI, 2008).

Uma outra observação a ser feita a respeito do primeiro ciclo de liquidez é que a economia argentina também foi afetada temporariamente pelo ‘efeito tequila’ da crise do México. No final de 1994 e início de 1995, há uma fuga de capitais pelas contas IC e OI.

A análise da etapa posterior (1999-2002) mostra que os fluxos de capitais para a Argentina no período de instabilidade foram bastante voláteis, sendo que a crise do Brasil em

¹⁰³ Em 31 de março daquele ano, o país lança 25 milhões de dólares em títulos de dívida de longo prazo, com vencimentos até 2023 (CLARÍN, 2001).

1999 e a da própria Argentina em 2001/2002 foram as maiores responsáveis pela variabilidade das contas IC e OI no período em questão¹⁰⁴. Isso não foi por acaso, é possível visualizar uma estreita relação entre essas duas turbulências.

Em 1999, a desvalorização da moeda brasileira (real) pôs fim ao último alicerce que sustentava o Plano Cavallo de conversibilidade. Primeiramente, através do ‘efeito contágio’, a crise brasileira afeta os fluxos financeiros em direção às economias emergentes, inclusive à argentina. Como é possível observar no gráfico 16, as contas IC e OI declinam sensivelmente nesse período.

Além da redução dos fluxos advindos da Conta Financeira, houve também a diminuição dos recursos oriundos da conta Transações Correntes, na medida em que a desvalorização da moeda brasileira tornou as exportações argentinas caras. Esses dois movimentos, do lado real e do lado financeiro, reduziram sensivelmente o montante de reservas internacionais da Argentina e dificultaram o fechamento do Balanço de Pagamentos nacional.

A Argentina chega em 2001 com grande dificuldade de honrar suas dívidas antigas. Esse ano foi caracterizado por várias tentativas frustradas de negociação dos débitos financeiros e por um aprofundamento da crise. Em dezembro de 2001, amarrada em seu câmbio fixo, a Argentina anuncia a moratória de sua dívida¹⁰⁵. E, em janeiro de 2002, diante de uma situação financeira cada vez mais complicada, a Argentina declara a desvalorização do peso, que chegou a 70%. Como já era esperado, neste momento há um movimento de fuga dos capitais (ver gráfico 16).

A partir de 2003, inicia-se um novo movimento em favor de um maior grau de liquidez, todavia, a instabilidade financeira da economia argentina prejudica a atração dos capitais disponíveis. A dificuldade em atrair os fluxos permanece até 2005, quando ocorre a renegociação da dívida externa e o processo de troca dos títulos de dívida. Essas operações contribuíram sobremaneira para inversão dos fluxos das contas IC e OI no início de 2005. O lançamento dos títulos novos provocou a expansão dos Investimentos em Carteira, sendo que os recursos que entraram com o lançamento desses títulos foram usados para pagar os empréstimos antigos, daí a queda dos Outros Investimentos nesse mesmo ano. Nesse

¹⁰⁴ Nesses momentos, enquanto as contas IC e OI declinavam, a conta ID apresenta uma trajetória relativamente estável em que há o registro de seus maiores valores. Os picos da conta Investimento Direto nos anos de 1999 e 2000 vieram do processo de privatização do país, especialmente do que ocorreu no setor de telecomunicações (para maiores detalhes do ver García, 2007).

¹⁰⁵ Até a convulsão social de dezembro passaram pela presidência da Argentina cinco presidentes em 12 dias.

momento, o índice que mede o ‘grau de risco de *default*’ da economia Argentina, que permanecia bastante elevado desde 2001, cai abruptamente (ver gráfico 17).

A partir de então se observa uma maior entrada de recursos pela conta IC até o segundo semestre de 2007¹⁰⁶, quando emerge a crise do *subprime* e inicia-se novamente um movimento de saída de capitais da Argentina.

Gráfico 17: Dinâmica do EMBI+ Argentina, 1999-2010 (em pontos)



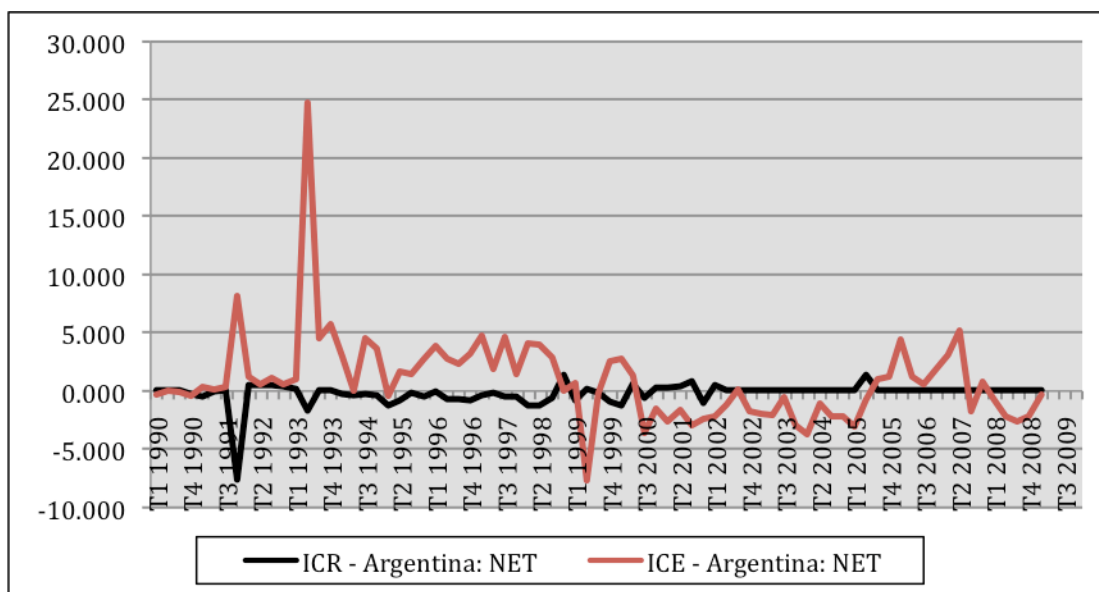
Fonte: C-bond (2010).

Para um maior entendimento da dinâmica dos fluxos de capitais da Argentina, foi realizada uma análise dos ‘níveis de abertura’ das contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos. No que se refere à primeira conta, o estudo mostra que os IC de residentes possuem um peso muito pequeno no Balanço de Pagamentos desse país¹⁰⁷. Sendo assim, nota-se que a instabilidade da conta Investimentos em Carteira advém das aplicações de estrangeiros, principalmente em títulos de renda fixa (ver gráficos 18 e 19).

¹⁰⁶ É importante observar que, no primeiro semestre de 2006, houve uma rápida reversão na dinâmica da conta IC. Essa alteração adveio das turbulências financeiras de maio e junho quando as expectativas internacionais apontavam para a possibilidade de os Estados Unidos subir os juros mais que o inicialmente esperado.

¹⁰⁷ Para ver o gráfico dos Investimentos em Carteira de Residentes da Argentina, ver anexo II.

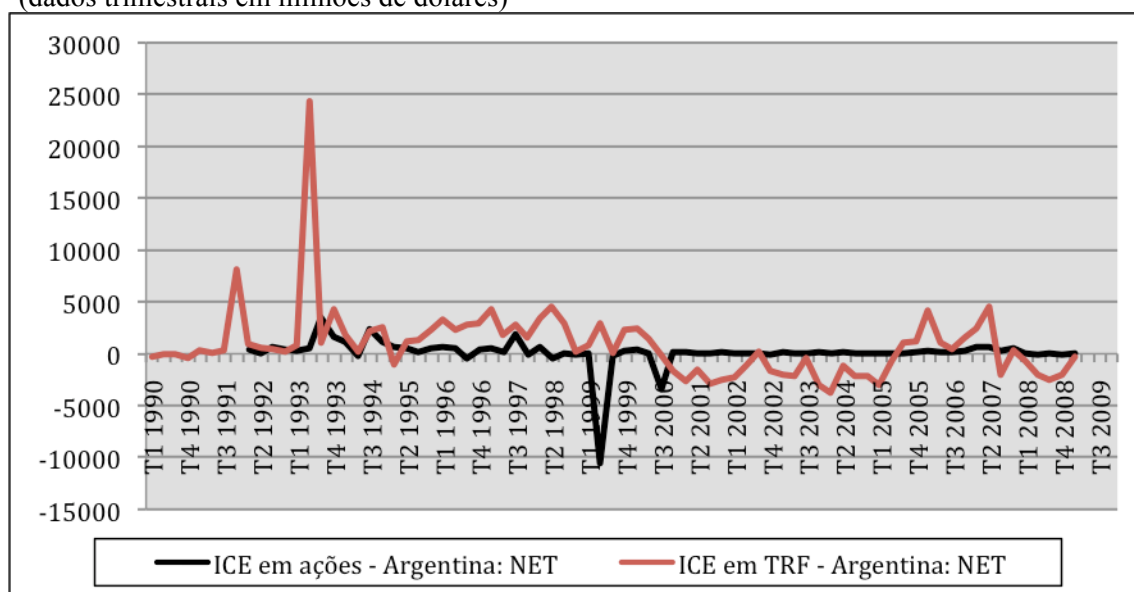
Gráfico 18: Conta Investimento em Carteira da Argentina, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

É fundamental perceber dois aspectos dos ICE em TRF da Argentina. O primeiro deles é o caráter cíclico para todo período analisado dessa subconta, que possui um peso significativo no Balanço de Pagamentos do país. Outro ponto importante é perceber que a crise nacional iniciada no final dos anos 1990 e início dos anos 2000 fez com que, até 2005, a Argentina não aproveitasse a abundância de recursos financeiros internacionais no início do segundo ciclo de liquidez. Até 2005, a tendência dos ICE em TRF foi de fuga de capitais.

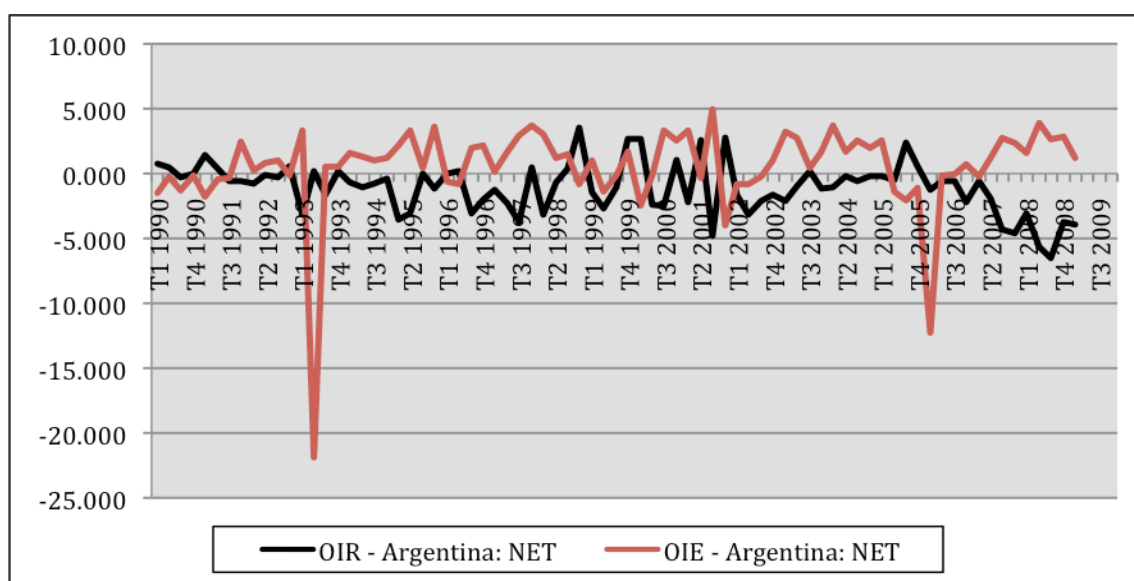
Gráfico 19: Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros na Argentina, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

A análise dos Outros Investimentos mostra que a instabilidade dos fluxos advindos dessa conta é ainda maior que a dos Investimentos em Carteira. Além de os miniciclos (de elevação e contração dos recursos) serem mais curtos na conta OI, a instabilidade está presente na dinâmica tanto de residentes quanto dos estrangeiros. O gráfico 20, que representa o segundo nível de abertura da conta financeira, exhibe claramente essa volatilidade.

Gráfico 20: Conta Outros Investimentos da Argentina, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)

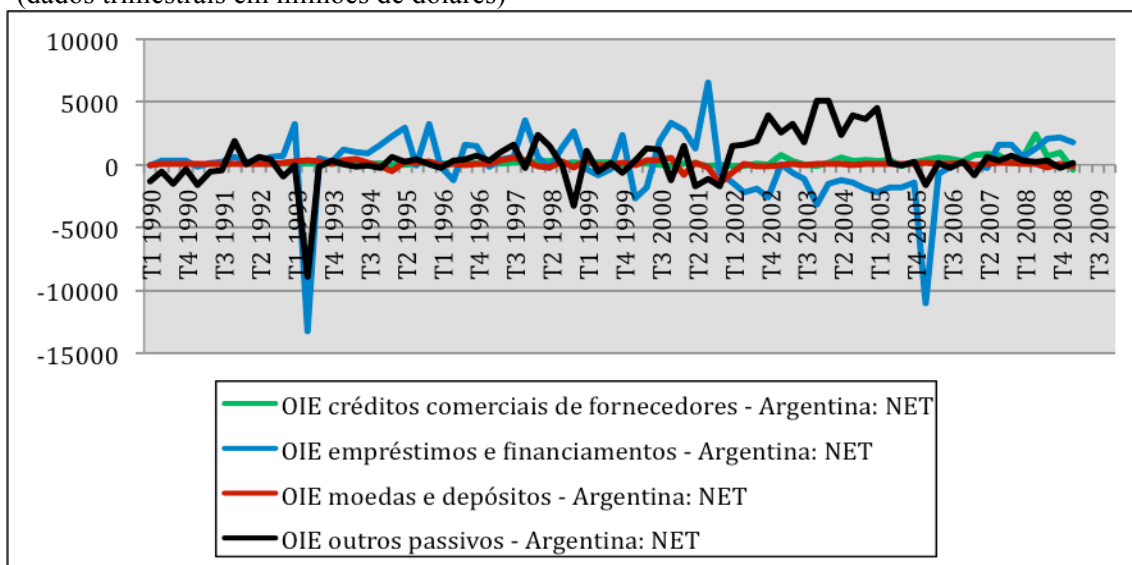


Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

O estudo do terceiro nível de abertura da conta financeira revela que, em relação aos Outros Investimentos de Estrangeiros, as subcontas mais voláteis são os Empréstimos e Financiamentos e os Outros Passivos. Sendo que a volatilidade da primeira é ainda mais expressiva que a da segunda (ver gráfico 21).

No que se refere a subconta Outros Passivos, percebe-se que a maior variabilidade está concentrada no período 1998-2004, período esse que engloba o estágio de instabilidade internacional e nacional (presente até o final de 2004 e início de 2005, quando o governo da Argentina consegue renegociar a dívida externa do país).

Gráfico 21: Conta Outros Investimentos de Estrangeiros da Argentina, 1990-2009
(dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Enquanto os Outros Passivos apresentam uma instabilidade acentuada somente no período 1998-2004, os Empréstimos e Financiamentos mostram variabilidade para todo o período, de abundância e de retração da liquidez. Contudo, com relação aos dois ciclos de liquidez, a dinâmica verificada no primeiro foi distinta da observada no segundo.

No primeiro ciclo de liquidez, com exceção do ano de 1993¹⁰⁸, os Empréstimos e Financiamentos apresentaram uma trajetória em torno de valores positivos. Isso mostra tanto a disposição dos organismos multilaterais em emprestar nesse período quanto, e principalmente, a estratégia dos bancos internacionais que aproveitaram da paridade da moeda argentina em relação à norte-americana para aumentar o montante de seus empréstimos.

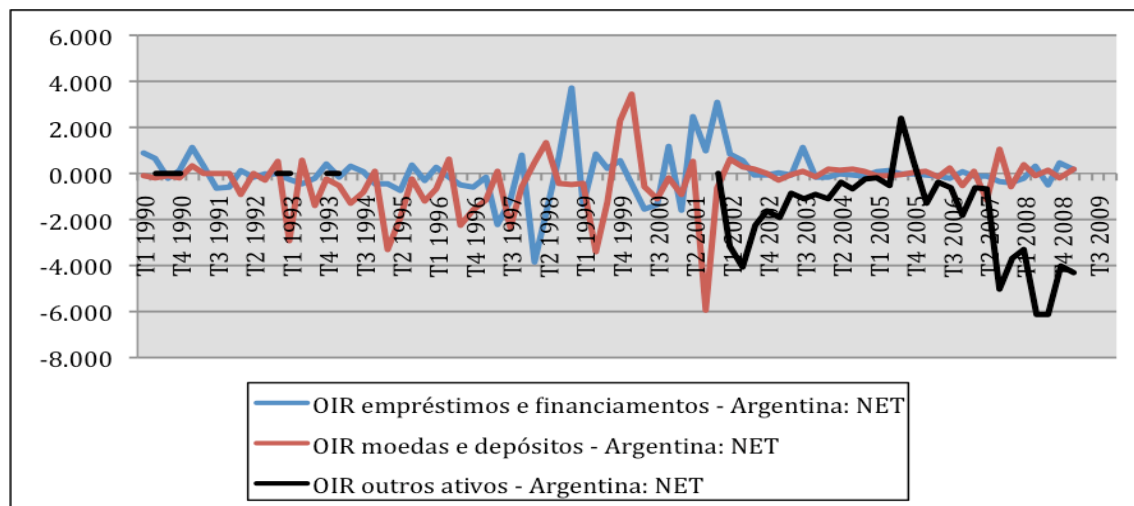
Já no segundo ciclo de liquidez a tendência foi do movimento contrário, isto é, os fluxos financeiros da conta Empréstimos e Financiamentos giraram em torno de valores negativos. Essa alteração na dinâmica foi resultado de dois processos. De um lado houve saída de capital para pagar os empréstimos dos organismos multilaterais, especialmente do FMI. Por outro lado ocorreu a mudança de estratégia dos bancos internacionais, que deixaram de emprestar tanto pelo reflexo da crise de 2001 quanto pelo aumento da taxa de juros norte-americana a partir de 2004 (KOBAYASHI, 2008: 124).

Conforme expresso anteriormente, a conta os Outros Investimentos de Residentes da Argentina também teve participação importante na volatilidade da conta OI (total). Conforme demonstrado no gráfico 22, a importância dos OIR da Argentina na vulnerabilidade do

¹⁰⁸ Como já foi dito, a grande saída de capital pela conta Empréstimos e Financiamentos em 1993 indica e enorme saída de capital para pagar a dívida externa antiga nos termos do *Plano Brady*.

Balanço de Pagamentos nacional é bastante significativa. A três subcontas apresentaram movimentos abruptos de reversão na tendência dos fluxos.

Gráfico 22: Conta Outros Investimentos de Residentes da Argentina, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

A conta Moedas e Depósitos apresentou variabilidade expressiva durante todo o período de câmbio administrado (1991-2001). Parte desse movimento pode ser explicado pela possibilidade de ganhos de arbitragem explorados principalmente nos períodos de conversibilidade, em que a taxa de juros funciona como principal instrumento para fechar o Balanço de Pagamentos.

Apesar da relativa estabilidade nos momentos de abundância de liquidez, a conta Empréstimos e Financiamentos de Residentes da Argentina também apresentou variabilidade significativa no período de turbulência 1999-2002. É interessante perceber que, passado o período de instabilidade mundial, que coincide com a adoção do regime de câmbio flexível, as duas contas mencionadas acima (Moeda e Depósitos e Empréstimos e Financiamentos) perdem importância no total da conta Outros Investimentos de Residentes e apresentam trajetórias bastante estáveis. Desde o início de 2002, as alterações que ocorreram na conta OIR vieram principalmente da conta Outros Ativos.

3.1.2.2. Estudo da volatilidade da Conta Financeira argentina

No caso da Argentina, assim como no Brasil, a subconta Títulos de Renda Fixa foi a que apresentou maior influência sobre a volatilidade da Conta Financeira no período 1.

Apesar da variabilidade dessa sub-conta não ter sido a mais expressiva no período (CV=1,798), seu elevado peso no total da Conta Financeira (PM=0,937) gerou a maior variabilidade ponderada (CVxPM=1,685).

Tabela 8: Volatilidade da Conta Financeira argentina no período 1 (T1 1990 – T3 1998), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	2515,858	2399,192	0,953628	1	0,953628
ICE em ações	586,7019	871,223	1,48495	0,233202	0,346293
ICE em TRF	2357,138	4239,497	1,798578	0,936912	1,68511
Conta Financeira (Total)	2515,858	2399,192	0,953628	1	0,953628
OIE créd.com.forn.	47,36889	69,59483	1,46921	0,018828	0,027662
OIE empréstimos e fin.	382,6518	2616,877	6,838794	0,152096	1,040153
OIE moedas e depósitos	69,53468	198,0514	2,848239	0,027639	0,078721
OIE outros passivos	-172,929	1749,177	-10,115	-0,06874	0,695261
Conta Financeira (Total)	2515,858	2399,192	0,953628	1	0,953628
OIR empréstimos e fin.	-269,1	916,2278	-3,40478	-0,10696	0,364181
OIR moedas e depósitos	-602,279	1033,536	-1,71604	-0,23939	0,410809
OIR outros ativos	-12,9286	8,588582	-0,66431	-0,00514	0,003414

No período 2 as maiores variabilidades ficaram a cargo das subcontas Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros e das aplicações de estrangeiros em Ações argentinas¹⁰⁹, sendo que as volatilidades ponderadas dessas duas subcontas foram, respectivamente, 2,701 e 2,746.

Além disso, cabe mencionar o aumento das instabilidades para a maioria das subcontas nesse período, comparativamente ao anterior, apontando que, nos períodos de turbulências financeiras, eleva-se a variabilidade das contas de caráter especulativo (ver tabela 9).

¹⁰⁹ Deve-se mencionar que a elevada volatilidade das aplicações de estrangeiros em ações ocorreu, especificamente, no primeiro semestre de 1999 (ver gráfico 19). Para o restante do intervalo analisado, a dinâmica desta conta não sofreu alterações significativas.

Tabela 9: Volatilidade da Conta Financeira argentina no período 2 (T4 1998 – T4 2002), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	961,171	3635,745	3,782621	1	3,782621
ICE em ações	-840,638	2639,316	-3,13966	-0,8746	2,745939
ICE em TRF	-394,413	1874,219	-4,75192	-0,41035	1,949933
Conta Financeira (Total)	961,171	3635,745	3,782621	1	3,782621
OIE créd.com.forn.	-5,621	99,73064	-17,7425	-0,00585	0,10376
OIE empréstimos e fin.	294,8898	2596,306	8,804328	0,306803	2,701192
OIE moedas e depósitos	-137,103	496,5248	-3,62154	-0,14264	0,516583
OIE outros passivos	197,8732	1764,059	8,915099	0,205867	1,835323
Conta Financeira (Total)	961,171	3635,745	3,782621	1	3,782621
OIR empréstimos e fin.	458,8208	1554,892	3,388888	0,477356	1,617707
OIR moedas e depósitos	-460,874	2027,044	-4,39826	-0,47949	2,108932
OIR outros ativos	-1850,5	1654,386	-0,89402	-1,92526	1,72122

Em relação ao período 3, chama a atenção o extraordinário aumento da volatilidade ponderada dos Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros, e das aplicações de não residentes em Títulos de Renda Fixa argentinos, 14,745 e 14,416 respectivamente. Esse resultado mais uma vez constata que, assim como já havia sido discutido na parte teórica do presente trabalho, a vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos das economias emergentes está presente, inclusive, nos períodos de liquidez mundial.

Tabela 10: Volatilidade da Conta Financeira argentina no período 3 (T1 2003 – T2 2007), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	169,433	2463,316	14,538561	1	14,53856
ICE em ações	99,03328	194,8124	1,967141	0,584497	1,149788
ICE em TRF	-256,782	2442,517	-9,51202	-1,51554	14,4158
Conta Financeira (Total)	169,433	2463,316	14,538561	1	14,53856
OIE créd.com.forn.	315,8953	293,0235	0,927597	1,864423	1,729433
OIE empréstimos e fin.	-1753,8	2498,265	-1,42449	-10,351	14,74483
OIE moedas e depósitos	16,88922	51,65747	3,058606	0,099681	0,304884
OIE outros passivos	1665,582	2132,884	1,280564	9,830312	12,58834
Conta Financeira (Total)	169,433	2463,316	14,538561	1	14,53856
OIR empréstimos e fin.	-6,16789	295,7591	-47,9514	-0,0364	1,745579
OIR moedas e depósitos	-87,582	324,6698	-3,70704	-0,51691	1,91621
OIR outros ativos	-591,967	936,3388	-1,58174	-3,49381	5,526298

O estudo da tabela 11 mostra que no período 4, assim como o Brasil, a Argentina registra uma queda na volatilidade ponderada das subcontas analisadas no período que aborda a recente turbulência financeira. É importante esclarecer que essa dinâmica não significa ausência de contágio da economia argentina para com a recente crise financeira. Na verdade, esse movimento se deve ao menor peso das contas financeiras no total do Balanço de Pagamentos nacional.

Visto isso, vale mencionar que, apesar da menor instabilidade das subcontas nesse período, as aplicações de estrangeiros em Títulos de Renda Fixa e os Outros Ativos de residentes foram as subcontas que apresentaram as maiores volatilidades ponderadas, -0,559 e -0,561. Os sinais negativos indicam os movimentos das médias (μ) das duas subcontas no período; pois predominou nesse momento de turbulência internacional um movimento de saída de capitais da Argentina.

Tabela 11: Volatilidade da Conta Financeira argentina no período 4 (T3 2007 – T1 2009), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	-1973,395	1872,303	-0,948773	1	-0,94877
ICE em ações	7,327857	226,9459	30,9703	-0,00371	-0,115
ICE em TRF	-1326,37	1104,555	-0,83277	0,672126	-0,55972
Conta Financeira (Total)	-1973,395	1872,303	-0,948773	1	-0,94877
OIE créd.com.forn.	686,8756	885,7835	1,289584	-0,34807	-0,44886
OIE empréstimos e fin.	1527,68	513,2192	0,335947	-0,77414	-0,26007
OIE moedas e depósitos	-14,6983	153,0574	-10,4133	0,007448	-0,07756
OIE outros passivos	212,5006	279,3812	1,314731	-0,10768	-0,14157
Conta Financeira (Total)	-1973,395	1872,303	-0,948773	1	-0,94877
OIR empréstimos e fin.	-85,2396	387,0675	-4,54094	0,043194	-0,19614
OIR moedas e depósitos	108,659	501,0618	4,611323	-0,05506	-0,25391
OIR outros ativos	-4643,1	1109,02	-0,23885	2,352848	-0,56199

3.1.3. México

3.1.3.1. *Evolução da Conta Financeira mexicana*

Em meados dos anos 1990, o México já era um modelo do Consenso de Washington. No início da década, o governo já havia aberto o comércio, domado a inflação e privatizado quase todas as empresas públicas (KESSLER, 2001). Foram exatamente essas medidas (que aos olhos de alguns, apresentam-se como positivas) as responsáveis pela crise de 1994 e pelo aumento da vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos nacional.

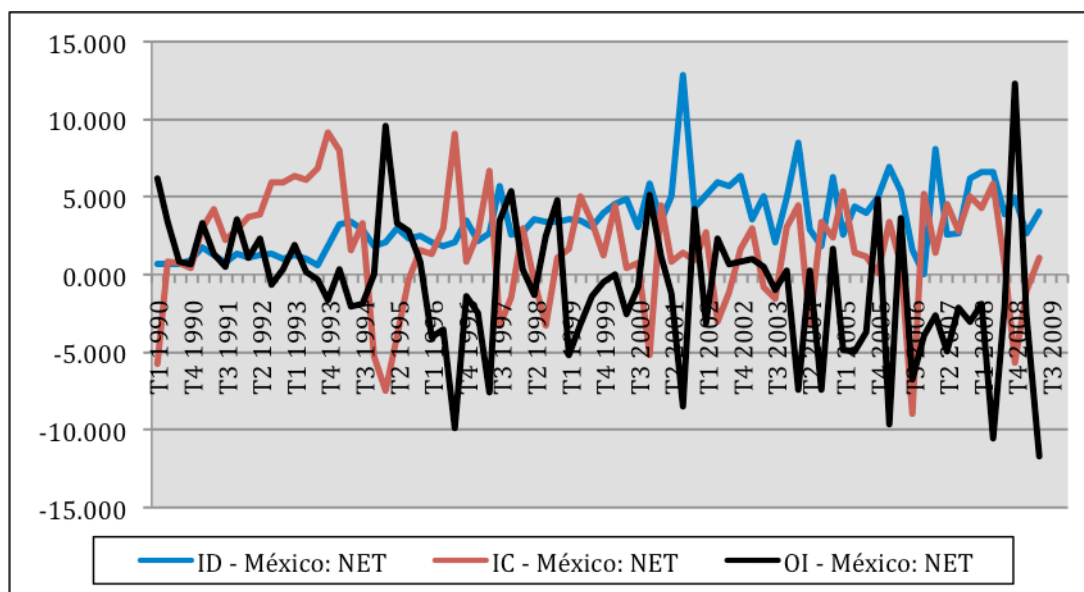
Em 1989, antes mesmo da Argentina e do Brasil, o México implementa o regime de bandas cambiais para conter o processo inflacionário. Todavia, a manutenção de uma taxa de câmbio sobrevalorizada colaborou para a elevação das importações que saíram de US\$ 19 bilhões em 1987 para US\$ 63 bilhões em 1993. As importações aumentaram sem a contraparte pelo lado das exportações e a economia mexicana chegou em 1994 com um déficit comercial significativo (US\$ 24, 5 bilhões), o que tornou o país dependente dos capitais especulativos externos (cerca de US\$ 30 bilhões) para conseguir fechar o Balanço de Pagamentos.

O ambiente internacional favorável, caracterizado por um elevado grau de liquidez da economia mundial e por reduzidas taxas de juros norte-americanas, incentivou os investidores internacionais a ingressarem no México na busca por um maior diferencial de rentabilidade para seus investimentos. Como se pode observar no gráfico 23, de 1990 a 1993 os Investimentos em Carteira explodem.

A estratégia mexicana de ajustar o déficit comercial através da Conta Financeira, mediante entrada maciça de investidores externos, acabou por elevar sobremaneira a dívida pública de curto prazo nacional. A grave situação econômica do país, somada aos problemas políticos, levaram os investidores a retirarem seus portfólios da economia mexicana. Com as reservas nacionais já bastante defasadas, o México anuncia em dezembro de 1994 a desvalorização da moeda nacional¹¹⁰ (DIEESE, 1995).

¹¹⁰ Em apenas 10 dias o peso mexicano perde 50% de seu valor.

Gráfico 23: Conta Financeira Mexicana, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

A perda de valor da moeda doméstica resultou em um enorme prejuízo para os investidores nacionais e estrangeiros. A partir de então a crise de confiança dos investidores internacionais aumenta ainda mais, provocando uma imensa fuga de recursos do país. Os Investimentos em Carteira saem de uma entrada líquida de US\$ 9.145 milhões no último trimestre de 1993 e registram uma saída líquida de aproximadamente US\$ -7.517 milhões no primeiro trimestre de 1995 (ver gráfico 23).

Tentando minimizar os efeitos desastrosos da crise doméstica, o México solicita ajuda financeira internacional. O auxílio, comandado pelos Estados Unidos, acontece. Todavia, eles pedem, como contrapartida, que o México assuma o receituário do FMI, ou seja, estabilização, ajuste fiscal e reformas, além de exigirem garantias futuras de exportações mexicanas de petróleo (CANO, 2000).

Nota-se que depois da crise houve uma tendência ao crescimento dos Investimentos Diretos, sendo que no período de instabilidade internacional (1999-2002) e no segundo ciclo de liquidez (2003-2007) chegam a superar os volumes das contas Investimentos em Carteira e Outros Investimentos. Entretanto, a maior parte da entrada desses fluxos não representa investimento novo e sim aquisição da indústria nacional (inclusive através do processo de privatização) e favorecimento das importações para sua produção. Portanto, se, por um lado, o maior peso dos Investimentos Diretos mexicanos representa maior estabilidade dos fluxos de capitais, por outro simboliza um desequilíbrio para a economia mexicana pois, por substituir

parte da produção nacional por importada, rompeu com elos importantes da cadeia produtiva doméstica.

É necessário destacar que o ataque de 1994 contra o peso mexicano contribuiu para a emergência do superávit comercial, com as exportações crescendo mais do que as importações (e não por um declínio das importações) (KOBAYASHI, 2008). Porém, essa situação só permanece até o final de 1996, pois, a partir de 1997, o influxo de capitais externos contribuiu para o retorno a uma valorização da moeda nacional e desestímulo às exportações. Assim, o que se percebe é que, passados alguns anos da emergência da crise, o México continua a trilhar o mesmo caminho que o levou à eclosão da turbulência de 1994.

Em 2002, final do período de instabilidade internacional, o México é levado à condição de *investment grade* (grau de investimento) e o índice que mede o ‘risco de *default*’ do país declina (ver gráfico 24). Contudo, mesmo após a melhora da nota das agências de *rating*, continua presente a volatilidade das contas com perfil de curto prazo (Investimento em Carteira e Outros Investimentos). É exatamente por isso que ‘abriremos’ cada uma dessas contas até o terceiro nível de abertura.

Gráfico 24: Dinâmica do EMBI+ México, 1999-2010 (em pontos)



Fonte: C-bond (2010).

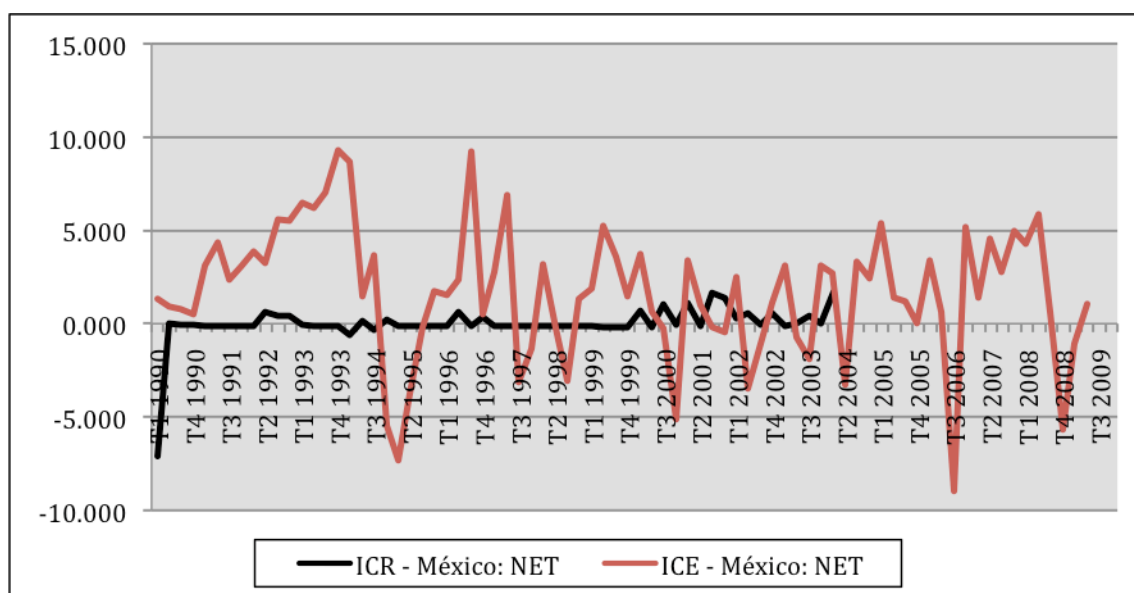
O segundo nível de abertura da Conta Financeira mostra que, assim como para os casos do Brasil e da Argentina, a variabilidade dos Investimentos em Carteira do México advém das aplicações de estrangeiros¹¹¹ (ver gráfico 25). No que se refere aos ciclos de liquidez, percebe-se que a primeira fase foi caracterizada por um extraordinário crescimento dos Investimentos em Carteira até 1993, impulsionados pelo elevado diferencial na taxa de

¹¹¹ Para encontrar a dinâmica dos Investimentos em Carteira de Residentes, ver anexo II.

juros. Contudo, em 1994, no ambiente de elevação das taxas de juros norte-americanas, o México entra em crise. Como não poderia ser diferente, há uma gigantesca fuga de capitais dos investimentos estrangeiros.

O fluxos de ICE começam a retornar em 1995 e, a partir de 1996, já se observa uma entrada líquida de recursos positiva. Apesar de os capitais voltarem a se dirigir para o México nesse período (que por sinal é de liquidez mundial), é essencial perceber que o reingresso acontece em um ambiente de flexibilidade cambial e alta volatilidade dos fluxos.

Gráfico 25: Conta Investimento em Carteira do México, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

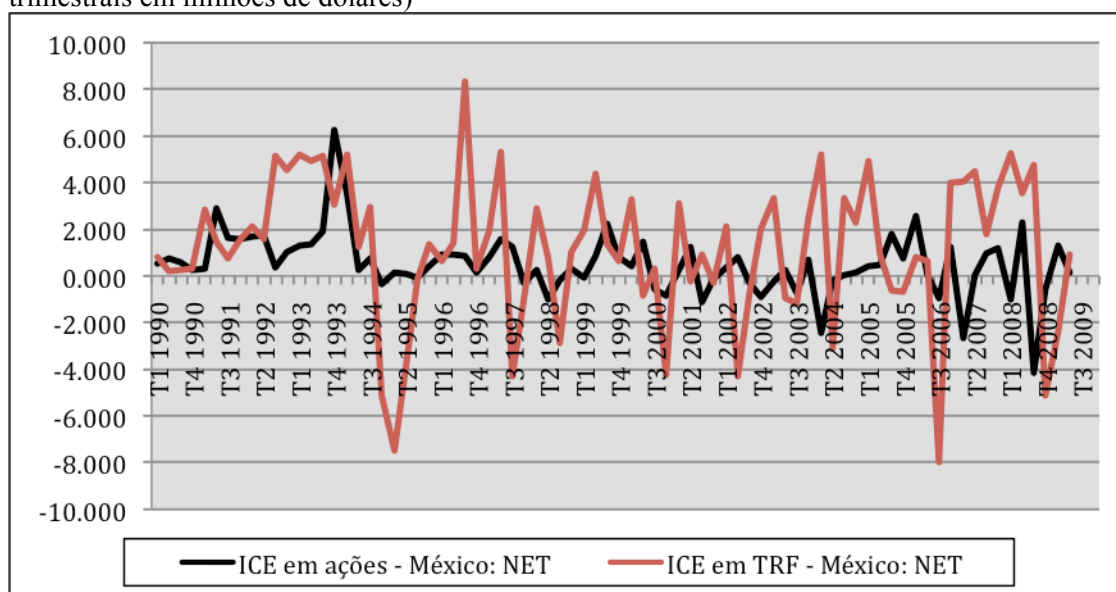
No período posterior (1999-2002), o contexto de turbulência internacional provoca uma maior instabilidade e uma queda no peso dos ICE no Balanço de Pagamentos mexicano. Essa dinâmica permanece até final de 2002. A partir de 2003, a elevação do grau de liquidez mundial colabora para um maior influxo dos capitais. Mas, como está explícito no gráfico 25, mesmo no período de liquidez 2003-2007 a dinâmica da conta ICE continua altamente volátil, marcada por várias reversões na tendência dos fluxos.

O exemplo mais agudo de regresso dos capitais ocorre no primeiro semestre de 2006, quando surge a possibilidade de o aperto monetário dos Estados Unidos durar mais que o esperado. Quando essa expectativa é desfeita, isso é, quando as taxas de juros norte-americanas começam a se reduzir, os capitais internacionais voltam a se direcionar para a economia mexicana. Essa nova onda de influxos permanece até o segundo trimestre de 2008,

quando a crise do *sub-prime* atinge as economias emergentes e provoca uma enorme saída de capitais pela conta ICE do México.

A ‘abertura’ da conta ICE mostra que as dinâmicas das duas subcontas (ICE em ações e ICE em títulos de renda fixa) apresentam trajetórias voláteis. Porém, o maior peso dos ICE em TRF faz com que a alta instabilidade dessa conta tenha uma maior importância que a dos ICE em ações na vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos mexicano (ver gráfico 26).

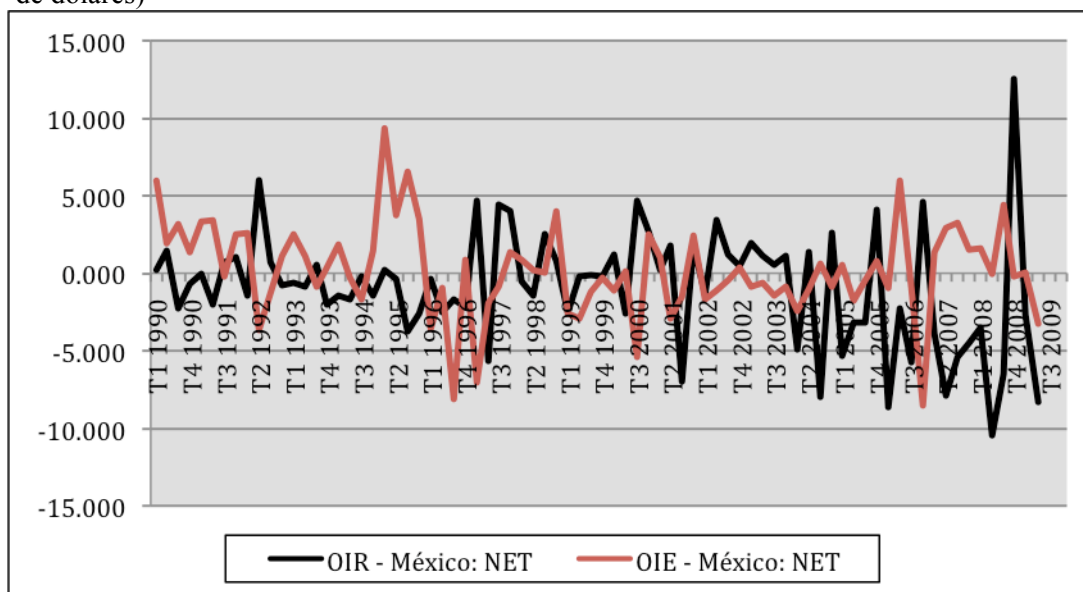
Gráfico 26: Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros do México, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP *Statistics*) – elaboração própria.

No que se refere à conta Outros Investimentos, a análise envolvendo ‘níveis de abertura’ mostra que volatilidade origina-se da dinâmica tanto de residentes quanto de estrangeiros, sendo que as instabilidades para as duas contas (OIE e OIR) são bastante expressivas (ver gráfico 27).

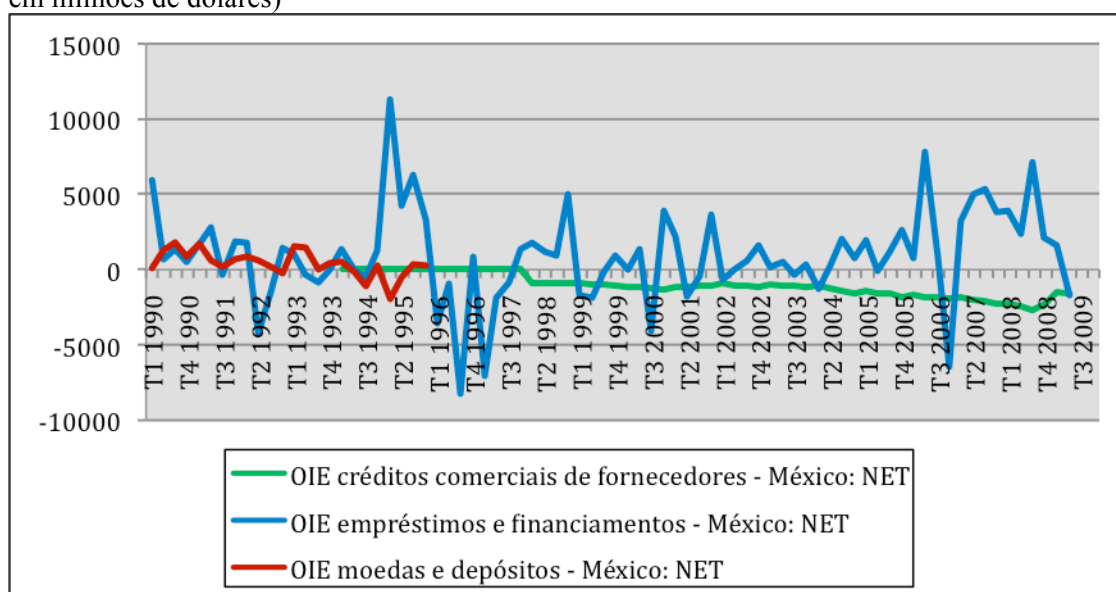
Gráfico 27: Conta Outros Investimentos do México, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

O estudo do ‘terceiro nível de abertura’ da Conta Financeira exhibe que são os Empréstimos e Financiamentos os maiores contribuidores para a volatilidade da conta Outros Investimentos de Estrangeiros. Os efeitos da crise mexicana de 1994 e a incerteza quanto à política monetária norte-americana no primeiro semestre de 2006 foram responsáveis pelas maiores quedas da subconta Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros (ver gráfico 27).

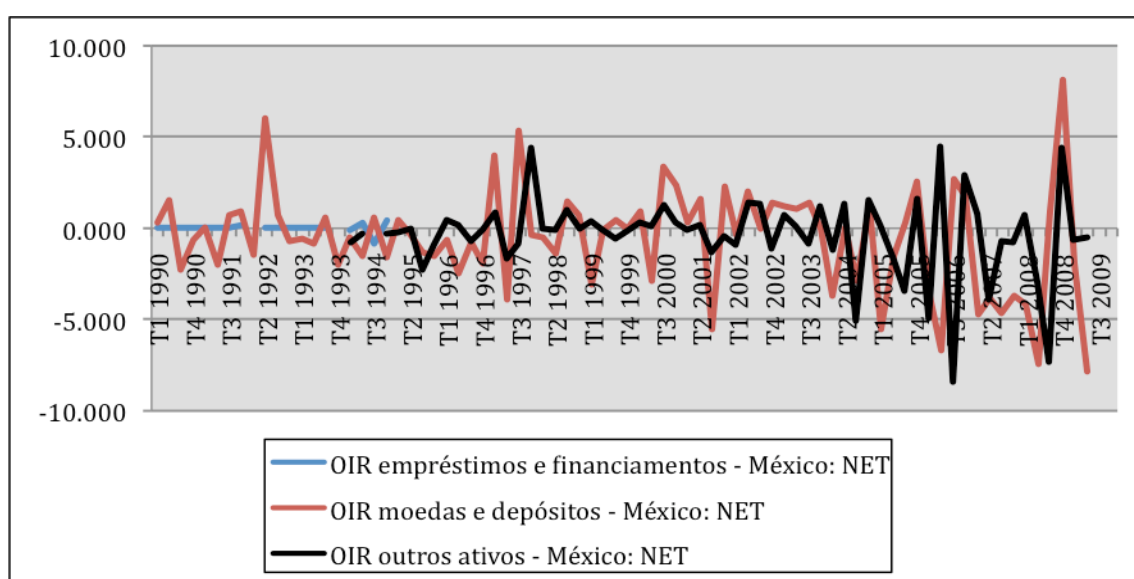
Gráfico 28: Conta Outros Investimentos de Estrangeiros do México, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

No exame da conta Outros Investimentos de Residentes, a subconta Moedas e Depósitos exerce grande influência na volatilidade, sendo que, para o caso do México, a importância dessa subconta ainda é maior que para os casos do Brasil e da Argentina. Como está demonstrado no gráfico 29, desde de 1997 a conta Moedas e Depósitos apresenta um alto peso e uma excessiva variabilidade. É interessante perceber que, assim como no caso do Brasil, o peso e a volatilidade da conta Moedas e Depósitos, no segundo ciclo de liquidez, são maiores do que, inclusive, no período de instabilidade mundial 1999-2002 (ver gráfico 28).

Gráfico 29: Conta Outros Investimentos de Residentes do México, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Não se pode deixar de mencionar que, desde 2004, período de liquidez mundial, a subconta Outros Ativos também vem exercendo importância central na volatilidade da conta Outros Investimentos de mexicanos. Desde então, observa-se que a subconta Outros Ativos aumenta significativamente sua instabilidade e seu peso no Balanço de Pagamentos do México (ver gráfico 29).

3.1.3.2. Estudo da volatilidade da Conta Financeira mexicana

A tabela 12 exibe as volatilidades do ‘terceiro nível de abertura’ da Conta Financeira mexicana no período 1. Como se pode observar abaixo, nesse momento os Títulos de Renda Fixa e os Empréstimos e Financiamentos, ambos de estrangeiros, foram as subcontas que apresentaram as maiores volatilidades ponderadas ($CV \times PM = 0,750$ e $0,791$, respectivamente).

Tabela 12: Volatilidade da Conta Financeira mexicana no período 1 (T1 1990 – T3 1998), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	4390,738	3164,651	0,720756	1	0,720756
ICE em ações	957,18	1286,853	1,344421	0,218	0,293083
ICE em TRF	1319,547	3293,146	2,495665	0,30053	0,750021
Conta Financeira (Total)	4390,738	3164,651	0,720756	1	0,720756
OIE créd.com.forn.	-144,995	341,4289	-2,35477	-0,03302	0,077761
OIE empréstimos e fin.	575,3471	3474,378	6,03875	0,131037	0,791297
OIE moedas e depósitos	377	863,7717	2,291172	0,085863	0,196726
Conta Financeira (Total)	4390,738	3164,651	0,720756	1	0,720756
OIR empréstimos e fin.	-16,3056	240,8243	-14,7695	-0,00371	0,054848
OIR moedas e depósitos	-232,134	2043,653	-8,80375	-0,05287	0,465446
OIR outros ativos	-96,1389	1367,798	-14,2273	-0,0219	0,311519

O estudo da dinâmica para o período 2 aponta que os Títulos de Renda Fixa de estrangeiros, os Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros e as Moedas e Depósitos de residentes apresentaram as maiores volatilidades ponderadas, sendo que seus valores foram bastante parecidos, 0,420, 0,412 e 0,401 (ver tabela 13).

Tabela 13: Volatilidade da Conta Financeira mexicana no período 2 (T4 1998 – T4 2002), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	5586,209	2630,275	0,470852	1	0,470852
ICE em ações	267,0765	905,7593	3,391386	0,04781	0,162142
ICE em TRF	585,5118	2348,642	4,011264	0,104814	0,420436
Conta Financeira (Total)	5586,209	2630,275	0,470852	1	0,470852
OIE créd.com.forn.	-1125,27	118,92	-0,10568	-0,20144	0,021288
OIE empréstimos e fin.	424,0085	2329,013	5,492844	0,075903	0,416922
OIE moedas e depósitos	.	.	.	.	.
Conta Financeira (Total)	5586,209	2630,275	0,470852	1	0,470852
OIR empréstimos e fin.	.	.	.	.	.
OIR moedas e depósitos	145,5471	2238,631	15,3808	0,026055	0,400742
OIR outros ativos	4,5	787,8383	175,0752	0,000806	0,141033

A análise da tabela 14 evidencia que, no segundo ciclo de liquidez mundial (período 3), a subconta Títulos de Renda Fixa de estrangeiros foi a que apresentou maior volatilidade ponderada ($CV \times PM = 1,140$). É importante perceber que, mesmo com uma variabilidade menor ($CV=2,805$), comparativamente ao período anterior, o maior peso dessa conta ($PM=0,466$) provoca uma variabilidade superior à do período antecedente, caracterizado pela instabilidade no sistema financeiro internacional.

Tabela 14: Volatilidade da Conta Financeira mexicana no período 3 (T1 2003 – T2 2007), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	2919,389	5801,458	1,987217	1	1,987217
ICE em ações	48,78334	1270,05	26,0345	0,01671	0,43504
ICE em TRF	1186,644	3329,211	2,805567	0,40647	1,140379
Conta Financeira (Total)	2919,389	5801,458	1,987217	1	1,987217
OIE créd.com.forn.	-1542,88	332,2391	-0,21534	-0,5285	0,113804
OIE empréstimos e fin.	1008,517	2857,287	2,833157	0,345455	0,978728
OIE moedas e depósitos	.	.	.	.	.
Conta Financeira (Total)	2919,389	5801,458	1,987217	1	1,987217
OIR empréstimos e fin.	.	.	.	.	.
OIR moedas e depósitos	-1184,44	2973,467	-2,51044	-0,40571	1,018524
OIR outros ativos	-825,633	3238,666	-3,92264	-0,28281	1,109364

No período 4, a subconta Moedas e Depósitos foi a que apresentou maior influência sobre a volatilidade da Conta Financeira ($CV \times PM = 1,577914$).

Tabela 15: Volatilidade da Conta Financeira mexicana no período 4 (T3 2007 – T1 2009), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	3277,322	5539,733	1,690323	1	1,690323
ICE em ações	11,47503	1988,391	173,2799	0,003501	0,606712
ICE em TRF	1541,937	3654,12	2,369824	0,470487	1,114971
Conta Financeira (Total)	3277,322	5539,733	1,690323	1	1,690323
OIE créd.com.forn.	-2155,04	395,0688	-0,18332	-0,65756	0,120546
OIE empréstimos e fin.	3019,987	2651,521	0,877991	0,92148	0,809051
OIE moedas e depósitos	.	.	.	.	.
Conta Financeira (Total)	3277,322	5539,733	1,690323	1	1,690323
OIR empréstimos e fin.	.	.	.	.	.
OIR moedas e depósitos	-2615,65	5171,333	-1,97707	-0,79811	1,577914
OIR outros ativos	-998,738	3316,253	-3,32045	-0,30474	1,011879

3.1.4. Chile

3.1.4.1. *Evolução da Conta Financeira chilena*

A análise dos fluxos de capitais para o Chile no período 1990-2009 é bastante interessante, visto que a economia chilena foi a única das experiências latino-americanas aqui examinadas a implementar uma política de controle de capitais¹¹² durante parte do período estudado neste trabalho. Os controles estiveram presentes nos anos que se estendem de 1991 a 1998¹¹³. Isso significa que, na primeira fase de liquidez mundial, e, portanto, de tendência ao direcionamento de capitais para as economias emergentes, a economia chilena seguiu o caminho inverso de seus vizinhos latino-americanos e tentou barrar a entrada dos fluxos especulativos.

Os objetivos do Chile na adoção de controle sobre os fluxos de capitais eram, principalmente, evitar uma excessiva apreciação da taxa de câmbio real¹¹⁴ e aumentar o controle do banco central nacional sobre a política monetária. A premissa era a de que uma taxa de câmbio sobrevalorizada, assim como nos anos 1970, poderia provocar uma piora da balança comercial (KOBAYASHI, 2008).

Em relação à Conta Financeira, é essencial perceber que medidas de controles aos fluxos influem sobre o perfil dos capitais ingressantes, favorecendo os Investimentos Diretos assentados em capitais de médio e longo prazos, em detrimento das contas Investimentos em Carteira e Outros Investimentos marcadas por um perfil de curto prazo e, por isso, geradoras de vulnerabilidade no Balanço de Pagamentos nacional.

Durante todo o primeiro ciclo de liquidez (1990-1998), os Investimentos em Carteira tiveram uma trajetória estável e uma participação acanhada. A conta Outros Investimentos, por sua vez, apresenta uma dinâmica volátil.

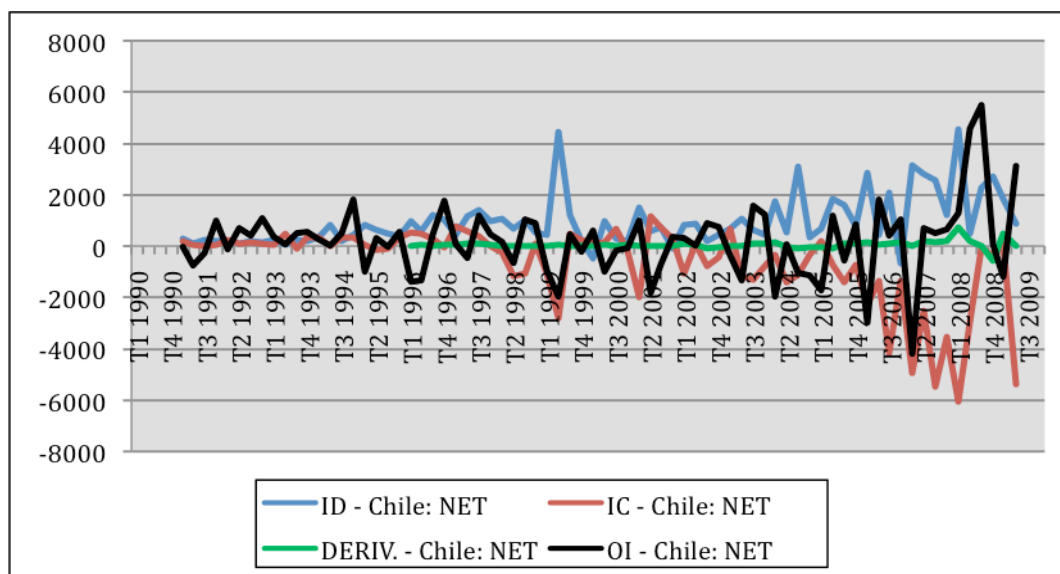
No primeiro movimento de liquidez, diferentemente dos casos do Brasil, da Argentina e do México, a conta Investimentos Diretos representam uma participação importante na dinâmica da Conta Financeira chilena (ver gráfico 30).

¹¹² Tratava-se de controles a entrada em que os fluxos financeiros de estrangeiros deveriam realizar depósitos não remunerados no banco central.

¹¹³ Vale lembrar que essa não foi a primeira experiência do Chile com políticas de controles de capitais. Durante os anos de 1978 a 1982 o Chile já havia implementado controles sobre os fluxos de capitais (MUNHOZ, 2010).

¹¹⁴ O regime cambial chileno nesse período era o de bandas ajustáveis.

Gráfico 30: Conta Financeira Chilena, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Em 1998, os controles de capitais passam a serem relaxados¹¹⁵ e, em setembro de 1999, ocorre alteração no regime cambial, que sai de um sistema de bandas cambiais para um de livre flutuação¹¹⁶. Essas medidas, conjugadas ao ambiente de instabilidade internacional, foram responsáveis pelo aumento da variabilidade das contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos. Esse movimento não é desprezível, afinal, ele ocorre justamente no momento em que se verifica uma menor participação dos Investimentos Diretos, tidos até então como o principal sustentáculo da Conta Financeira nacional.

No segundo ciclo de liquidez (2003-2007), os ID voltam a aumentar sua participação na Conta Financeira e até atingem níveis superiores aos registrados no primeiro ciclo. Mas, paralelamente a esse movimento, a ausência de controles sobre a entrada de fluxos especulativos também produz um maior peso e instabilidade das contas IC e OI.

A maior participação das contas financeiras na dinâmica do Balanço de Pagamentos chileno ocorre tanto para entrada quanto para saída de recursos. Como já foi dito, no que se refere aos ID, nota-se uma tendência a maior entrada. Em relação aos IC, observa-se uma elevada disposição à saída. Apesar de a trajetória dessas duas contas não ser estável nesse período, ambas apresentam um movimento menos variável que o a conta OI, marcada por uma dinâmica altamente instável que dificulta o diagnóstico da tendência principal dos fluxos.

¹¹⁵ Mas deve-se fazer a ressalva de que só em 2001 os fluxos de capitais chilenos são completamente extintos.

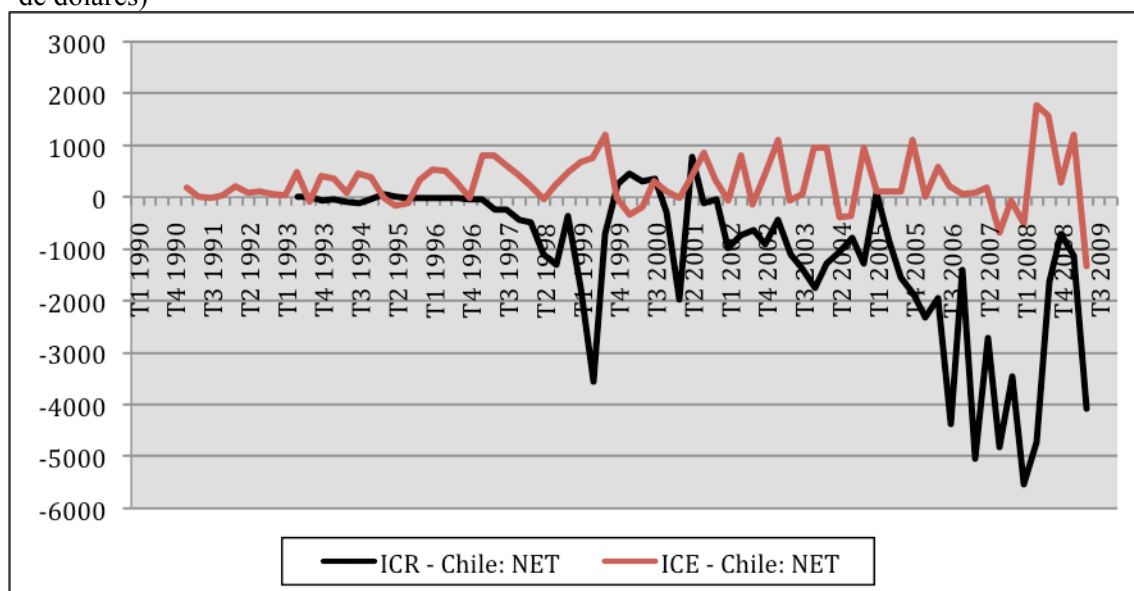
¹¹⁶ Para maiores detalhes sobre o regime cambial chileno, ver Cunha e Gala (2006).

O que se quer ressaltar é a grande alteração que ocorre no volume e no perfil dos capitais financeiros para a economia chilena. Na década de 1990, o volume transacionado era pequeno e os fluxos eram predominantemente de médio e longo prazos. Nos anos 2000, o fim dos controles sobre a entrada de capitais produziu um aumento estrondoso dos capitais com perfil de curto prazo, responsáveis pelo crescimento significativo da instabilidade dos fluxos financeiros.

Nesse sentido, a análise dos outros ‘níveis de abertura’ da Conta Financeira apresenta-se como necessária para a identificação de quais subcontas aparecem como responsáveis pela modificação da dinâmica dos fluxos financeiros do Chile após o fim dos controles sobre os capitais especulativos.

A conta Investimentos em Carteira do Chile apresenta uma dinâmica completamente distinta das observadas para os casos do Brasil, da Argentina e do México. Primeiramente, devido ao baixo peso e relativa estabilidade no primeiro ciclo de liquidez, momento que exigiu medidas de controle sobre os fluxos de capitais. Um outro aspecto peculiar da economia chilena em relação às outras economias latino-americanas é a importância dos Investimentos em Carteira de Residentes sobre a Conta Financeira (ver gráfico 31).

Gráfico 31: Conta Investimento em Carteira do Chile, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



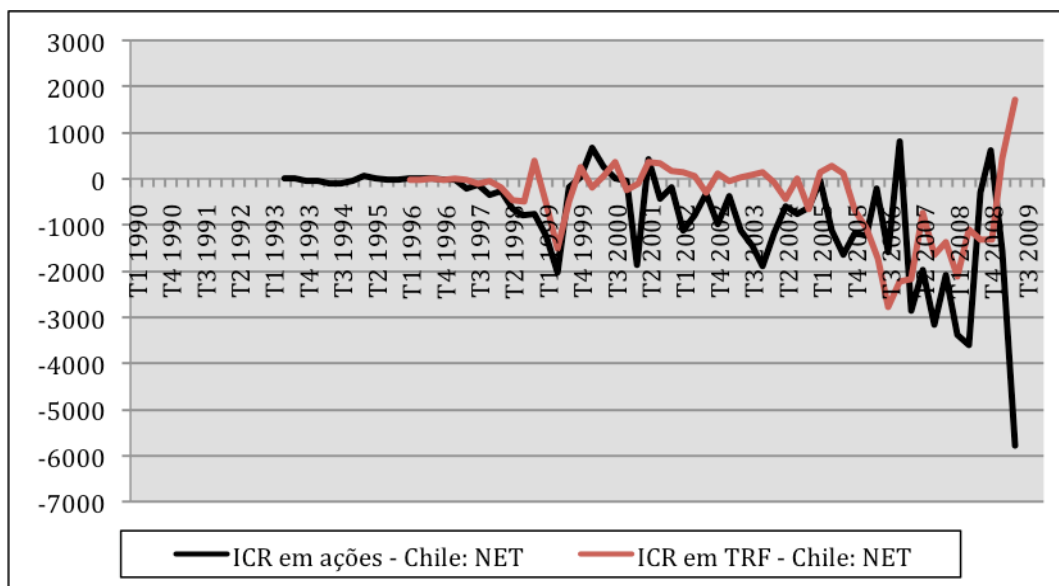
Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Desde 1997, momento em que se iniciam as turbulências internacionais do final da década de 1990 e o relaxamento sobre os fluxos de capitais, os residentes apresentam uma tendência de saída líquida de recursos de seu país. É interessante perceber que, mesmo no

ciclo de liquidez 2003-2007, a tendência de fuga dos fluxos continua, sendo que, a partir do final de 2005, esse movimento torna-se ainda mais intenso e volátil.

O terceiro nível de abertura da Conta Financeira demonstra que foram os investimentos de residentes em ações os maiores responsáveis pela dinâmica da conta ICR (ver gráfico 33).

Gráfico 32: Conta Investimento em Carteira de Residentes do Chile, 1990-2009
(dados trimestrais em bilhões de dólares)

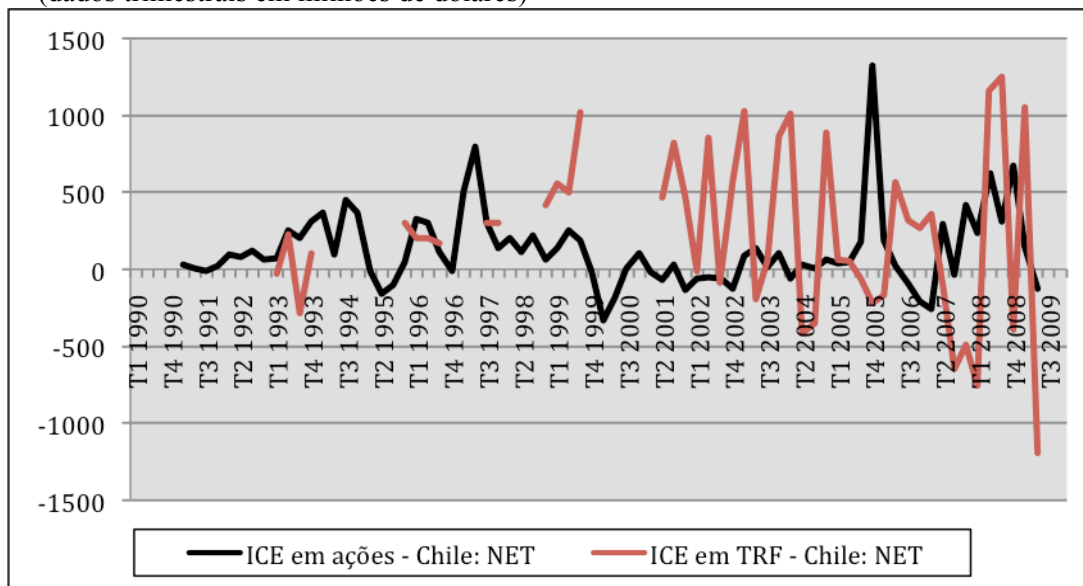


Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

O estudo da conta Investimento em Carteira de Estrangeiros apresenta um resultado diferente, foram as aplicações em títulos de renda fixa as maiores causadoras da volatilidade no período pós 2002¹¹⁷. Como se pode observar no gráfico 33, a dinâmica da conta ICE em TRF apresenta miniciclos de curtíssima duração.

¹¹⁷ A ausência de dados sobre os ICE em títulos de renda fixa não permite fazer inferências sobre o período anterior a 2002.

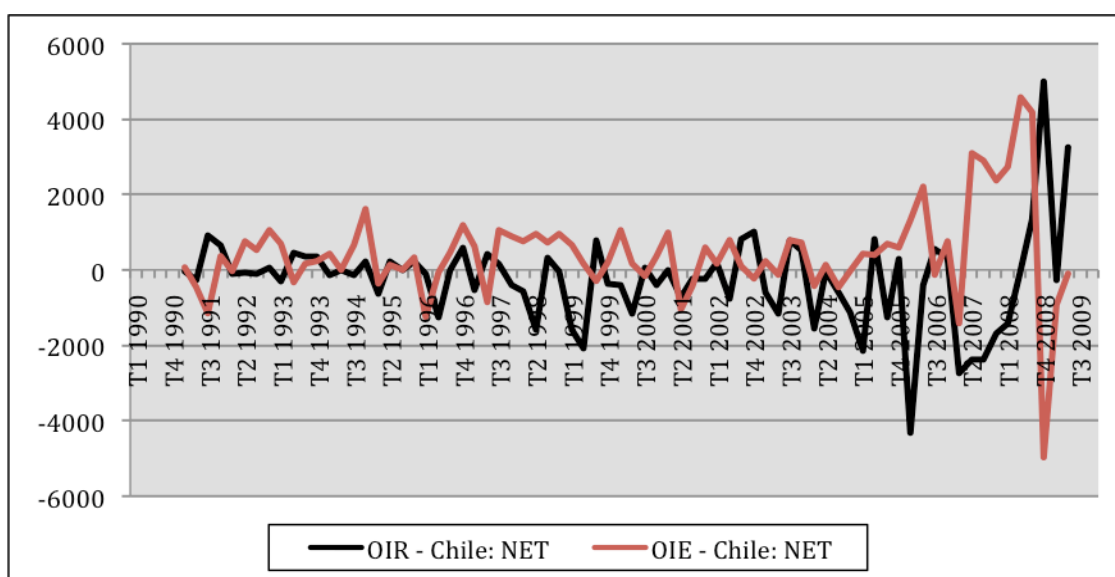
Gráfico 33: Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros do Chile, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

No caso da conta Outros Investimentos, destacam-se dois aspectos. O primeiro é a instabilidade elevada para as duas contas que integram o ‘segundo nível de abertura’ da Conta Financeira, OIE e OIR. Outro aspecto interessante é perceber que, durante a maior parte do período, apesar da variabilidade, a tendência foi de um movimento de entradas líquidas de recursos pela conta OIE¹¹⁸ e de uma saída líquida de recursos pela conta OIR (ver gráfico 34).

Gráfico 34: Conta Outros Investimentos do Chile, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)

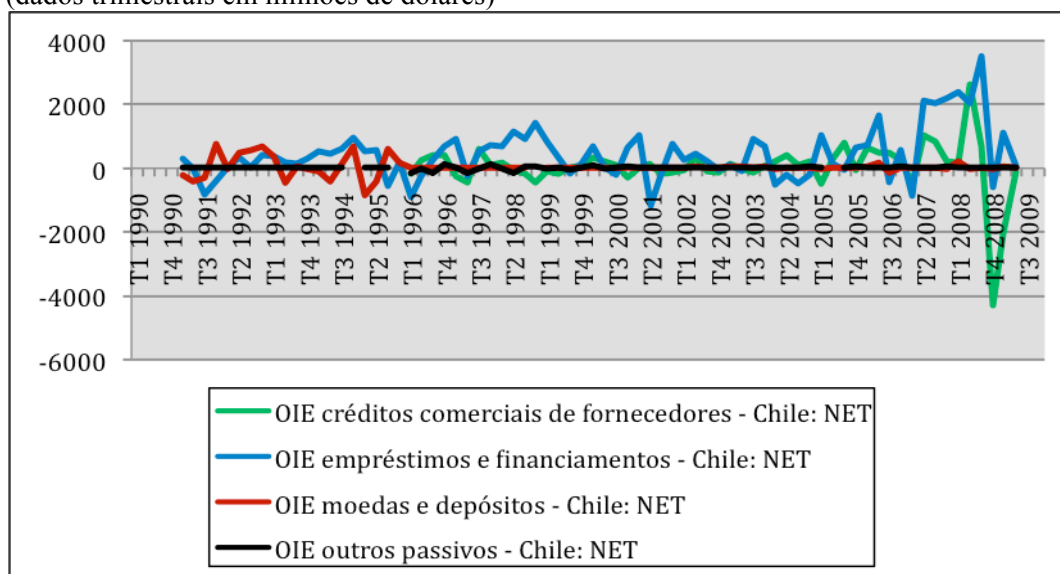


Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

¹¹⁸ Exceção para o último trimestre de 2008.

O ‘terceiro nível de abertura’ da Conta Financeira mostra que volatilidade da conta OIE até 2007, assim como dos outros países latino-americanos, adveio da variabilidade da subconta Empréstimos e Financiamentos. Contudo, a elevada contração dos recursos da subconta Créditos Comerciais de Fornecedores em 2008 (fruto da recente crise) foi responsável pela trajetória da conta OIE nesse ano (ver gráfico 35).

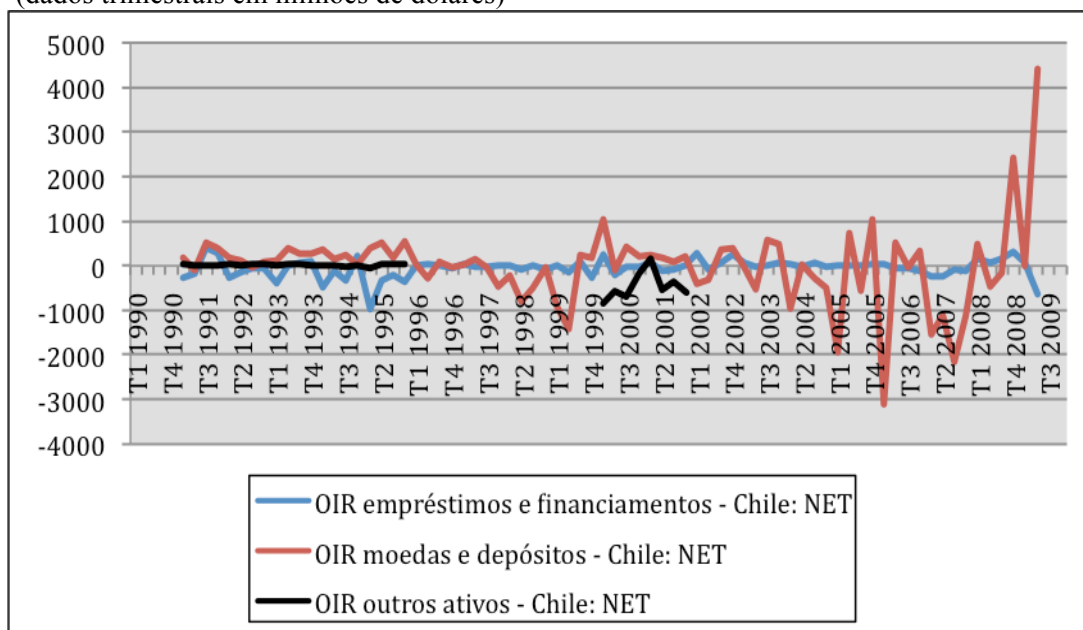
Gráfico 35: Conta Outros Investimentos de Estrangeiros do Chile, 1990-2009
(dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

O diagnóstico da conta Outros Investimentos de Residentes também seguiu a mesma tendência da verificada para o Brasil, Argentina e México, ou seja, a subconta mais instável foi a de Moedas e Depósitos. O gráfico 36 mostra que a especulação contra a moeda doméstica esteve presente não apenas nos períodos de instabilidade internacional (1999-2002 e 2008-2009), mas também no período de liquidez mundial. Durante todo o segundo ciclo, a conta Moedas e Depósitos apresenta uma trajetória muito instável.

Gráfico 36: Conta Outros Investimentos de Residentes do Chile, 1990-2009
(dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP *Statistics*) – elaboração própria.

3.1.4.2. *Estudo da volatilidade da Conta Financeira chilena*

No caso do Chile, diferentemente para os outros países latino-americanos estudados, a subconta Títulos de Renda Fixa de estrangeiros não apresenta movimentos importantes de volatilidade ponderada no período 1. Como já dito, isso pode ser atribuído às medidas de controles sobre os fluxos na economia chilena durante a década de 1990.

Para o caso do Chile, a subconta Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros foi a que apresentou maior volatilidade ponderada no período 1 ($CV \times PM = 0,624$).

Tabela 16: Volatilidade da Conta Financeira chilena no período 1 (T1 1990 – T4 1998), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	803,994	898,317	1,117318	1	1,117318
ICE em ações	165,5123	197,2752	1,191906	0,205863	0,245369
ICE em TRF	135,5107	178,9864	1,320829	0,168547	0,222622
Conta Financeira (Total)	803,994	898,317	1,117318	1	1,117318
ICR em ações	-149,621	224,8384	-1,50272	-0,1861	0,279652
ICR em TRF	-137,667	181,8483	-1,32093	-0,17123	0,226181
Conta Financeira (Total)	803,994	898,317	1,117318	1	1,117318
OIE créd.com.forn.	56,00909	326,8173	5,835076	0,069664	0,406492
OIE empréstimos e fin.	242,4557	501,9469	2,070263	0,301564	0,624317
OIE moedas e depósitos	31,88903	369,1399	11,57576	0,039663	0,459133
OIE outros passivos	-20,7793	59,87929	-2,88168	-0,02585	0,074477
Conta Financeira (Total)	803,994	898,317	1,117318	1	1,117318
OIR empréstimos e fin.	-117,097	253,1758	-2,16211	-0,14564	0,314898
OIR moedas e depósitos	74,19177	309,2706	4,168529	0,092279	0,384668
OIR outros ativos	-0,46	24,93759	-54,2121	-0,00057	0,031017

No período 2 ocorre uma mudança de performance, as medidas de relaxamento sobre os fluxos de capitais provocam um aumento na volatilidade de toda a Conta Financeira ($CV \times PM = 2,402$) e, também, na maioria das subcontas estudadas.

Como já tinha sido mencionado na seção anterior, a dinâmica dos Investimentos em Carteira de residentes do Chile exerce um papel importante na dinâmica dos fluxos de capitais nacionais. Isso fica claro na tabela 17. Como se pode observar, no intervalo T4 1998 – T4 2002 as aplicações de residentes em Ações foi a subconta que mais contribuiu para a volatilidade da Conta Financeira ($CV \times PM = 2,378$).

Tabela 17: Volatilidade da Conta Financeira chilena no período 2 (T4 1998 – T4 2002), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	319,594	793,135	2,481694	1	2,481694
ICE em ações	-22,568	140,5273	-6,22684	-0,07061	0,439705
ICE em TRF	485,6946	323,9424	0,666967	1,519722	1,013605
Conta Financeira (Total)	319,594	793,135	2,481694	1	2,481694
ICR em ações	-516,835	760,0227	-1,47053	-1,61716	2,378085
ICR em TRF	-78,0617	472,7127	-6,05563	-0,24425	1,479102
Conta Financeira (Total)	319,594	793,135	2,481694	1	2,481694
OIE créd.com.forn.	-45,0542	215,7214	-4,78804	-0,14097	0,674985
OIE empréstimos e fin.	265,8691	593,8765	2,233718	0,831896	1,85822
OIE moedas e depósitos	2,9125	9,905815	3,401138	0,009113	0,030995
OIE outros passivos	-7,68235	36,53348	-4,75551	-0,02404	0,114312
Conta Financeira (Total)	319,594	793,135	2,481694	1	2,481694
OIR empréstimos e fin.	-18,9824	157,4133	-8,29261	-0,0594	0,492541
OIR moedas e depósitos	8,608768	555,5022	64,52749	0,026937	1,738148
OIR outros ativos	-466,85	322,2682	-0,6903	-1,46076	1,008366

No período 3, a subconta Moedas e Depósitos de residentes é a principal contribuinte para a volatilidade da Conta Financeira ($CV \times PM = -2,226$), pois possui um coeficiente de variação significativo ($CV = -2,653$) associado a uma elevada participação média ($PM = 0,839$).

Tabela 18: Volatilidade da Conta Financeira chilena no período 3 (T1 2003 – T2 2007), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	-471,649	1852,879	-3,928512	1	-3,92851
ICE em ações	99,62283	333,2675	3,345292	-0,21122	-0,7066
ICE em TRF	216,1526	471,257	2,180205	-0,45829	-0,99917
Conta Financeira (Total)	-471,649	1852,879	-3,928512	1	-3,92851
ICR em ações	-1066,43	834,9889	-0,78298	2,261056	-1,77036
ICR em TRF	-667,536	951,0924	-1,42478	1,415324	-2,01652
Conta Financeira (Total)	-471,649	1852,879	-3,928512	1	-3,92851
OIE créd.com.forn.	192,9994	395,3309	2,048353	-0,4092	-0,83819
OIE empréstimos e fin.	279,0648	791,3625	2,835766	-0,59168	-1,67786
OIE moedas e depósitos	0,880222	56,19101	63,83732	-0,00187	-0,11914
OIE outros passivos	-0,41176	7,332111	-17,8066	0,000873	-0,01555
Conta Financeira (Total)	-471,649	1852,879	-3,928512	1	-3,92851
OIR empréstimos e fin.	-38,9631	90,05632	-2,31133	0,08261	-0,19094
OIR moedas e depósitos	-395,835	1049,943	-2,65248	0,839258	-2,22611
OIR outros ativos	-60,1	.	.	0,127425	.

O período 4 apresenta um resultado semelhante ao do momento anterior. A subconta Moedas e Depósitos de residentes continua sendo a de maior importância ($CV \times PM = 2,182$). Todavia, diferentemente do período anterior, a média dos fluxos trimestrais foi positiva (417,114) o que evidencia uma entrada líquida de recursos (ver tabela 19).

Tabela 19: Volatilidade da Conta Financeira chilena no período 4 (T3 2007 – T1 2009), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	954,032	3173,563	3,326474	1	3,326474
ICE em ações	274,6311	287,6953	1,04757	0,287864	0,301557
ICE em TRF	-3,24076	986,4308	-304,383	-0,0034	1,03396
Conta Financeira (Total)	954,032	3173,563	3,326474	1	3,326474
ICR em ações	-2417,03	2024,664	-0,83767	-2,53349	2,122219
ICR em TRF	-849,534	1272,704	-1,49812	-0,89047	1,334027
Conta Financeira (Total)	954,032	3173,563	3,326474	1	3,326474
OIE créd.com.forn.	-254,487	2078,918	-8,16907	-0,26675	2,179087
OIE empréstimos e fin.	1567,371	1343,962	0,857463	1,642891	1,408718
OIE moedas e depósitos	19,04525	82,6395	4,339113	0,019963	0,086621
OIE outros passivos	-0,3125	6,489428	-20,7662	-0,00033	0,006802
Conta Financeira (Total)	954,032	3173,563	3,326474	1	3,326474
OIR empréstimos e fin.	-29,5876	290,5927	-9,82143	-0,03101	0,304594
OIR moedas e depósitos	417,0149	2082,018	4,992671	0,437108	2,182336
OIR outros ativos	.	.	.	.	.

3.1.5. Resumo dos resultados encontrados para os países latino-americanos

Os resultados encontrados para os países latino-americanos podem ser assim sumarizados:

Tabela 20: Resumo dos resultados encontrados para os países latino-americanos

BRASIL	
Contas voláteis: ICE (em TRF); OIE (emp. e fin.); OIR (M&D)	
Conta mais volátil por período	
Período 1 (T1 1990 - T3 1998)	ICE (em TRF)
Período 2 (T4 1998 - T4 2002)	ICE (em TRF) e OIE (emp. e fin.)
Período 3 (T1 2003 - T2 2007)	OIE (emp. e fin.)
Período 4 (T3 2007 - T1 2009)	OIE (emp. e fin.)
ARGENTINA	
Contas voláteis: ICE (em TRF); OIE (emp. e fin.); OIR (M&D, emp. e fin., e outros ativos)	
Conta mais volátil por período	
Período 1 (T1 1990 - T3 1998)	ICE (em TRF)
Período 2 (T4 1998 - T4 2002)	ICE (em ações) e OIE (emp. e fin.)
Período 3 (T1 2003 - T2 2007)	ICE (em TRF) e OIE (emp. e fin.)
Período 4 (T3 2007 - T1 2009)	ICE (em TRF) e OIR (outros ativos)
MÉXICO	
Contas voláteis: ICE (em TRF); OIE (emp. e fin.); OIR (M&D)	
Conta mais volátil por período	
Período 1 (T1 1990 - T3 1998)	ICE (em TRF) e OIE (emp. e fin.)
Período 2 (T4 1998 - T4 2002)	ICE (em TRF); OIE (emp. e fin.) e OIR (M&D)
Período 3 (T1 2003 - T2 2007)	ICE (em TRF)
Período 4 (T3 2007 - T1 2009)	OIR (M&D)
CHILE	
Contas voláteis: ICR (em ações) ; ICE (em TRF); OIE (emp. e fin.); OIR (M&D)	
Conta mais volátil por período	
Período 1 (T1 1990 - T3 1998)	OIE (emp. e fin.)
Período 2 (T4 1998 - T4 2002)	ICR (em ações)
Período 3 (T1 2003 - T2 2007)	OIR (M&D)
Período 4 (T3 2007 - T1 2009)	OIR (M&D)

Como pode ser visto na parte superior da tabela 20, as contas mais voláteis do Balanço de Pagamentos das economias da América Latina foram os Investimentos em Carteira de Estrangeiros, sobretudo as aplicações em Títulos de Renda Fixa; os Outros Investimentos de

Estrangeiros, especificamente os Empréstimos e Financiamentos; e os Outros Investimentos de Residentes, geralmente as movimentações de Moedas e Depósitos.

A parte inferior das tabelas mostra que, apesar das especificidades de cada país, a conta mais volátil para cada um dos períodos estudados é uma das subcontas apontadas acima; mais uma vez exacerbando quais subcontas são responsáveis por gerar a vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos dos países em desenvolvimento.

A única exceção do diagnóstico apontado é o caso do Chile que apresenta volatilidade expressiva também para os Investimentos em Carteira de Residentes, sobretudo para as aplicações em Ações. Uma outra particularidade da economia chilena é o fato de a volatilidade das subcontas integrantes da Conta Financeira aparecerem com maior nitidez somente a partir do final da década de 1990, quando são extintas as medidas de controles sobre fluxos especulativos.

3.2. Países asiáticos

3.2.1. Coreia do Sul

3.2.1.1. Evolução da Conta Financeira sul-coreana

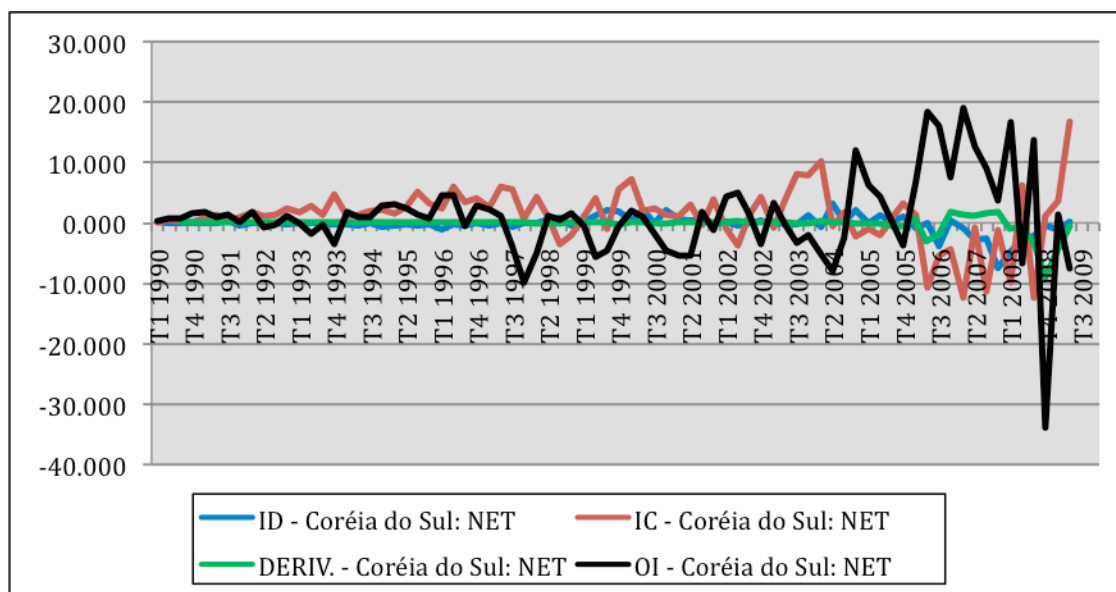
Para entender a dinâmica recente da Coreia do Sul (assim como de toda a Ásia) deve-se, antes, ao menos mencionar o contexto anterior da Guerra Fria que promoveu e camuflou o desenvolvimento da região. Os Estados Unidos, a fim de afastar a aproximação da União Soviética, exerceram um papel fundamental na promoção desse desenvolvimento. O resultado disso foi a criação de um elo de extrema dependência da economia sul-coreana em relação à norte-americana¹¹⁹.

Todavia, desde o fim da bipolaridade no final dos anos 1980 e início dos anos 1990, a relação entre os Estados Unidos e os países asiáticos vem sofrendo alterações. Desde então, renovaram-se os ataques ao estado desenvolvimentista da região e aumentou a pressão em prol de uma maior abertura e desregulamentação financeira. Mas, como já sabemos, a implementação desses dois processos traz consigo o crescente acúmulo de capitais especulativos e suas fugas nos momentos que julgam convenientes (MEDEIROS, 2001).

¹¹⁹ Para maiores detalhes sobre dependência da economia asiática em relação à norte-americana, ver Medeiros (2001).

Inicialmente, destaca-se que, desde o início dos anos 1990, as contas de maior peso no Balanço de Pagamentos da Coreia do Sul são exatamente as contas assentadas em um perfil de curto prazo, ou seja, os Investimentos em Carteira e os Outros Investimentos. Acresce que a participação e a instabilidade dessas duas contas no total da Conta Financeira apresentam tendências crescentes ao longo dos anos estudados (ver gráfico 37).

Gráfico 37: Conta Financeira da Coreia do Sul, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP *Statistics*) – elaboração própria.

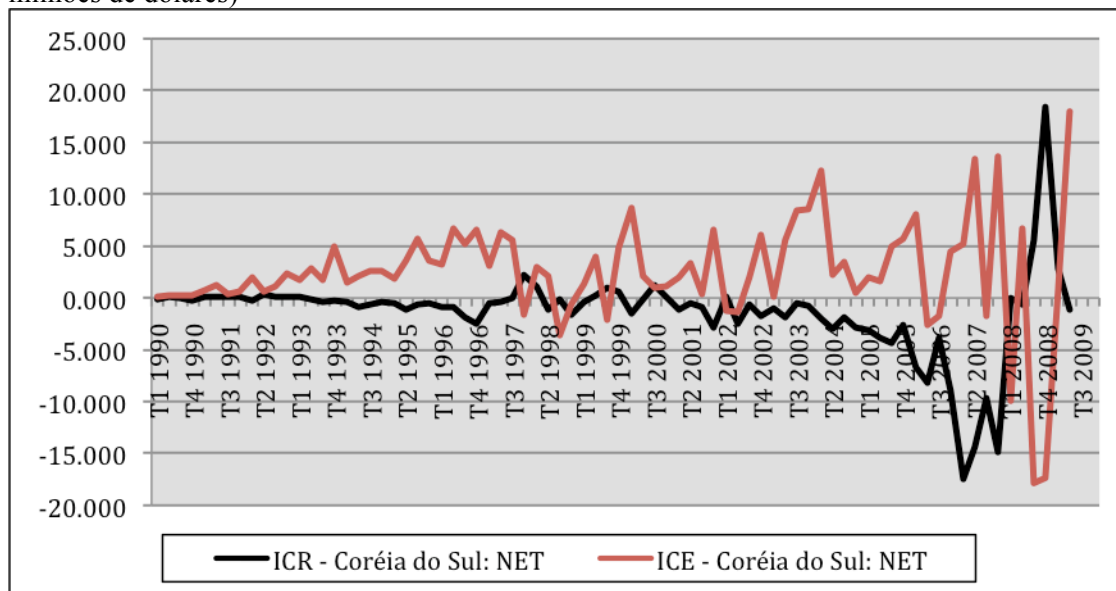
No que tange à conta Investimentos em Carteira, deve ser pontuado que, apesar do aumento dos fluxos de residentes desde 2005¹²⁰, foram as aplicações de estrangeiros as que mais contribuíram para a elevação da participação e variabilidade da conta em questão (ver gráfico 38). Cabe salientar que, apesar de a volatilidade da conta IC já estar presente no primeiro ciclo de liquidez, foi a partir da crise asiática em 1997 (que aprofundou os processos de liberalização e desregulamentação financeira) que a instabilidade se tornou mais veemente.

Mais importante que detectar o efeito da crise da Ásia e a alta volatilidade da conta ICE no período de turbulência internacional é identificar a alta variabilidade dessa conta no período posterior de liquidez mundial, que se estende de meados de 2003 ao final de 2007. Apesar da predominância de uma trajetória positiva, que significa entrada líquida de recursos, deve-se perceber que houve vários movimentos de reversão na tendência dos fluxos. Essa

¹²⁰ A dinâmica dos Investimentos em Carteira de Residentes encontra-se ilustrada no anexo II.

dinâmica volúvel torna-se absurdamente exagerada no período posterior (2008-2009) em que vigoram os efeitos da crise do *subprime*.

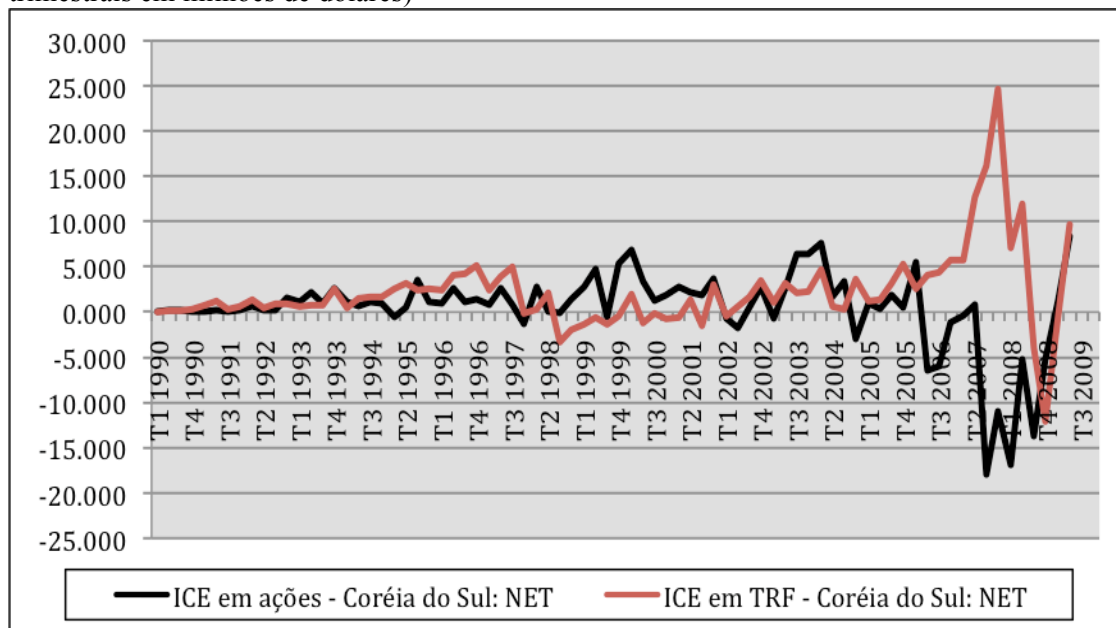
Gráfico 38: Conta Investimento em Carteira da Coreia do Sul, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

O ‘terceiro nível de abertura’ da Conta Financeira esclarece que, para a Coreia do Sul, tanto os ICE em ações quanto os ICE em TRF apresentam dinâmicas voláteis. Cabe salientar que, no final do segundo ciclo de liquidez, mais especificamente a partir do início de 2006, enquanto os ICE em TRF exibem um movimento significativo de fuga de recursos, os ICE em Ações apresentam entradas líquidas exorbitantes. Esse movimento perdura até 2008, quando os efeitos da crise norte-americana atinge as economias em desenvolvimento. Nesse momento, a dinâmica das duas contas (ICE em Ações e ICE em TRF) registram elevadas saídas líquidas de recursos (ver gráfico 39).

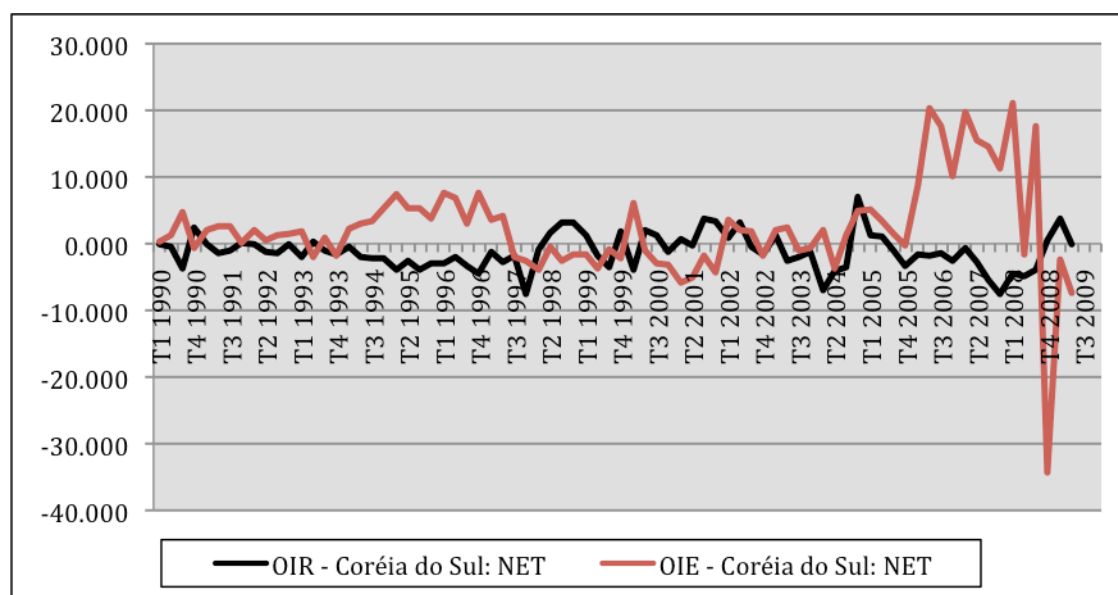
Gráfico 39: Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros da Coreia do Sul, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

No caso da conta Outros Investimentos, observa-se, pelo gráfico 40, que residentes e estrangeiros apresentam participações e performances instáveis. Ao observar o comportamento da conta OIE, constata-se que, nos períodos de liquidez mundial (1990-1998 e 2003-2007), houve uma disposição dos capitais estrangeiros em entrarem na economia sul-coreana. Diferentemente, nos períodos de turbulência (1999-2002 e 2008-2009) a tendência foi de saída de capitais. Já a conta OIR apresentou a dinâmica contrária, isto é, de fuga nos momentos de liquidez e de entrada nos momentos de instabilidade internacional. Todavia, as duas subcontas, OIE e OIR, registraram vários momentos de inversão na tendência principal dos fluxos.

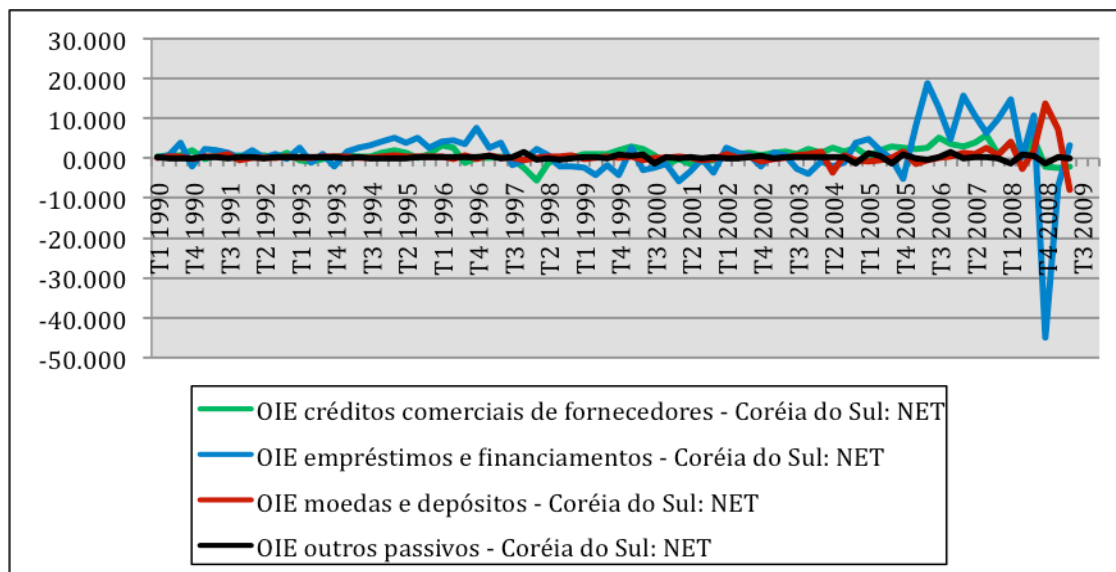
Gráfico 40: Conta Outros Investimentos da Coreia do Sul, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Detalhando-se um pouco mais a conta OIE da Coreia do Sul, é possível detectar que a subconta Empréstimos e Financiamentos foi a que mais contribuiu para a dinâmica e a volatilidade da conta. É primordial perceber que, no início do segundo ciclo de liquidez, momento que coincide com a trajetória ascendente dos juros norte-americanos, o volume de Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros à Coreia do Sul foi relativamente pequeno. A partir de 2006, quando a política monetária dos Estados Unidos muda de direção e a liquidez mundial continua farta, o volume dos Empréstimos e Financiamentos aumenta significativamente. Além disso, outro ponto a ressaltar foi a elevada contração dessa conta em 2008, após a crise do *subprime* atingir as economias emergentes.

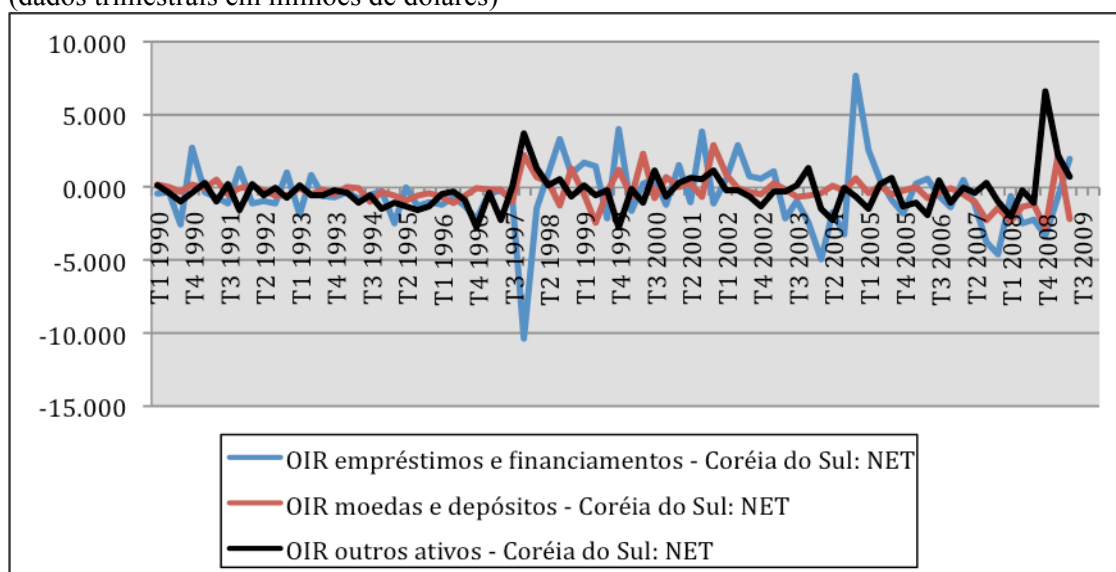
Gráfico 41: Conta Outros Investimentos de Estrangeiros da Coreia do Sul, 1990-2009
(dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Em relação à conta OIR, observa-se que as três subcontas integrantes (Empréstimos e Financiamentos, Moedas e Depósitos e Outros Ativos) apresentam níveis elevados de volatilidade nos períodos de instabilidade (1999-2002 e 2008-2009). Contudo, chama a atenção a variabilidade relevante das subcontas Empréstimos e Financiamentos e Outros Ativos no interregno 2003-2007, que foi um período de farta liquidez.

Gráfico 42: Conta Outros Investimentos de Residentes da Coreia do Sul, 1990-2009
(dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

3.2.1.2. Estudo da volatilidade da Conta Financeira sul-coreana

A tabela 20 retrata a volatilidade dos fluxos referentes ao ‘terceiro nível de abertura’ da Conta Financeira da Coreia do Sul durante o primeiro ciclo de liquidez, isto é, do início da década de 1990 até o terceiro trimestre de 1998. Durante este intervalo, percebe-se que a subconta Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros foi a que apresentou maior volatilidade ponderada ($CV \times PM = 1,121$).

Tabela 21: Volatilidade da Conta Financeira sul-coreana no período 1 (T1 1990 – T3 1998), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	2055,131	3224,703	1,569098	1	1,569098
ICE em ações	839,1765	1041,441	1,241027	0,408332	0,506751
ICE em TRF	1473,503	1680,1	1,140208	0,716987	0,817515
Conta Financeira (Total)	2055,131	3224,703	1,569098	1	1,569098
OIE créd.com.forn.	207,8657	1478,435	7,112452	0,101145	0,719387
OIE empréstimos e fin.	1736,929	2305,303	1,327229	0,845167	1,12173
OIE moedas e depósitos	22,17714	319,757	14,41831	0,010791	0,15559
OIE outros passivos	69,60571	295,4104	4,244054	0,033869	0,143743
Conta Financeira (Total)	2055,131	3224,703	1,569098	1	1,569098
OIR empréstimos e fin.	-808,857	2072,998	-2,56287	-0,39358	1,008693
OIR moedas e depósitos	-281,209	616,7684	-2,19328	-0,13683	0,300112
OIR outros ativos	-494,223	1078,501	-2,18222	-0,24048	0,524785

No período 2, que representa o intervalo de instabilidade do final dos anos 1990 e início dos anos 2000, vê-se que a sub-conta Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros foi, novamente, a principal responsável pela volatilidade da Conta Financeira sendo que, neste momento, sua variabilidade ponderada foi ainda maior que no período anterior ($CV \times PM = 2,245$)

Tabela 22: Volatilidade da Conta Financeira sul-coreana no período 2 (T4 1998 – T4 2002), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	1081,032	3504,032	3,241376	1	3,241376
ICE em ações	2184,712	2227,851	1,019746	2,02095	2,060856
ICE em TRF	24,98824	1623,196	64,95842	0,023115	1,501525
Conta Financeira (Total)	1081,032	3504,032	3,241376	1	3,241376
OIE créd.com.forn.	535,2118	1218,887	2,277392	0,495093	1,127521
OIE empréstimos e fin.	-1873,06	2427,546	-1,29603	-1,73266	2,245582
OIE moedas e depósitos	-122,994	464,7297	-3,77847	-0,11377	0,429894
OIE outros passivos	54,02942	432,2425	8,000132	0,049979	0,399842
Conta Financeira (Total)	1081,032	3504,032	3,241376	1	3,241376
OIR empréstimos e fin.	667,1294	1806,817	2,708346	0,617123	1,671381
OIR moedas e depósitos	150,3706	1267,875	8,431671	0,139099	1,172838
OIR outros ativos	-285,535	932,1505	-3,26457	-0,26413	0,862278

No período 3, que trata de um momento de elevada liquidez mundial, vê-se mais uma vez que a subconta Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros foi a de maior importância no estudo da volatilidade, $CV \times PM = 1,787$.

Tabela 23: Volatilidade da Conta Financeira sul-coreana no período 3 (T1 2003 – T2 2007), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	3870,996	4017,679	1,037893	1	1,037893
ICE em ações	1056,889	3927,427	3,716027	0,273028	1,014578
ICE em TRF	3486,162	2864,447	0,821662	0,900585	0,739977
Conta Financeira (Total)	3870,996	4017,679	1,037893	1	1,037893
OIE créd.com.forn.	2329,694	1053,757	0,452316	0,601833	0,272219
OIE empréstimos e fin.	3633,983	6919,855	1,904206	0,938772	1,787616
OIE moedas e depósitos	-159,911	1290,608	-8,07078	-0,04131	0,333405
OIE outros passivos	178,1833	558,298	3,133279	0,04603	0,144226
Conta Financeira (Total)	3870,996	4017,679	1,037893	1	1,037893
OIR empréstimos e fin.	-482,911	2671,895	-5,53289	-0,12475	0,690235
OIR moedas e depósitos	-313,35	395,9038	-1,26346	-0,08095	0,102274
OIR outros ativos	-575,389	943,7197	-1,64014	-0,14864	0,243792

Na tabela 23, chama a atenção a explosão da volatilidade dos Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros. O coeficiente de variação sai de um valor em torno de 1,904 no período anterior e atinge -19,023 no período 4. Cabe observar que os altos valores das

volatilidades citadas indicam o quanto a economia sul-coreana foi afetada pela recente turbulência mundial.

A elevada variabilidade dos Empréstimos e Financiamentos fez com que, mesmo com participação média relativamente baixa ($PM = 0,156$), essa subconta apresentasse o nível de instabilidade mais significativo do período, $CV \times PM = -2,984$. O valor negativo indica a dinâmica dos fluxos trimestrais desse intervalo, marcados por uma tendência de fuga de recursos.

Tabela 24: Volatilidade da Conta Financeira sul-coreana no período 4 (T3 2007 – T1 2009), 3º nível de abertura

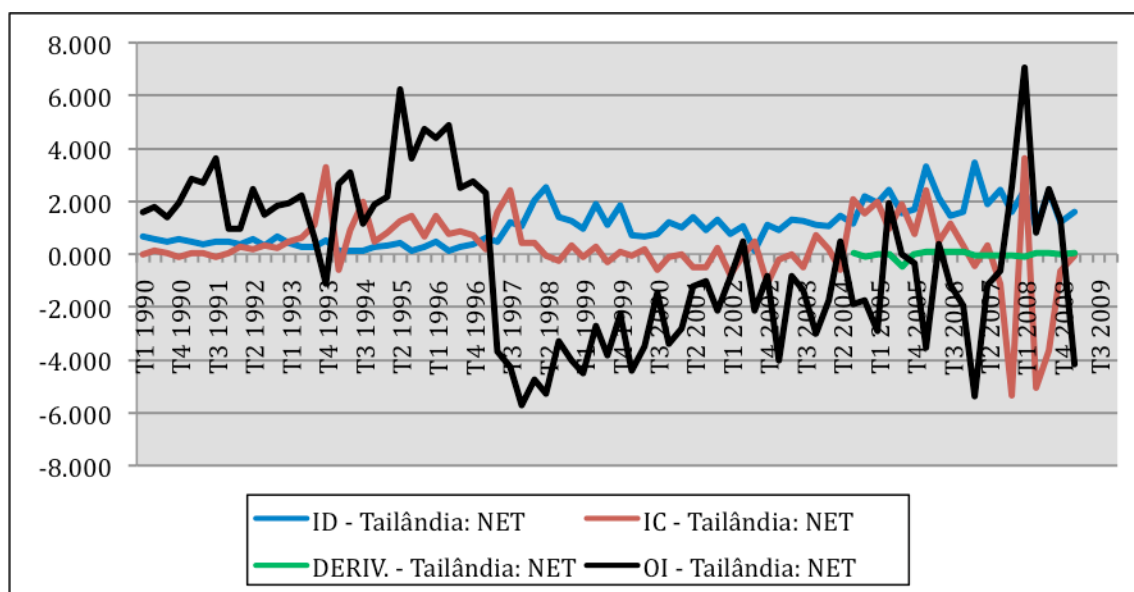
Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	-6372,025	15210,550	-2,387083	1	-2,38708
ICE em ações	-7574,4	9164,771	-1,20997	1,188696	-1,43828
ICE em TRF	6587,912	11756,83	1,784606	-1,03388	-1,84507
Conta Financeira (Total)	-6372,025	15210,550	-2,387083	1	-2,38708
OIE créd.com.forn.	1082,3	3347,696	3,093132	-0,16985	-0,52537
OIE empréstimos e fin.	-999,8	19020,03	-19,0238	0,156905	-2,98493
OIE moedas e depósitos	2334,875	6432,207	2,75484	-0,36643	-1,00944
OIE outros passivos	-116,213	698,9229	-6,01418	0,018238	-0,10969
Conta Financeira (Total)	-6372,025	15210,550	-2,387083	1	-2,38708
OIR empréstimos e fin.	-1984,16	2110,571	-1,06371	0,311387	-0,33122
OIR moedas e depósitos	-1468,26	1592,655	-1,08472	0,230423	-0,24994
OIR outros ativos	655,8	2707,452	4,128472	-0,10292	-0,4249

3.2.2. Tailândia

3.2.2.1. Evolução da Conta Financeira tailandesa

No início do primeiro ciclo de liquidez, a Tailândia começa a apresentar sinais de superaquecimento. Na tentativa de conter as pressões inflacionárias, a autoridade monetária inicia a implementação de políticas mais restritivas. Vale lembrar que, no início dos anos 1990, a economia tailandesa já havia relaxado o processo regulatório, e que o aumento dos juros domésticos aconteceu em um cenário marcado pela trajetória descendente dos juros norte-americanos e pelo excesso de liquidez mundial. Como não poderia ser diferente, os incentivos para arbitragem com juros provocaram influxos de capitais.

Gráfico 43: Conta Financeira da Tailândia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP *Statistics*) – elaboração própria.

A análise do gráfico 43 deixa claro que, no primeiro ciclo de liquidez, a entrada de recursos ocorre pelas contas Investimentos em Carteira e, principalmente, pelos Outros Investimentos, sobretudo na forma de empréstimos bancários.

Durante os anos de 1995 a 1997, a Tailândia tentou limitar os influxos de capitais de curto prazo. Contudo, a ausência de controles sobre a saída de recursos fez o país experimentar uma reversão abrupta dos fluxos. Neste momento, ocorreu uma pronunciada fuga de capitais pelas contas IC e, especialmente, pela conta OI. Como está explícito no gráfico 43, no primeiro semestre de 1997 a conta OI despenca severamente em um curtíssimo espaço de tempo.

A evasão dos capitais voláteis tornou o regime de taxa de câmbio administrada, vigente desde 1984, insustentável. Em maio de 1997, a Tailândia começa a experimentar um ataque contra sua moeda nacional (o *baht* tailandês). As intensas ondas especulativas e as profundas fugas de capitais provocaram o colapso dos preços dos ativos domésticos e do câmbio. Em 2 de julho de 1997, o país anuncia a adoção de um regime cambial flexível e, imediatamente, a moeda nacional sofre uma desvalorização de 15%.

Medeiros (2001) expõe que, devido ao alto endividamento de curto prazo do sistema bancário, o colapso do câmbio e dos ativos levou a uma grave crise financeira e a um elevado *credit crunch* (escassez de crédito). Somente em 1997, depois da ocorrência da severa crise, a Tailândia adota controles sobre as saídas de capitais para tentar evitar os ataques

especulativos contra o *baht*. No entanto, além de esses controles terem sido mal sucedidos¹²¹, tiveram vida curta e duraram apenas até 1998.

Apesar do fim dos controles de capitais, os efeitos da severa crise dificultaram os influxos de recursos. Esses, voltaram a registrar entradas líquidas somente na segunda metade dos anos 2000, quando havia um ambiente de liquidez internacional, de redução na taxa de juros dos Estados Unidos e de melhora nos indicadores da economia tailandesa. Inicialmente as entradas líquidas ocorreram através dos IC. Somente no final de 2007 os OI apresentam um resultado líquido positivo. Mas, em 2008, os efeitos da crise do *subprime* alteram essa dinâmica e, novamente, ocorre uma pronunciada fuga dos capitais de curto prazo.

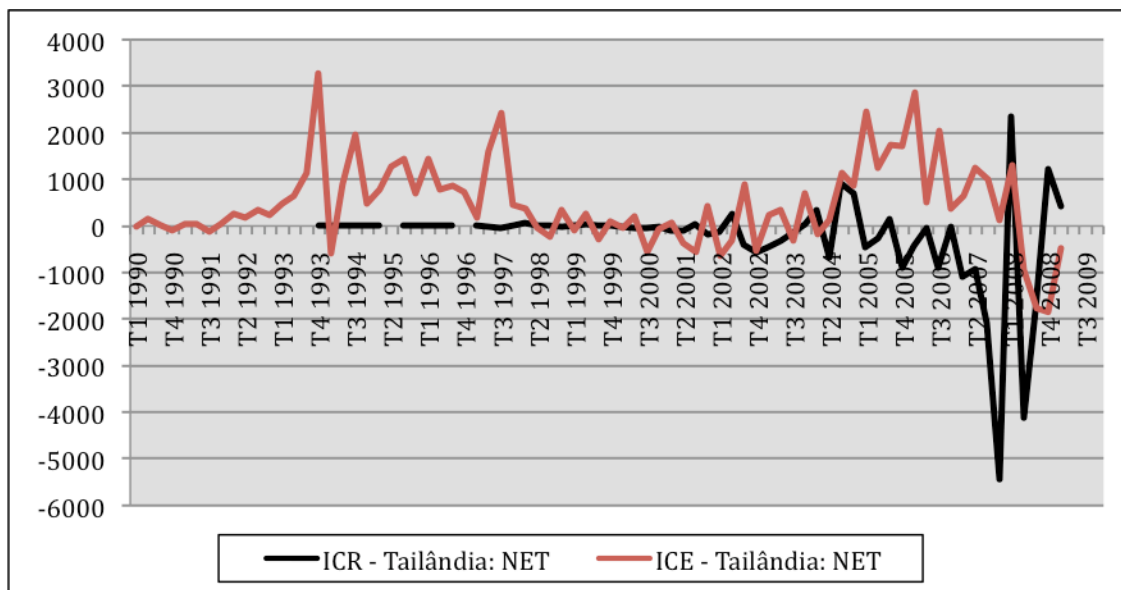
O estudo do segundo nível de abertura da Conta Financeira tailandesa chama a atenção em dois aspectos. Um deles é que, até meados dos anos 2000, os residentes não exercem praticamente nenhuma influência sobre a conta IC, foram os estrangeiros os responsáveis pela dinâmica dessa conta (ver gráfico 44).

Um outro ponto a destacar é a volatilidade presente durante o período em que vigoram medidas sobre os fluxos de capitais (1995-97 para entrada e 1997-98 para saída). A variabilidade da conta ICE no período de controle sobre os fluxos não é desprezível. Isso deixa clara a ineficácia das medidas adotadas pela Tailândia.

Além disso, deve-se mencionar também os severos efeitos da crise asiática. O período posterior à crise foi marcado pela relutância dos investidores estrangeiros em entrar na economia tailandesa. De 1998 a 2001, a participação dos IC no total da Conta Financeira nacional cai sensivelmente (ver gráfico 44).

¹²¹ A imposição de medidas de controle sobre os fluxos de capitais, em 1997, criou um mercado de câmbio duplo, segmentado em *offshore* e *onshore*. O *spread* entre esses dois mercados criou oportunidades de ganhos de arbitragem e de mecanismos para driblar os controles. Portanto, na Tailândia, não se conseguiu evitar a saída de capitais por canais alternativos (para maiores detalhes, ver OREIRO *et al.*, 2003).

Gráfico 44: Conta Investimento em Carteira da Tailândia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)

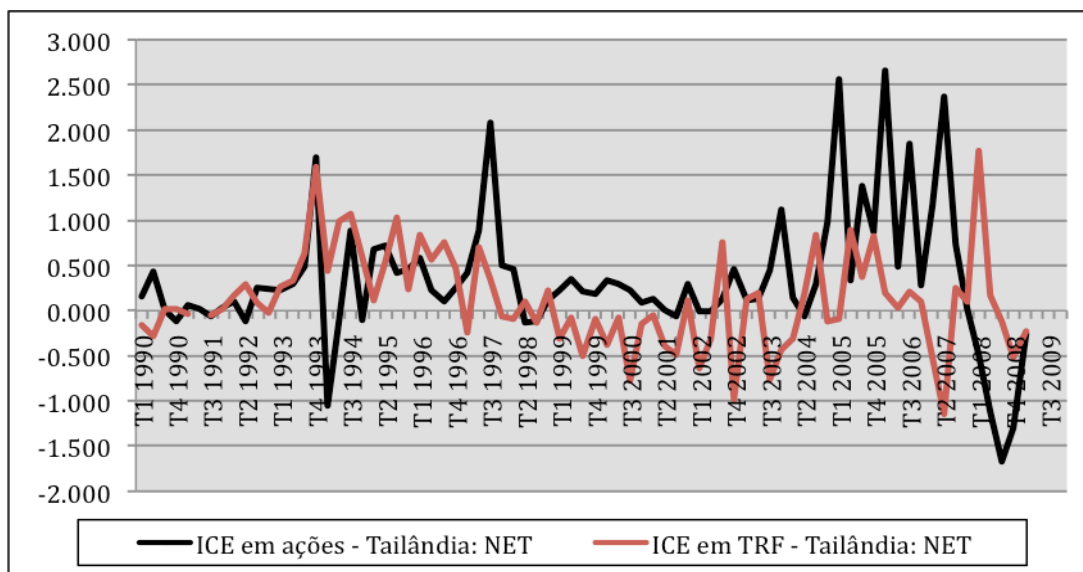


Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Uma análise mais minuciosa mostra que no período de turbulência ocorrido no final dos anos 1990 e início dos anos 2000, enquanto os ICE em ações apresentaram um influxo pequeno, porém positivo, os ICE em TRF exibiram uma trajetória negativa (indicando fuga) e bastante volátil. O gráfico 45 também mostra que o redirecionamento dos capitais internacionais para a Tailândia até o final do segundo ciclo de liquidez, aconteceu, predominantemente, na forma de aplicações em títulos de renda variável, ou seja, em ações. Entretanto, a recente crise financeira altera essa dinâmica.

Assim como a maior entrada dos ICE em ações vis-à-vis aos TRF no segundo ciclo de liquidez, no período seguinte de redução da liquidez, a gigantesca fuga também foi maior para os primeiros. Em 2008 é registrado o maior volume de saída de capitais pela conta ICE em ações.

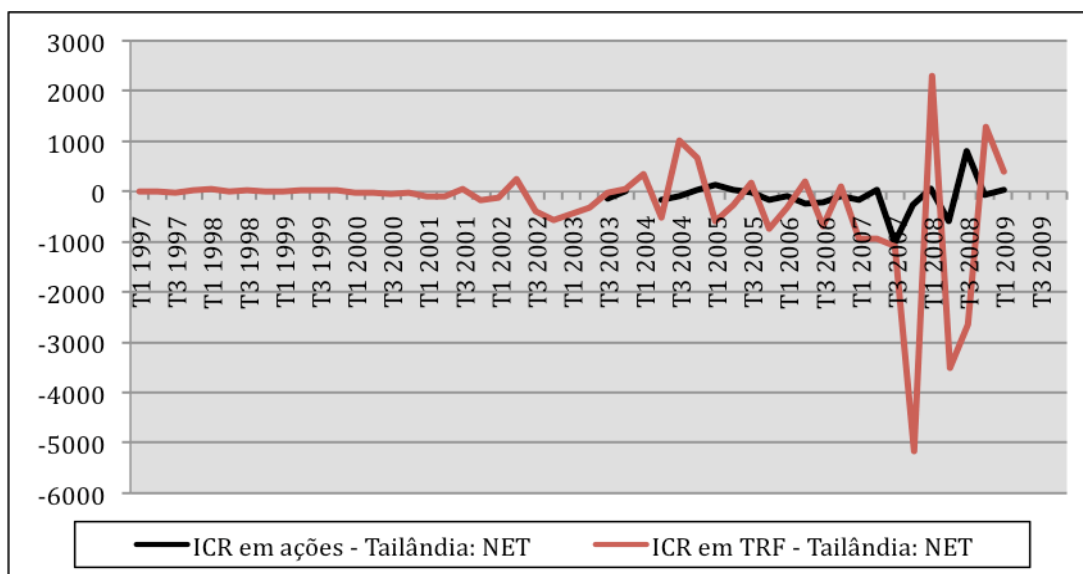
Gráfico 45: Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros da Tailândia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Antes de encerrar a análise da conta Investimentos em Carteira da Tailândia, vale a pena citar que a dinâmica da conta de residentes foi profundamente afetada pela crise do *subprime*. Desde o final de 2007 a conta ICR (especificamente em TRF) aumentou significativamente seu peso e volatilidade (ver gráfico 46).

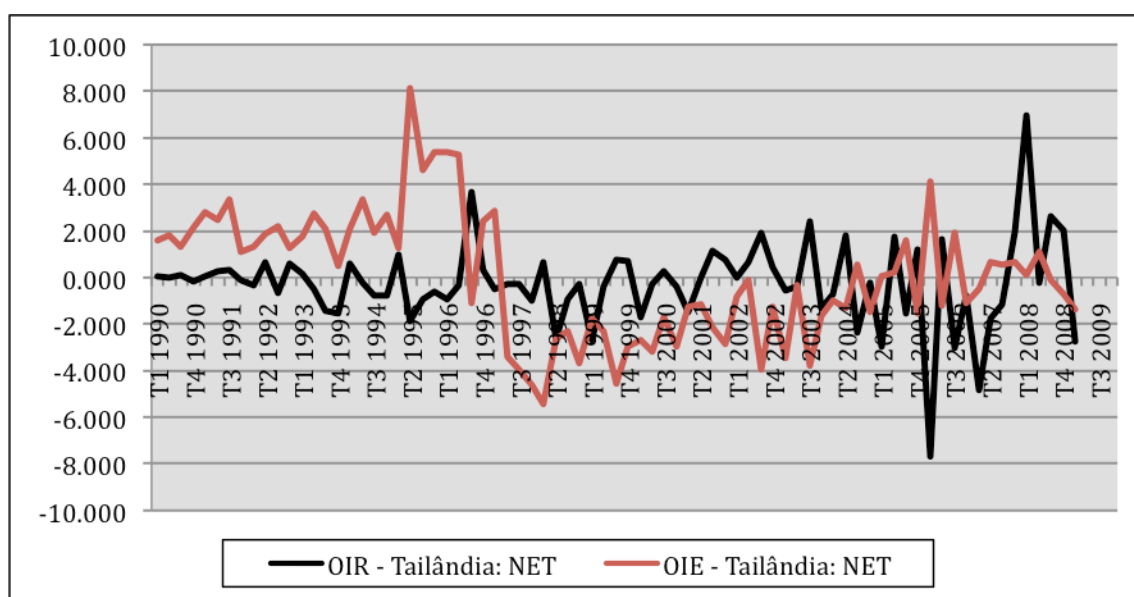
Gráfico 46: Conta Investimento em Carteira de Residentes da Tailândia, 1990-2009 (dados trimestrais em bilhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

No que se refere à conta Outros Investimento, deve-se ressaltar, desde já, sua elevada instabilidade, verificada tanto na dinâmica de residentes quanto na de estrangeiros. Vale salientar que a volatilidade acontece inclusive nos momentos em que estiveram presentes os controles de capitais, evidenciando, mais uma vez, a ineficácia destes para o caso da Tailândia (ver gráfico 47).

Gráfico 47: Conta Outros Investimentos da Tailândia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



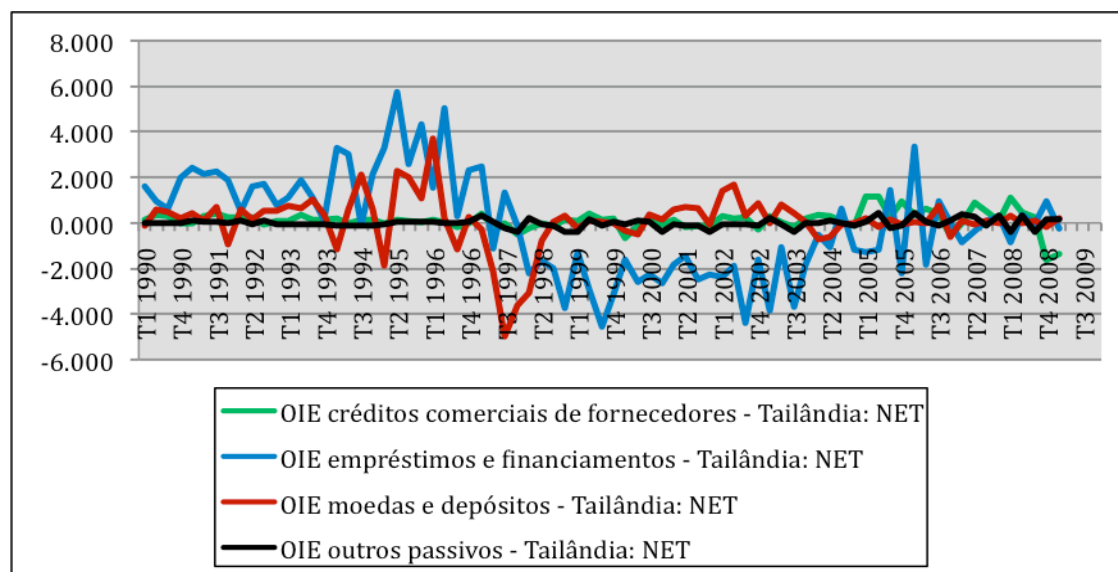
Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Em relação à conta Outros Investimentos de Estrangeiros, constata-se que, para todo período estudado, a subconta Empréstimos e Financiamentos foi a de maior peso e volatilidade¹²². Quando se levam em consideração os ciclos de liquidez, verifica-se que, no primeiro ciclo, houve uma entrada maciça de recursos, o que evidencia o elevado endividamento da economia tailandesa para com os bancos internacionais (ver gráfico 48).

Em 1997 ocorre uma inversão na tendência principal dos fluxos. Os efeitos da crise asiática gera uma contração dos empréstimos internacionais à Tailândia. A análise do gráfico 48 exhibe que a subconta Empréstimos e Financiamentos (de estrangeiros) apresentam resultado líquido negativo do início de 1997 até o final de 2005. Desde de 2006 verifica-se uma menor participação dessa subconta no Balanço de Pagamentos tailandês.

¹²² Apesar da importância secundária, vale citar a volatilidade da conta Moeda e Depósitos no interregno 1995-1997, momento em que acontecem medidas de controles sobre os fluxos, o ataque contra a *baht* tailandês e a adoção do regime de câmbio flutuante. Desde então, a trajetória dessa conta tem apresentado uma participação pequena e uma dinâmica relativamente estável.

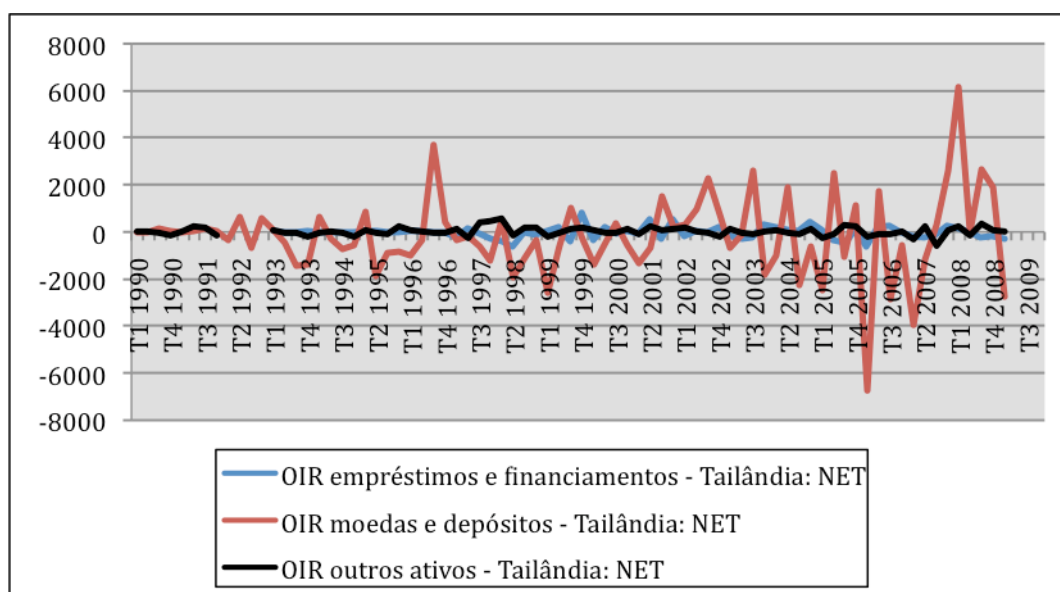
Gráfico 48: Conta Outros Investimentos de Estrangeiros da Tailândia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Para a conta Outros investimentos de Residentes da Tailândia, a subconta Moedas e Depósitos foi a única que apresentou peso e instabilidade expressivos. É importante ressaltar que a elevada volatilidade dessa conta aconteceu não só nos períodos de turbulência, mas, inclusive, no interregno 2003-2007, caracterizado pela abundância de liquidez mundial.

Gráfico 49: Conta Outros Investimentos de Residentes da Tailândia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

3.2.2.2. Estudo da volatilidade da Conta Financeira tailandesa

O estudo da volatilidade dos fluxos financeiros para a Tailândia mostra que a subconta Empréstimos e Financiamentos foi a principal responsável pela instabilidade da Conta Financeira no período 1, com uma volatilidade ponderada de 0,750.

Tabela 25: Volatilidade da Conta Financeira tailandesa no período 1 (T1 1990 – T3 1998), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	2369,991	2621,843	1,106267	1	1,106267
ICE em ações	304,2126	536,4633	1,763449	0,12836	0,226357
ICE em TRF	314,9015	440,1808	1,397836	0,13287	0,185731
Conta Financeira (Total)	2369,991	2621,843	1,106267	1	1,106267
OIE créd.com.forn.	39,75772	194,8507	4,900952	0,016775	0,082216
OIE empréstimos e fin.	1477,263	1779,051	1,204289	0,62332	0,750658
OIE moedas e depósitos	-24,6799	1654,521	-67,0391	-0,01041	0,698113
OIE outros passivos	-31,2471	116,6137	-3,73199	-0,01318	0,049204
Conta Financeira (Total)	2369,991	2621,843	1,106267	1	1,106267
OIR empréstimos e fin.	-71,8813	164,4776	-2,28818	-0,03033	0,0694
OIR moedas e depósitos	-256,303	978,9666	-3,81957	-0,10815	0,413068
OIR outros ativos	24,18161	192,3411	7,954022	0,010203	0,081157

O resultado do estudo da volatilidade para o período 2 mostra uma mudança de performance. Nesta fase, a subconta Moedas e Depósitos, foi a maior responsável pela instabilidade da Conta Financeira, $CV \times PM = -0,765$. Deve-se notar o quanto sua variabilidade cresce no final dos anos 1990 e início dos anos 2000. A volatilidade dessa subconta aumenta substancialmente e atinge o nível de -20,088.

Tabela 26: Volatilidade da Conta Financeira tailandesa no período 2 (T4 1998 – T4 2002), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	-1528,131	1374,187	-0,899260	1	-0,89926
ICE em ações	167,0508	145,2629	0,869573	-0,10932	-0,09506
ICE em TRF	-259,187	406,8402	-1,56968	0,169611	-0,26623
Conta Financeira (Total)	-1528,131	1374,187	-0,899260	1	-0,89926
OIE créd.com.forn.	-23,866	262,3264	-10,9916	0,015618	-0,17166
OIE empréstimos e fin.	-2553,18	968,0248	-0,37915	1,670784	-0,63347
OIE moedas e depósitos	335,9296	576,101	1,714945	-0,21983	-0,377
OIE outros passivos	-109,551	144,1714	-1,31602	0,07169	-0,09434
Conta Financeira (Total)	-1528,131	1374,187	-0,899260	1	-0,89926
OIR empréstimos e fin.	48,10782	330,9232	6,878781	-0,03148	-0,21655
OIR moedas e depósitos	-58,215	1169,441	-20,0883	0,038096	-0,76528
OIR outros ativos	24,86559	128,8574	5,182159	-0,01627	-0,08432

No período 3, que se refere ao segundo ciclo de liquidez mundial, a subconta Moedas e Depósitos continua apresentando os movimentos mais significativos de instabilidade ($CV \times PM = 2,829$). O alto peso desta subconta neste período produz uma volatilidade ponderada maior que a do intervalo anterior, de instabilidade internacional.

Tabela 27: Volatilidade da Conta Financeira tailandesa no período 3 (T1 2003 – T2 2007), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	836,342	2050,711	2,452000	1	2,452
ICE em ações	944,0964	887,247	0,939784	1,12884	1,060866
ICE em TRF	18,61405	540,5979	29,04247	0,022257	0,646384
Conta Financeira (Total)	836,342	2050,711	2,452000	1	2,452
OIE créd.com.forn.	309,2302	478,9439	1,548827	0,369741	0,572665
OIE empréstimos e fin.	-836,971	1730,243	-2,06727	-1,00075	2,068822
OIE moedas e depósitos	-6,66806	407,6651	-61,137	-0,00797	0,487438
OIE outros passivos	46,97806	207,9993	4,427584	0,056171	0,248701
Conta Financeira (Total)	836,342	2050,711	2,452000	1	2,452
OIR empréstimos e fin.	-53,6103	280,9993	-5,24151	-0,0641	0,335986
OIR moedas e depósitos	-870,543	2366,465	-2,71838	-1,04089	2,829541
OIR outros ativos	-26,0853	165,6367	-6,34982	-0,03119	0,198049

O período 4 apresenta um resultado bastante similar à da fase anterior, a subconta Moedas e Depósitos é a principal responsável pela variabilidade da Conta Financeira tailandesa, $CV \times PM = 2,131$.

Tabela 28: Volatilidade da Conta Financeira tailandesa no período 4 (T3 2007 – T1 2009), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	1303,983	5498,691	4,216843	1	4,216843
ICE em ações	-587,002	835,876	-1,42398	-0,45016	0,641018
ICE em TRF	186,9717	746,1612	3,99077	0,143385	0,572217
Conta Financeira (Total)	1303,983	5498,691	4,216843	1	4,216843
OIE créd.com.forn.	-112,379	1022,275	-9,09667	-0,08618	0,783964
OIE empréstimos e fin.	47,27271	552,3252	11,68381	0,036253	0,423568
OIE moedas e depósitos	56,23429	149,8576	2,66488	0,043125	0,114923
OIE outros passivos	3,243997	303,7191	93,62498	0,002488	0,232917
Conta Financeira (Total)	1303,983	5498,691	4,216843	1	4,216843
OIR empréstimos e fin.	-73,4004	196,3346	-2,67484	-0,05629	0,150565
OIR moedas e depósitos	1532,333	2779,093	1,813635	1,175117	2,131234
OIR outros ativos	-11,7197	298,3011	-25,4529	-0,00899	0,228762

3.2.3. Índia

3.2.3.1. *Evolução da Conta Financeira indiana*

A Índia vem se destacando no cenário internacional desde o início dos anos 1990 pelo seu forte crescimento econômico fruto das importantes reformas implementadas naquela década. Mas, desde já, é importante destacar que, diferentemente da maioria dos países em desenvolvimento, a economia indiana não era adepta das medidas neoliberais propugnadas pelo Consenso de Washington.

Uma das maiores evidências disso foi a adoção, no início da década de 1990, de normas para controlar os fluxos de capitais. Em contraste ao caso da Tailândia, as medidas de controle na Índia foram duradouras e extensivas, apresentando resultados eficazes. Os controles permitiram à economia indiana passar pelas crises financeiras do final da década de 1990 e início dos anos 2000 relativamente incólume, sem grandes problemas para a economia doméstica.

Um dos fatores primordiais para a ausência de contágio foi a presença de controles de capitais tanto para a entrada quanto para a saída. No que diz respeito aos primeiros, os controles dificultaram influxos excessivos de capitais especulativos nos momentos de liquidez internacional. Em relação aos segundos, os controles impediam a ‘fuga para a qualidade’ presente nos momentos de turbulência mundial.

No que se refere aos processos de liberalização e desregulamentação da economia indiana, é importante enfatizar que tais processos têm acontecido de maneira bem lenta e gradual¹²³. Em meados da década de 1990, iniciam-se os primeiros passos; na crise asiática (apesar de não ter sido diretamente afetada por ela), esses processos começam a ganhar formas mais definidas; a partir de 2002 e principalmente de 2004, a economia indiana começa a apresentar sinais de uma maior abertura financeira¹²⁴.

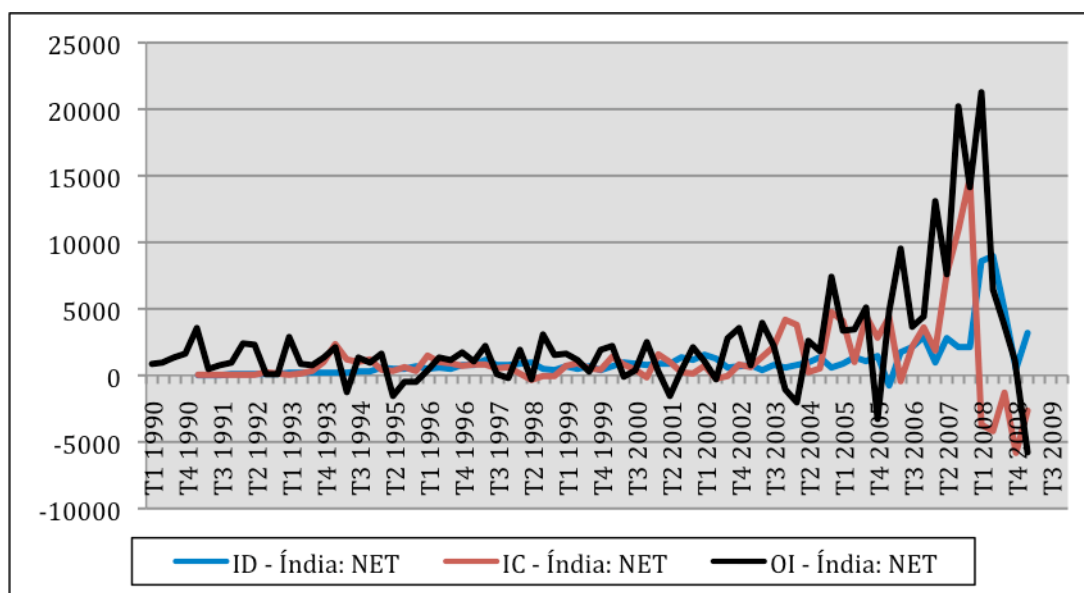
Essa dinâmica fica clara no gráfico 50. Como se pode observar, até 2002 as contas ID, IC e OI apresentavam um peso relativamente pequeno no Balanço de Pagamentos da Índia, sendo que dessas três contas somente os OI apresentavam sinais de volatilidade. Porém, a

¹²³ Para maiores detalhes sobre a liberalização financeira da economia indiana, ver Bastos *et al.* (2006).

¹²⁴ Apesar da maior abertura financeira da Índia nos dias atuais, vale lembrar que o país ainda apresenta restrições significativas sobre os fluxos de capitais, predominando os controles de natureza quantitativa, principalmente sobre os fluxos de saída (MUNHOZ, 2010: 156).

partir de 2002, e especialmente de 2004, as contas financeiras aumentam demasiadamente sua participação e sua instabilidade.

Gráfico 50: Conta Financeira da Índia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



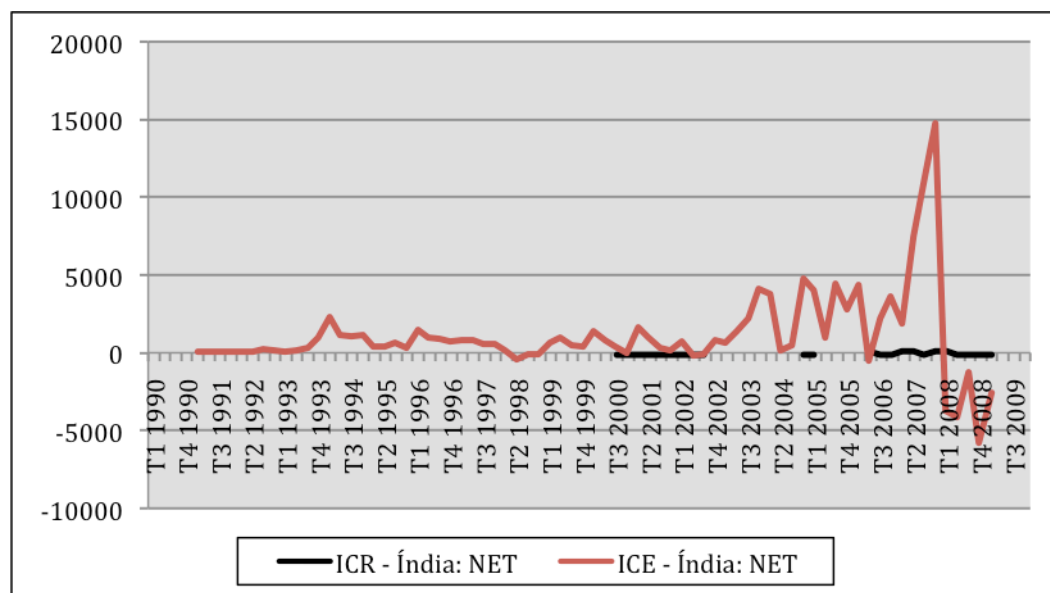
Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Como dito, a presença de medidas de controles sobre as entradas e saídas de capitais fez com que, na Índia, não ocorresse nem entradas excessivas de capitais de curto prazo no primeiro ciclo de liquidez, nem saídas abruptas de recursos no período de instabilidade 1999-2002.

Cabe destacar que, no segundo ciclo de liquidez, o processo de abertura financeira já tinha ganhado espaço na Índia e, por isso, as contas IC e OI começam apresentar um maior peso e variabilidade.

No que tange a conta IC, o gráfico 51 exhibe que, na segunda fase de liquidez (2003-2007), ocorreu uma maciça entrada de capitais estrangeiros, principalmente após o movimento descendente dos juros norte-americanos no segundo semestre de 2006. Da mesma forma que esses capitais externos entraram muito rápido em 2006, eles saíram repentinamente a partir de 2007, quando a escassez de liquidez atingiu os mercados. Em 2008, a Índia registra movimentos de recursos líquidos negativos para a conta ICE.

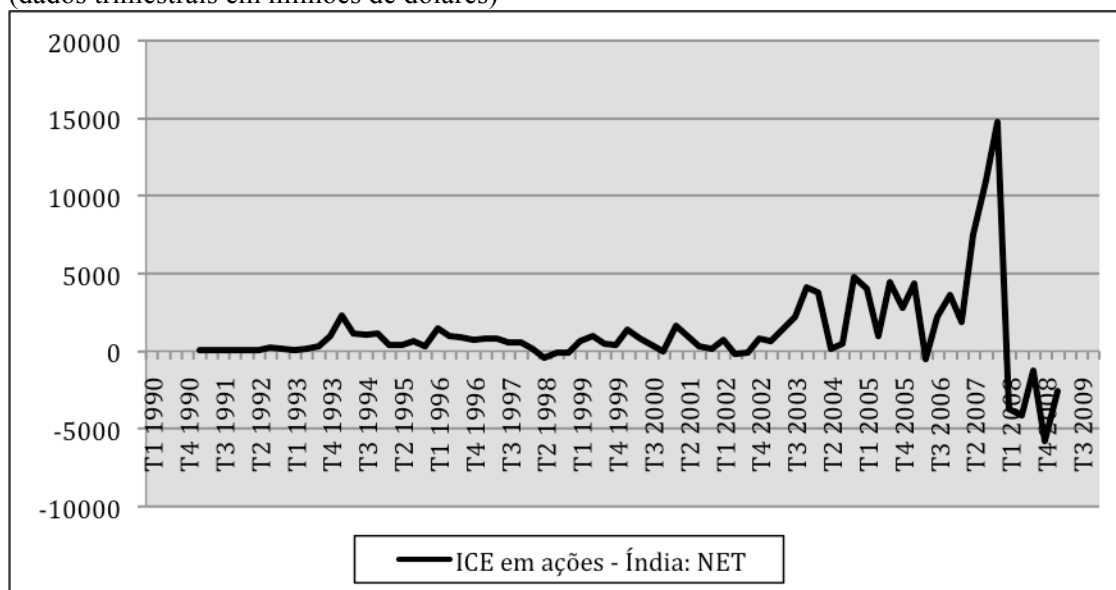
Gráfico 51: Conta Investimento em Carteira da Índia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

O ‘terceiro nível de abertura’ da Conta Financeira esclarece que a dinâmica citada anteriormente sobre a conta ICE derivou-se dos investimentos de estrangeiros em ações indianas, e não de aplicações em títulos de renda fixa (ver gráfico 52).

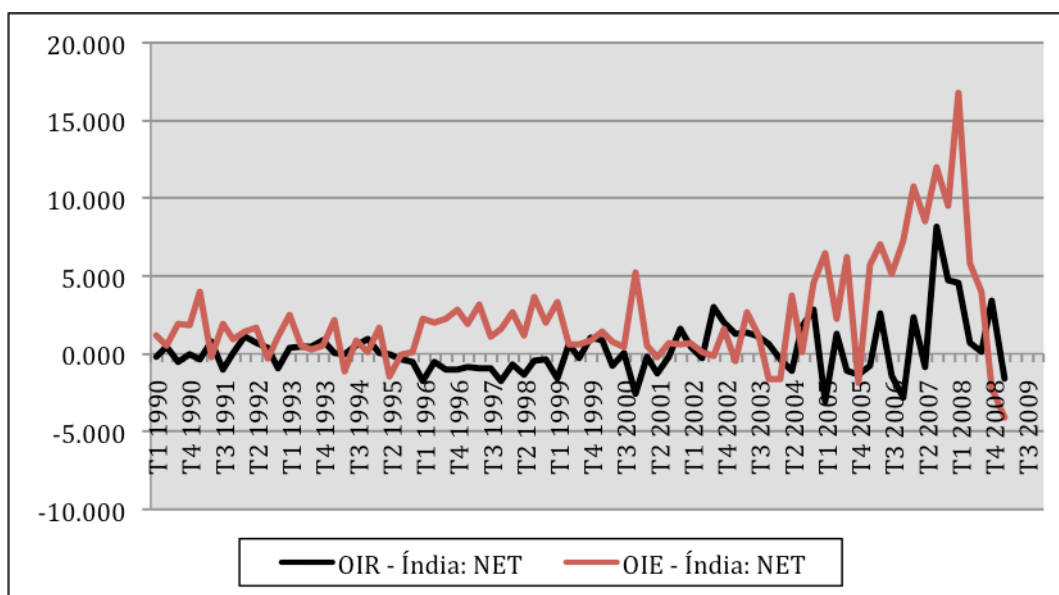
Gráfico 52: Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros da Índia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Assim como para os IC, a conta Outros Investimentos no primeiro ciclo de liquidez e no período de turbulência 1999-2002 apresenta participações relativamente pequenas quando comparadas ao período posterior (segunda fase de liquidez), que coincide com o momento em que estrangeiros e residentes possuem maiores liberdades para entrarem e saírem do país.

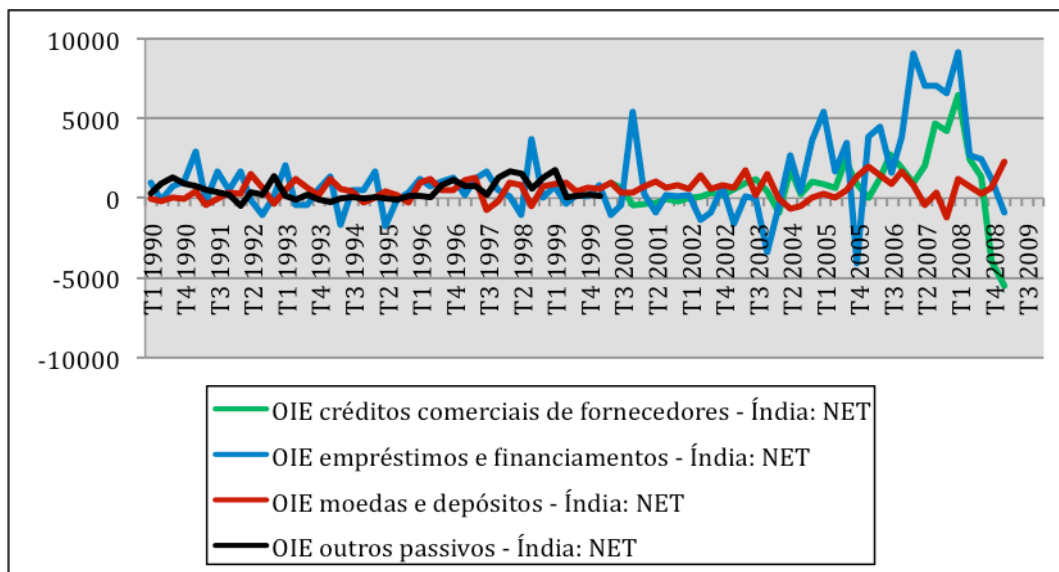
Gráfico 53: Conta Outros Investimentos da Índia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Da mesma forma que os outros países estudados neste trabalho, a subconta Empréstimos e Financiamentos foi a que apresentou maior instabilidade na dinâmica dos OIE para todo o período estudado (ver gráfico 54).

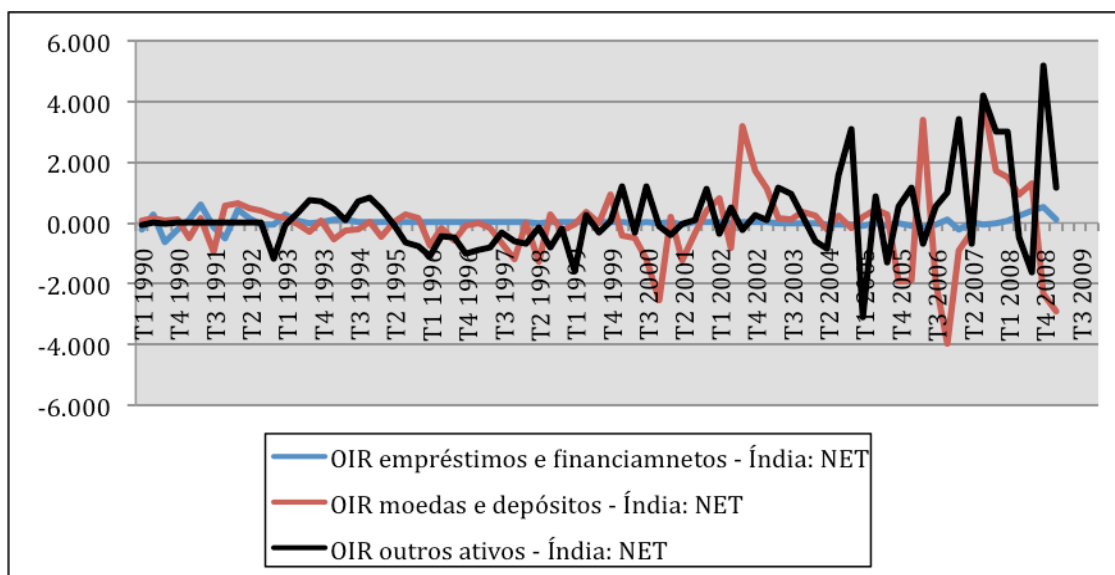
Gráfico 54: Conta Outros Investimentos de Estrangeiros da Índia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Para a conta OIR, as subcontas Moedas e Depósitos e Outros Ativos são as que apresentam volatilidades mais expressivas. Vale enfatizar a crescente variabilidade dessas duas subcontas desde 2004, momento em que os controles de capitais indianos sofrem um afrouxamento maior.

Gráfico 55: Conta Outros Investimentos de Residentes da Índia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

3.2.3.2. Estudo da volatilidade da Conta Financeira indiana

No caso da Índia, a subconta Empréstimos e Financiamentos registrou a maior instabilidade ponderada do período 1, $CV \times PM = 0,657$.

Tabela 29: Volatilidade da Conta Financeira indiana no período 1 (T1 1990 – T3 1998), 3º nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	1748,617	1273,358	0,728209	1	0,728209
ICE em ações	477,4602	560,7738	1,174493	0,27305	0,320696
Conta Financeira (Total)	1748,617	1273,358	0,728209	1	0,728209
OIE créd.com.forn.	.	.	.	.	.
OIE empréstimos e fin.	571,3899	1149,529	2,011811	0,326767	0,657393
OIE moedas e depósitos	325,8747	576,2198	1,768225	0,186361	0,329529
OIE outros passivos	404,8619	546,7949	1,350571	0,231533	0,312701
Conta Financeira (Total)	1748,617	1273,358	0,728209	1	0,728209
OIR empréstimos e fin.	1,935744	214,6535	110,8894	0,001107	0,122756
OIR moedas e depósitos	-140,828	462,3708	-3,28323	-0,08054	0,264421
OIR outros ativos	-172,395	541,6442	-3,14189	-0,09859	0,309756

O resultado do estudo da volatilidade para o período 2 foi bastante parecido ao do intervalo anterior. Os Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros continuam sendo os que mais contribuem para a variabilidade da Conta Financeira indiana com um nível de instabilidade ponderada de 0,611.

Tabela 30: Volatilidade da Conta Financeira indiana no período 2 (T4 1998 – T4 2002), 3º nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	2425,522	1221,515	0,503609	1	0,503609
ICE em ações	1037,281	1320,169	1,272721	0,427653	0,544283
Conta Financeira (Total)	2425,522	1221,515	0,503609	1	0,503609
OIE créd.com.forn.	19,136	419,5319	21,9237	0,007889	0,172966
OIE empréstimos e fin.	189,7666	1483,909	7,819656	0,078237	0,61179
OIE moedas e depósitos	699,3992	279,0342	0,398963	0,28835	0,115041
OIE outros passivos	554,603	753,6956	1,358982	0,228653	0,310735
Conta Financeira (Total)	2425,522	1221,515	0,503609	1	0,503609
OIR empréstimos e fin.	-1,87477	19,88054	-10,6043	-0,00077	0,008196
OIR moedas e depósitos	-156,208	940,782	-6,02261	-0,0644	0,387868
OIR outros ativos	-171,448	663,6144	-3,87065	-0,07068	0,273597

No segundo ciclo de liquidez, representada pelo período 3, os Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros continuam apresentando o maior número de instabilidade ponderada, $CV \times PM = 0,456$. A principal diferença em relação ao período anterior está na média dos fluxos trimestrais. Estes saem de um valor de 189,766 na fase anterior e atingem 2056,601, evidenciando a expansão dos empréstimos internacionais à economia indiana no segundo ciclo de liquidez mundial.

Tabela 31: Volatilidade da Conta Financeira indiana no período 3 (T1 2003 – T2 2007), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	7516,856	4798,738	0,638397	1	0,638397
ICE em ações	2680,468	2037,211	0,760021	0,356594	0,271019
Conta Financeira (Total)	7516,856	4798,738	0,638397	1	0,638397
OIE créd.com.forn.	1000,054	880,4347	0,880387	0,133042	0,117128
OIE empréstimos e fin.	2056,601	3428,044	1,666849	0,273599	0,456047
OIE moedas e depósitos	591,2741	834,9656	1,412146	0,07866	0,111079
OIE outros passivos	.	.	.	.	.
Conta Financeira (Total)	7516,856	4798,738	0,638397	1	0,638397
OIR empréstimos e fin.	-60,6681	69,2043	-1,1407	-0,00807	0,009207
OIR moedas e depósitos	-285,575	1531,116	-5,36152	-0,03799	0,203691
OIR outros ativos	400,3471	1531,579	3,825628	0,05326	0,203753

No período 4, os principais movimentos de volatilidade da Conta Financeira passam a serem explicados, principalmente, pela dinâmica das Ações de estrangeiros em companhias indianas, $CV \times PM = 0,576$.

Tabela 32: Volatilidade da Conta Financeira indiana no período 4 (T3 2007 – T1 2009), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	14192,419	16104,897	1,134754	1	1,134754
ICE em ações	1149,88	8175,401	7,109787	0,081021	0,57604
Conta Financeira (Total)	14192,419	16104,897	1,134754	1	1,134754
OIE créd.com.forn.	1346,584	4491,947	3,335808	0,094881	0,316503
OIE empréstimos e fin.	4004,387	3618,08	0,903529	0,28215	0,25493
OIE moedas e depósitos	585,2217	1048,811	1,79216	0,041235	0,073899
OIE outros passivos	.	.	.	.	.
Conta Financeira (Total)	14192,419	16104,897	1,134754	1	1,134754
OIR empréstimos e fin.	166,1111	218,4489	1,315077	0,011704	0,015392
OIR moedas e depósitos	594,1628	2432,5	4,093995	0,041865	0,171394
OIR outros ativos	2047,269	2486,181	1,214389	0,144251	0,175177

3.3. O caso da Rússia

3.3.1. *Evolução da Conta Financeira russa*

Com a dissolução da União Soviética no início dos anos 1990, os países da Europa Oriental introduziram medidas de transição que permitissem a passagem de uma economia planificada e centralizada para uma economia de mercado, mais próxima do sistema capitalista. A Rússia, principal representante dos países com passado soviético, também trilhou esse caminho.

Nos anos 1990, em um contexto de ausência de regras e leis sobre direitos à propriedade, foram introduzidos os processos de privatização, de liberalização de preços, de abertura comercial, de abertura financeira (embora de forma parcial), além de medidas de ancoragem cambial (que visavam diminuir e controlar o processo inflacionário) (FERRARI-FILHO; PAULA, 2005?). A implantação dessas medidas agravaram vários problemas estruturais de natureza social, econômica e financeira. Inicialmente, o principal deles era a deficiência na ordem fiscal.

Devido aos resquícios da estrutura socialista antes vigente, o Estado russo praticamente não dispunha de arrecadação fiscal. Isso contribuiu para a emergência de uma situação desesperadora em que as receitas não cobriam sequer as despesas mínimas do governo (LUÍS, 1999).

Diferentemente de muitos países, a Rússia não podia utilizar a arrecadação fiscal como meio de cobrir parte do déficit público. Por esse motivo, a economia russa precisou recorrer ao mercado de títulos de curto prazo, os GKO¹²⁵. Vale ressaltar que, como não tinha dinheiro para pagar o rendimento desses últimos, o Banco Central da Rússia emitia mais títulos (PINTO *et al.*, 2005).

Na tentativa de estimular os investidores internacionais a comprarem os GKO, a Rússia elevou a taxa de juros doméstica. Isso, na medida em que aumentou ainda mais o déficit, só fez piorar a situação.

Estava claro que em algum momento a situação financeira da Rússia iria explodir e ela não conseguiria honrar seus compromissos. Em agosto de 1998 isso acontece. Nesse momento, os persistentes déficits fiscais, apoiados nas entradas de capitais de curto prazo,

¹²⁵ GKO (*Gosudarstvenniy Komitet Oborony*) foi o nome dado aos títulos de dívida de curto prazo do governo russo.

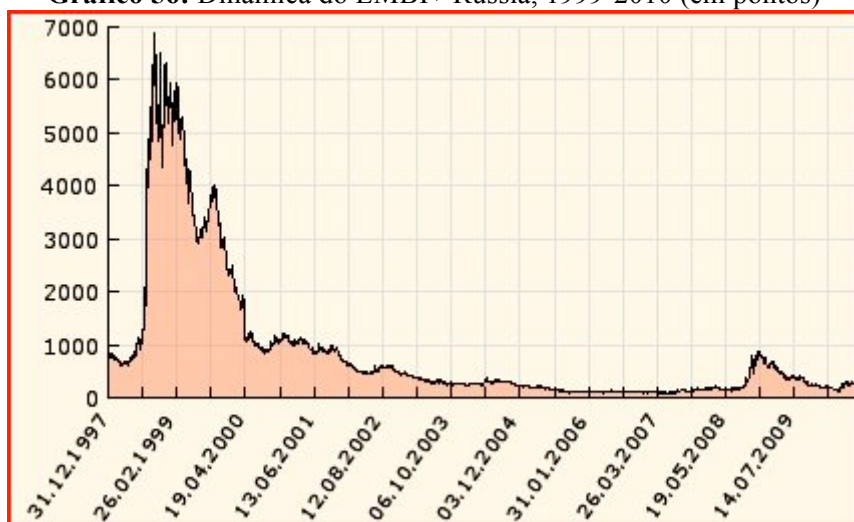
somaram-se ao efeito contágio da crise da Ásia e à queda do preço do petróleo, um dos principais produtos exportados pela Rússia.

Segundo Pinto *et al.*:

A crise era inevitável. Quando os mercados abriram na manhã de 16 de agosto de 1998, muitos bancos estavam quebrados, o banco central era obrigado a gastar US\$ 4 bilhões em pensões e salários já atrasados e US\$ 1 bilhão por dia para manter a taxa de câmbio no valor de 6,2 por dólar. Isso porque para evitar que a taxa de câmbio desvalorizasse era preciso aumentar ainda mais a taxa de juros (2005: 3-4).

Em meio a tantas turbulências e dificuldades, o governo permitiu a desvalorização do rublo (moeda nacional) e, ao mesmo tempo, declarou moratória de 90 dias ao pagamento da dívida externa contraída pelos bancos russos e suspendeu o pagamento dos títulos. Nesse momento, expressando o grau de incerteza no mercado, o EMBI+ Rússia atinge níveis altíssimos (ver gráfico 56).

Gráfico 56: Dinâmica do EMBI+ Rússia, 1999-2010 (em pontos)



Fonte: C-bond (2010).

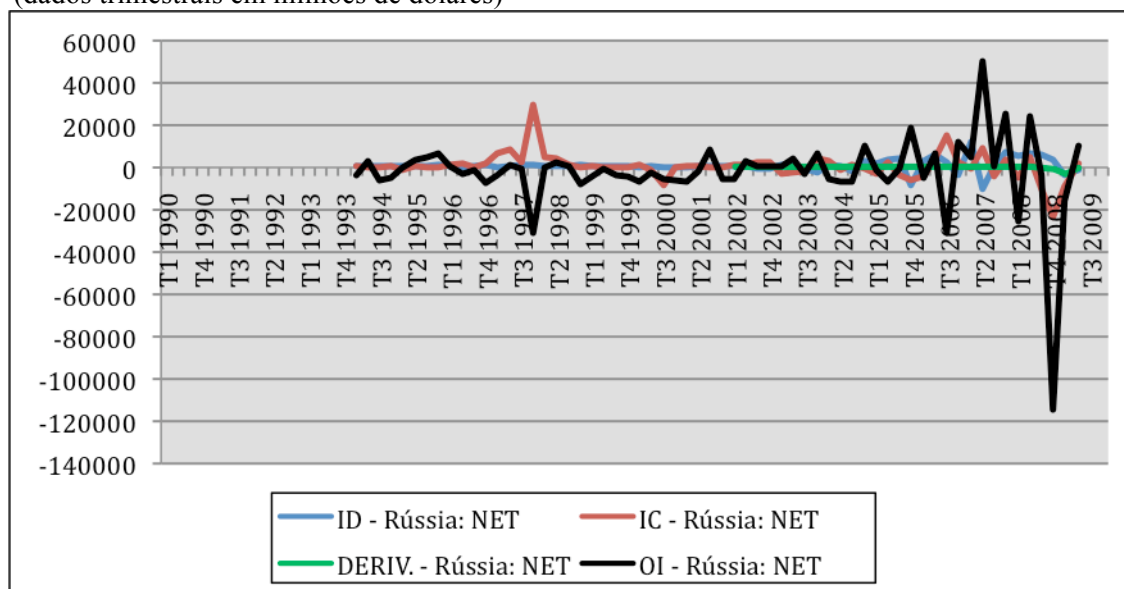
As consequências da crise na economia nacional foram muitas: houve paralisa no sistema bancário e muitos bancos fecharam; ocorreu a queda do rendimento real, que veio acompanhada da diminuição do consumo e do investimento; aumentou a instabilidade social, entre outros.

Mas, a partir de 1999, a situação financeira na Rússia começa a mostrar sinais de melhora e os anos 2000 constituem-se numa realidade bastante distinta da prevalecente nos

anos 1990. Na última década, o país tem registrado taxas elevadas de crescimento do PIB e a situação fiscal foi relativamente controlada.

No que se refere aos fluxos de capitais, objeto maior da presente análise, percebe-se que, até meados da década de 2000, as contas apresentavam relativa estabilidade. Isso pode ser atribuído a medidas de controles sobre a entrada e a saída dos fluxos. Desde 2006, momento em que o país elimina suas restrições aos fluxos de capitais, observa-se um aumento significativo do peso e da volatilidade das contas que integram a Conta Financeira do Balanço de Pagamentos da Rússia (ver gráfico 57).

Gráfico 57: Conta Financeira da Rússia, 1990-2009¹²⁶
(dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

No caso da conta Investimentos em Carteira, a primeira observação a ser feita é o relativo equilíbrio desta (para residentes e para estrangeiros) até o início dos anos 2000. Durante esse interregno, apenas dois momentos, anos de 1997¹²⁷ e 2000, apresentaram alterações marcantes. Vale salientar que em ambos os casos foi a dinâmica das aplicações de estrangeiros as responsáveis por tais mudanças (ver gráfico 58).

Uma segunda observação a ser feita é o aumento do ingresso de capitais de estrangeiros para a Rússia a partir de 2003. Esse ano, além de dar início a um novo movimento de liquidez e portanto de maior direcionamento dos capitais para as economias

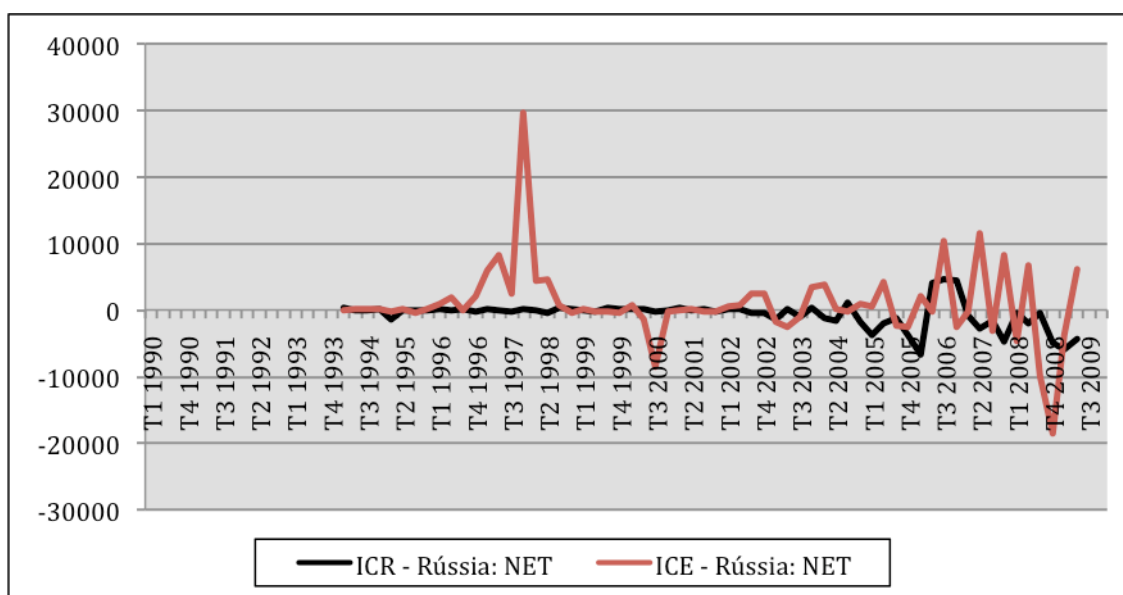
¹²⁶ No IMF (BOP Statistics), não há dados para a Conta Financeira da Rússia no período 1990-1993.

¹²⁷ A mudança expressiva no ano de 1997 na conta IC foi resultado do lançamento de títulos públicos (GKO) para a arrecadação de recursos. Como foram os estrangeiros que compraram os títulos de dívida, a conta ICE aumentou significativamente nesse momento.

emergentes, foi também o ano em que a economia russa foi levada ao nível de *investment grade* pelas agências de *rating*, fato que também aumenta o ingresso de recursos.

Vale ressaltar que o relaxamento das medidas de controles de capitais no ano de 2006 gerou uma entrada de recursos mais intensa, porém, também mais volátil a alterações no cenário internacional. O exemplo mais ilustrativo disso foi a recente crise financeira que provocou mudanças nos humores do mercado e gerou uma grande saída dos capitais estrangeiros da Rússia, a maior para todo o período estudado.

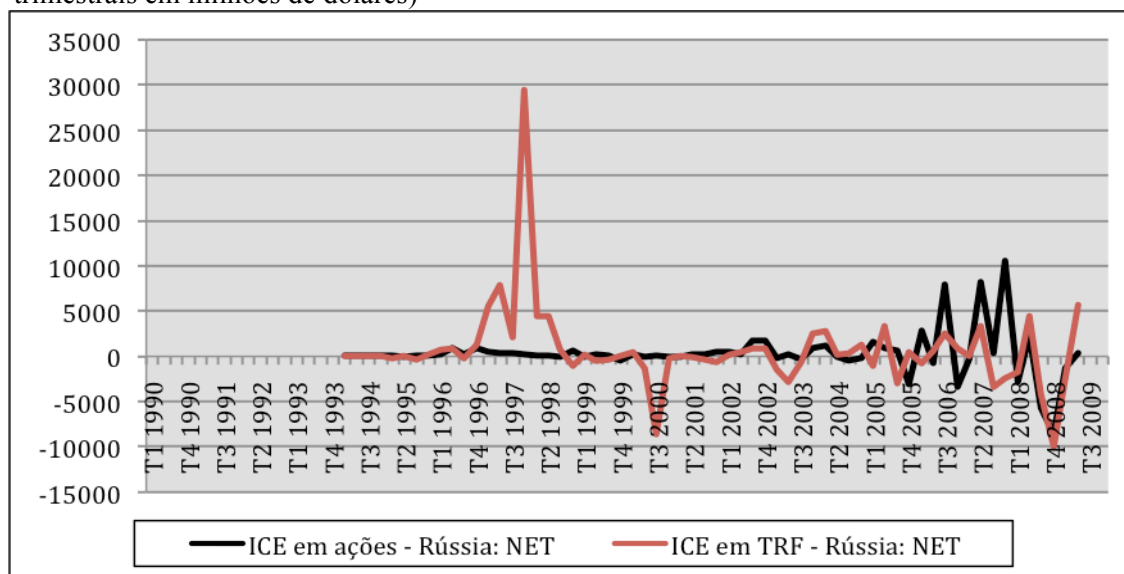
Gráfico 58: Conta Investimento em Carteira da Rússia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

O terceiro nível de abertura da Conta Financeira exhibe que o maior ingresso de capitais na segunda metade dos anos 2000 foi oriunda principalmente das aplicações de estrangeiros em ações russas. Mas a fuga em 2008 aconteceu tanto para ações quanto para os títulos de renda fixa (ver gráfico 59).

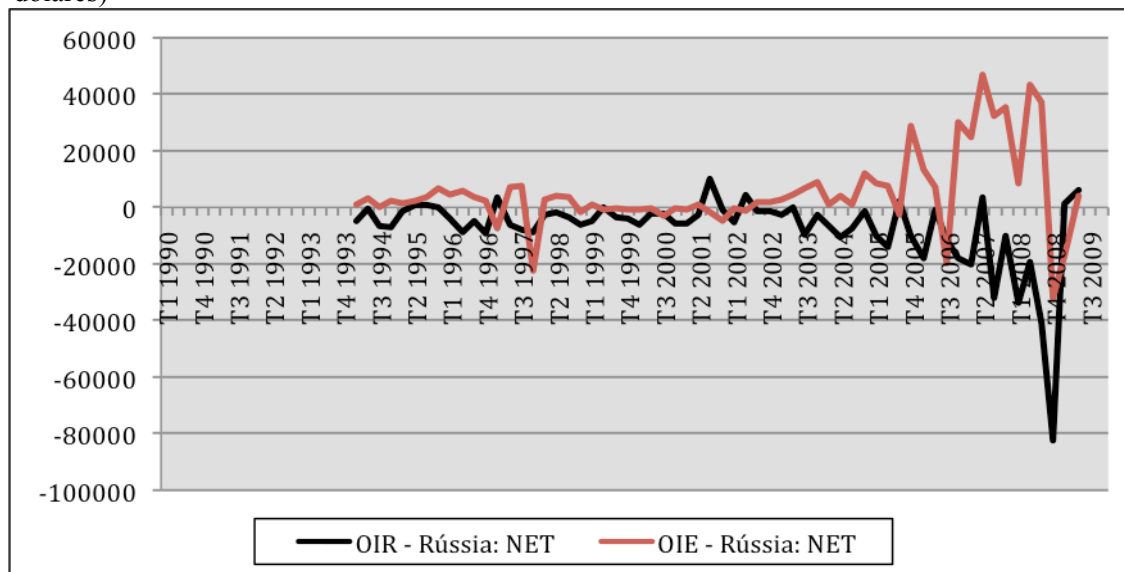
Gráfico 59: Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros da Rússia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Em relação à conta Outros Investimentos, constata-se que, também a partir de 2003, momento que coincide um maior grau liquidez mundial e a obtenção de grau de investimento da Rússia pelas agências classificadoras de risco, ocorreu uma maior entrada de recursos pela conta OIE até 2008. Em contrapartida, foi registrada uma saída pela conta OIR (ver gráfico 60).

Gráfico 60: Conta Outros Investimentos da Rússia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)

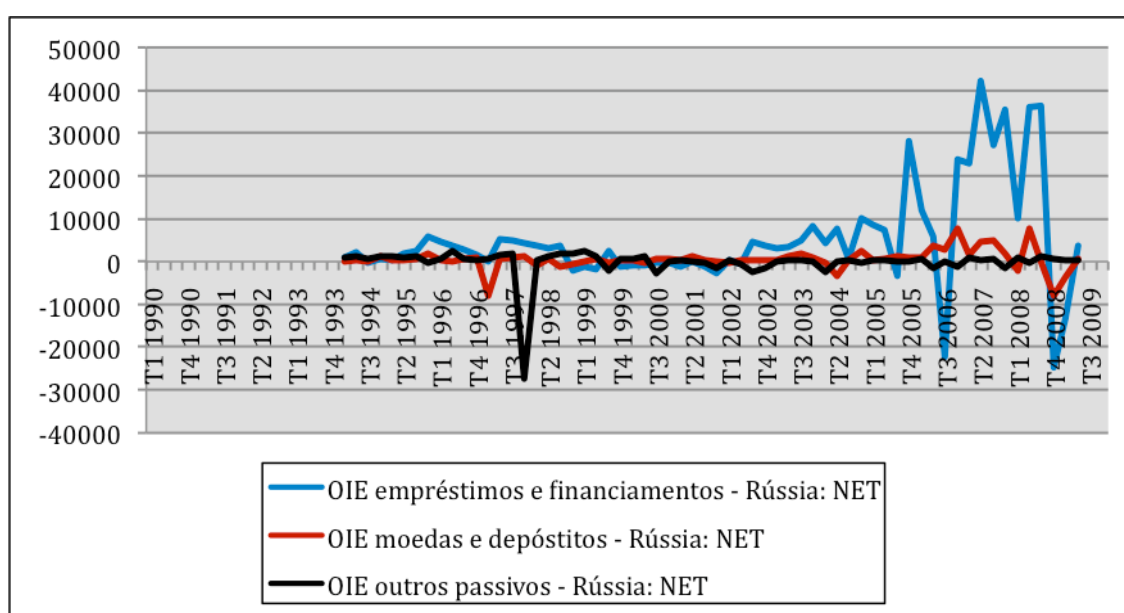


Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Por meio da análise do gráfico 61, observa-se que o maior influxo de recursos externos no segundo ciclo de liquidez foi resultado da dinâmica da conta Empréstimos e Financiamentos, que apresentou uma tendência de ingresso no período em questão.

Cabe observar que, desde 2003, apenas dois momentos apresentaram fuga de recursos pela conta Empréstimos e Financiamentos. O primeiro foi no final de 2006, momento de instabilidade quanto ao caminho a ser trilhado pela política monetária norte-americana. O segundo foi em 2008, período de redução do grau de liquidez por causa da crise do *subprime*.

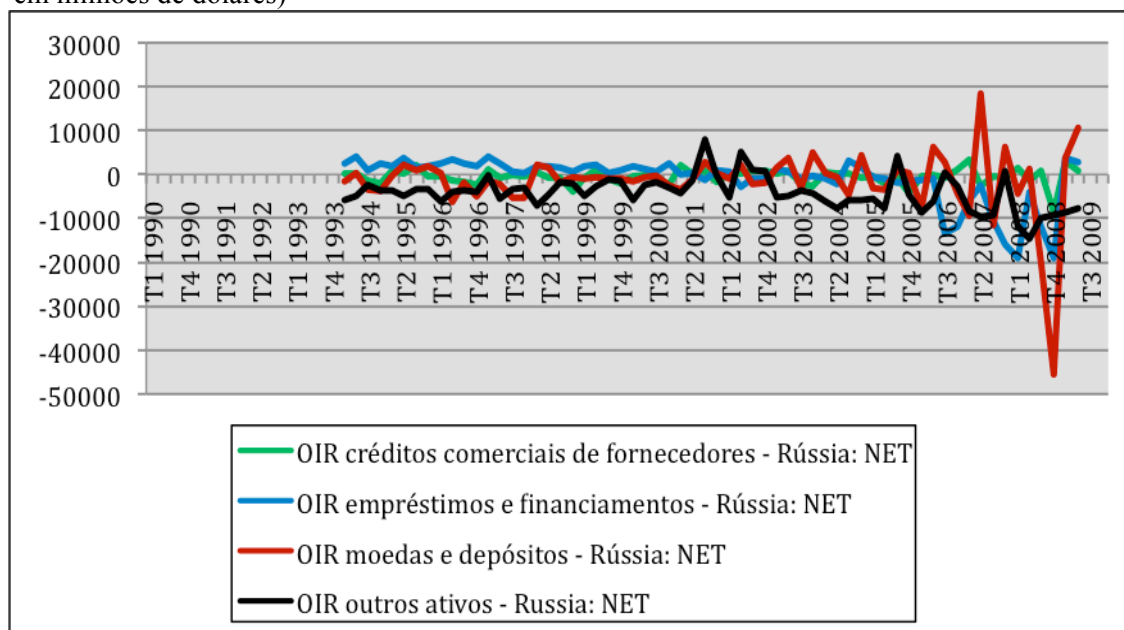
Gráfico 61: Conta Outros Investimentos de Estrangeiros da Rússia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

No caso da conta Outros Investimentos de Residentes, deve-se mencionar que as subcontas Moedas e Depósitos e Outros Ativos foram as mais voláteis, principalmente a partir de 2006. É importante perceber que, em 2008, todas as subcontas do terceiro nível de abertura registraram saídas líquidas de capitais, sendo que, para a conta Moedas e Depósitos, o movimento de fuga dos residentes foi enorme (ver gráfico 61).

Gráfico 62: Conta Outros Investimentos de Residentes da Rússia, 1990-2009 (dados trimestrais em milhões de dólares)



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

3.3.2. Estudo da volatilidade da Conta Financeira russa

Pela tabela 32 vê-se que a subconta Títulos de Renda Fixa de estrangeiros foi a maior responsável pela instabilidade da Conta Financeira russa no período 1 ($CV \times PM = 7,596$).

Tabela 33: Volatilidade da Conta Financeira russa no período 1 (T1 1990 – T3 1998), 3º nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	899,539	4265,234	4,741580	1	4,74158
ICE em ações	187,1483	282,1473	1,507614	0,208049	0,313658
ICE em TRF	2918,284	6833,332	2,341558	3,2442	7,596484
Conta Financeira (Total)	899,539	4265,234	4,741580	1	4,74158
OIE empréstimos e fin.	2375,722	1865,188	0,785104	2,641045	2,073494
OIE moedas e depósitos	-69,5924	1946,846	-27,975	-0,07736	2,164272
OIE outros passivos	-599,574	6504,111	-10,8479	-0,66654	7,230493
Conta Financeira (Total)	899,539	4265,234	4,741580	1	4,74158
OIR créd.com.forn.	-493,467	1075,85	-2,18019	-0,54858	1,196002
OIR empréstimos e fin.	2074,032	1090,87	0,525966	2,305662	1,212699
OIR moedas e depósitos	-1669,68	2727,267	-1,63341	-1,85615	3,03185
OIR outros ativos	-4013,87	1609,007	-0,40086	-4,46214	1,788702

No período 2, há uma mudança de performance e a subconta Outros Ativos de residentes passa a ser responsável pela maior variabilidade do período, com $CV \times PM = -1,0214$.

Tabela 34: Volatilidade da Conta Financeira russa no período 2 (T4 1998 – T4 2002), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	-3475,290	5159,200	-1,484538	1	-1,48454
ICE em ações	293,7884	569,6219	1,938885	-0,08454	-0,16391
ICE em TRF	-664,458	2144,706	-3,22776	0,191195	-0,61713
Conta Financeira (Total)	-3475,290	5159,200	-1,484538	1	-1,48454
OIE empréstimos e fin.	-493,3	1957,124	-3,96741	0,141945	-0,56315
OIE moedas e depósitos	98,52476	462,2431	4,691643	-0,02835	-0,13301
OIE outros passivos	-255,997	1500,02	-5,85952	0,073662	-0,43162
Conta Financeira (Total)	-3475,290	5159,200	-1,484538	1	-1,48454
OIR créd.com.forn.	-546,271	1458,077	-2,66915	0,157187	-0,41956
OIR empréstimos e fin.	328,5013	1366,646	4,160244	-0,09452	-0,39325
OIR moedas e depósitos	-882,316	1520,849	-1,7237	0,253883	-0,43762
OIR outros ativos	-1357,61	3549,654	-2,61464	0,390646	-1,0214

Na tabela 34 constata-se que, no período 3, a subconta Empréstimos e Financiamentos torna-se a responsável pela variabilidade da Conta Financeira ($CV \times PM = 4,230$).

Tabela 35: Volatilidade da Conta Financeira russa no período 3 (T1 2003 – T2 2007), 3° nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	3262,263	14172,668	4,344429	1	4,344429
ICE em ações	826,8182	2984,376	3,609471	0,253449	0,914818
ICE em TRF	389,2072	1927,393	4,952099	0,119306	0,590815
Conta Financeira (Total)	3262,263	14172,668	4,344429	1	4,344429
OIE empréstimos e fin.	9069,036	13800,17	1,52168	2,779983	4,230245
OIE moedas e depósitos	1442,463	2298,886	1,593723	0,442166	0,704691
OIE outros passivos	-244,563	865,7337	-3,53992	-0,07497	0,265378
Conta Financeira (Total)	3262,263	14172,668	4,344429	1	4,344429
OIR créd.com.forn.	-668,176	1683,282	-2,51922	-0,20482	0,515986
OIR empréstimos e fin.	-2277,29	4268,379	-1,87433	-0,69807	1,30841
OIR moedas e depósitos	260,3261	6232,938	23,94281	0,079799	1,910618
OIR outros ativos	-5234,21	3296,267	-0,62975	-1,60447	1,010423

No período 4, as subcontas Empréstimos e Financiamentos de estrangeiros e Moedas e Depósitos de residentes são as que mais influenciam a volatilidade da Conta Financeira nacional, sendo que as instabilidades ponderadas dessas duas subcontas são, respectivamente, é -1,494 e -1,143.

Tabela 36: Volatilidade da Conta Financeira russa no período 4 (T3 2007 – T1 2009), 3º nível de abertura

Contas e Sub-Contas	μ	σ	CV	PM	CV x PM
Conta Financeira (Total)	-15991,105	54566,957	-3,412332	1	-3,41233
ICE em ações	-630,0007	5738,887	-9,10933	0,039397	-0,35888
ICE em TRF	-1821,071	4917,015	-2,70007	0,11388	-0,30748
Conta Financeira (Total)	-15991,105	54566,957	-3,412332	1	-3,41233
OIE empréstimos e fin.	13641,79	23904,29	1,752284	-0,85309	-1,49485
OIE moedas e depósitos	81,69427	4860,363	59,49455	-0,00511	-0,30394
OIE outros passivos	157,8949	836,8565	5,300086	-0,00987	-0,05233
Conta Financeira (Total)	-15991,105	54566,957	-3,412332	1	-3,41233
OIR créd.com.forn.	-765,4586	3455,403	-4,51416	0,047868	-0,21608
OIR empréstimos e fin.	-9367,415	9044,954	-0,96558	0,585789	-0,56562
OIR moedas e depósitos	-7585,158	18287,83	-2,411	0,474336	-1,14363
OIR outros ativos	-8867,973	4331,237	-0,48841	0,554557	-0,27085

3.3.3. Resumo dos resultados encontrados para os países asiáticos e para a Rússia

O resumo dos resultados encontrados para os países asiáticos e para a Rússia encontram-se sintetizados abaixo:

Tabela 37: Resumo dos resultados encontrados para os países asiáticos e para a Rússia

COREIA DO SUL	
Contas voláteis: ICE (em ações e em TRF); OIE (emp. e fin.); OIR (M&D, emp. e fin. e outros ativos)	
Conta mais volátil por período	
Período 1 (T1 1990 - T3 1998)	OIE (emp. e fin.)
Período 2 (T4 1998 - T4 2002)	OIE (emp. e fin.)
Período 3 (T1 2003 - T2 2007)	OIE (emp. e fin.)
Período 4 (T3 2007 - T1 2009)	OIE (emp. e fin.)
TAILÂNDIA	
Contas voláteis: ICE (em ações e em TRF); OIE (emp. e fin.); OIR (M&D)	
Conta mais volátil por período	
Período 1 (T1 1990 - T3 1998)	OIE (emp. e fin.)
Período 2 (T4 1998 - T4 2002)	OIR (M&D)
Período 3 (T1 2003 - T2 2007)	OIR (M&D)
Período 4 (T3 2007 - T1 2009)	OIR (M&D)
ÍNDIA	
Contas voláteis: ICE (em ações); OIE (emp. e fin.); OIR (M&D e outros ativos)	
Conta mais volátil por período	
Período 1 (T1 1990 - T3 1998)	OIE (emp. e fin.)
Período 2 (T4 1998 - T4 2002)	OIE (emp. e fin.)
Período 3 (T1 2003 - T2 2007)	OIE (emp. e fin.)
Período 4 (T3 2007 - T1 2009)	ICE (em ações)
RÚSSIA	
Contas voláteis: ICE (em ações e em TRF); OIE (emp. e fin.); OIR (M&D e outros ativos)	
Conta mais volátil por período	
Período 1 (T1 1990 - T3 1998)	ICE (em TRF)
Período 2 (T4 1998 - T4 2002)	OIR (outros ativos)
Período 3 (T1 2003 - T2 2007)	OIE (emp. e fin.)
Período 4 (T3 2007 - T1 2009)	OIE (emp. e fin.) e OIR (M&D)

A tabela 37 aponta que no caso das economias asiáticas, assim como no caso da economia russa, as contas mais voláteis foram os Investimentos em Carteira de Estrangeiros¹²⁸, tanto as aplicações em Títulos de Renda Fixa quanto em Ações; os Outros

¹²⁸ Cabe mencionar que os Investimentos em Carteira de Residentes da Coreia do Sul e da Tailândia também vem apresentando dinâmica volátil desde 2006.

Investimentos de Estrangeiros, particularmente a subconta Empréstimos e Financiamentos; e os Outros Investimentos de Residentes, especialmente as movimentações em Moedas e Depósitos e os Outros Ativos. Acresce que para os casos da Índia e da Rússia as volatilidades se tornam visivelmente aparentes somente em meados dos anos 2000, quando são afrouxadas as medidas de controles sobre os fluxos de capitais especulativos.

Assim como para as economias latino-americanas, o estudo da volatilidade para as economias asiáticas e para a Rússia enfatizam que, apesar das características específicas de cada país, a subconta mais instável para cada um dos quatro períodos analisados mostrou como resultado sempre uma das subcontas acima mencionadas.

3.4. Similaridades e diferenças das análises gráficas dos países latino-americanos vis-à-vis aos asiáticos

Neste capítulo foi realizada a análise gráfica e o estudo da volatilidade da Conta Financeira, a fim de detectar quais subcontas são responsáveis pela elevada volatilidade do Balanço de Pagamentos dos países emergentes selecionados (Brasil, Argentina, México, Chile, Coreia do Sul, Tailândia, Índia e Rússia).

Tendo sido vista a especificidade de cada país e as características gerais de cada grupo de países, a tentativa agora será a de levantar as similaridades e diferenças entre os dois grupos, latino-americanos e asiáticos.

Os resultados do trabalho apontam que até o segundo nível de abertura, as contas mais voláteis foram as mesmas para todos os países estudados (Brasil, Argentina, México, Chile, Coreia do Sul, Tailândia, Índia e Rússia). As contas que mais contribuíram para as volatilidades das Contas Financeiras foram os Investimentos em Carteira de estrangeiros¹²⁹ e os Outros Investimentos, tanto de estrangeiros quanto de residentes.

As diferenças entre os dois grupos de países estiveram presentes nas subcontas que integram o terceiro nível de abertura da Conta Financeira.

No caso dos **países latino-americanos**, à exceção da economia chilena, três subcontas apresentam movimentos significativos de volatilidade. Primeiramente destaca-se as aplicações de estrangeiros em **Títulos de Renda Fixa** nacionais, o que revela a disposição dos investidores externos em realizar ganhos de arbitragem entre as taxas de juros internas e externas, sobretudo nos momentos de liquidez internacional.

¹²⁹ No caso da Tailândia e da Coreia do Sul a conta Investimento em Carteira de Residentes tem apresentado variabilidade e peso significantes desde 2007. Para o Chile isso também acontece, só que para esse país a volatilidade dessa conta apresenta movimentos expressivos desde 1998.

Os **Empréstimos e Financiamentos** fornecidos por estrangeiros é outra subconta que interfere na vulnerabilidade do Balanço de Pagamentos dos países emergentes. Ressalta-se que esta subconta, por representar os empréstimos dos bancos internacionais (além dos advindos das agências multilaterais), também está intimamente conectada aos ciclos de liquidez e ao movimento dos juros norte-americanos.

As movimentações de **Moedas e Depósitos** de residentes, muitas vezes erroneamente esquecidas, também apresentam níveis expressivos de volatilidade. Esse diagnóstico revela o movimento especulativo de residentes tentando antecipar as alterações de juros nos momentos em que vigoram os regimes de bandas cambiais e as modificações cambiais nos períodos de câmbio flutuante.

No que tange aos **países asiáticos**, além das três subcontas mencionadas acima, foram encontrados movimentos importantes de volatilidade para as aplicações de estrangeiros em **Ações** e para os as movimentações de residentes em **Outros Ativos**¹³⁰; sendo que esse resultado também se aplica para o caso da Rússia.

A tabela 38 expressa, de forma resumida, os resultados encontrados para os dois grupos de países.

Tabela 38: Resumo dos resultados encontrados para os países latino-americanos, asiáticos e para a Rússia

Grupo de Países	Contas Voláteis
latino-americanos	ICE (em TRF); OIE (emp. e fin.) e OIR (M&D)
asiáticos e Rússia	ICE (em TRF e em ações); OIE (emp. e fin.) e OIR (M&D e Out. Ativos)

Além disso, cabe destacar que as economias indiana e russa demoraram a implementar os processos de liberalização/desregulamentação. Até meados da década de 2000, devido à presença de controles sobre os fluxos especulativos, a volatilidade da Conta Financeira desses países apresentava níveis bem menos expressivos que os das outras economias emergentes estudadas. Isso significa que esses países eram pouco vulneráveis aos acontecimentos internacionais que geram reversões abruptas nos fluxos de capitais das economias emergentes.

Todavia, em meados dos anos 2000 essa dinâmica é alterada. Em 2004, para o caso da Índia, e em 2006, para o caso Rússia, as medidas de controles sobre os capitais de curto prazo são relaxadas. Nesse momento, os fluxos financeiros das contas IC e OI aumentam exponencialmente. Consequentemente, a instabilidade da Conta Financeira se eleva de forma

¹³⁰ Exceção do caso da Tailândia.

substancial e a dinâmica desses dois países se torna semelhante à dos outros emergentes, ou seja, esses países também se tornam vulneráveis às alterações no cenário mundial.

Conclusão

O desenvolvimento deste trabalho teve como objetivo geral estudar o perfil da Conta Financeira das economias emergentes depois da implementação da abertura financeira. Ressaltou-se o alto peso dos capitais de curto prazo nos Balanços de Pagamentos dessas economias, responsáveis em grande medida pelas vulnerabilidades das mesmas.

No campo teórico, foram apresentados os principais processos que contribuíram para o aumento da importância dos capitais de curto prazo nessas economias, as inovações financeiras e os movimentos de desregulamentação financeira e liberalização externa.

No que se refere às primeiras, observou-se que elas permitiram aumentar sobremaneira a capacidade de endividamento no curto prazo das instituições (financeiras e não financeiras) por operações que não são registradas em seus balanços¹³¹. Isso aumentou estrondosamente a incompatibilidade entre ativos e passivos não só das instituições, mas de todo o sistema, pois as inovações financeiras permitem um forte entrelaçamento entre os mercados.

No que se refere aos segundos, movimentos de desregulamentação financeira e liberalização externa, apontou-se que estes representam muito mais do que uma maior liberdade para os fluxos internacionais de capitais. Eles desempenham um papel decisivo na consolidação da supremacia da dinâmica financeira em que a própria lógica do sistema passa a ser dominada pela especulação. Isso colaborou decisivamente para a instabilidade dos recursos de curto prazo que se dirigem para as economias emergentes, pois os capitais passam a se deslocar facilmente entre os países, na busca por ganhos de arbitragem.

Seguindo a perspectiva pós-keynesiana, indicou-se que o desenvolvimento das inovações financeiras e dos processos de desregulamentação/liberalização, somados a outras medidas do receituário neoliberal, foram responsáveis pelo aumento do direcionamento (em termos absolutos) dos capitais às economias emergentes. Contudo, viu-se que o maior influxo de recursos tem sido acompanhado por uma dinâmica altamente instável responsável, em última medida, pela vulnerabilidade a que os países periféricos estão submetidos.

Uma constatação bastante importante do presente trabalho foi a percepção de que apesar de a instabilidade dos fluxos ser maior nos períodos de turbulência internacional, ela

¹³¹ Aqui, sobretudo as inovações das décadas de 1980 e 90, isto é, o processo de securitização e o mercado de derivativos.

também está presente nos momentos de liquidez mundial. Neste sentido, o que se tentou mostrar foi o caráter cíclico dos capitais financeiros aos países periféricos, passíveis de movimentos abruptos na tendência dos fluxos a qualquer mudança nas expectativas dos mercados. Conforme explicitado ao longo do trabalho, essa alta volatilidade dos recursos advém do alto peso das contas Investimento em Carteira e Outros Investimentos, atreladas a elementos especulativos e expectacionais.

Na tentativa de entender de forma mais profunda os responsáveis pela volatilidade dos fluxos que provocam a vulnerabilidade dos Balanços de Pagamentos das economias emergentes, foram escolhidos alguns países latino-americanos (Brasil, Argentina, México, Chile) e asiáticos (Coreia do Sul, Tailândia e Índia), além da Rússia, para se estudar os movimentos mais específicos das contas Investimentos em Carteira e Outros Investimentos, buscando-se a as semelhanças e as diferenças entre esses dois grupos.

Até o segundo nível de abertura da Conta Financeira os resultados para os dois grupos são semelhantes. Tanto para os países latino-americanos e quanto para os países asiáticos as contas mais voláteis foram os Investimentos em Carteira de estrangeiros e os Outros Investimentos, tanto de estrangeiros quanto de residentes.

As diferenças entre os dois grupos aparecem a partir do terceiro nível de abertura da Conta Financeira.

Para o caso dos países latino-americanos, as subcontas mais voláteis foram as aplicações de estrangeiros em Títulos de Renda Fixa, os Empréstimos e Financiamentos fornecidos por estrangeiros e as movimentações de Moedas e Depósitos de residentes.

Já para os países asiáticos, além das três subcontas mencionadas acima, foi encontrado movimentos de instabilidade importantes também para as aplicações de estrangeiros em Ações nacionais e para os Outros Ativos de residentes. Sendo esse resultado também aplicável para a Rússia.

Ademais, destaca-se que as Contas Financeiras da Índia e da Rússia só se tornam muito voláteis a partir de meados dos anos 2000, quando esses dois países deixam de implementar medidas de controle sobre os fluxos de capitais voláteis. Neste momento, assim como as outras economias emergentes, esses dois países se tornam bastante vulneráveis aos acontecimentos internacionais.

Cabe colocar que a elevada volatilidade dos fluxos financeiros gera efeitos bastante perversos nas variáveis macroeconômicas de grande relevância para a economia nacional. No que tange as economias emergentes, a grande dependência dos capitais de curto prazo para

fechar o Balanço de Pagamentos tem feito que esses países se tornem refém de taxas de juros em patamares altíssimos que desestimulam a produção e o consumo nacional.

Por fim, a vulnerabilidade econômica das economias periféricas ressalta a importância da implementação de medidas de controles sobre os fluxos financeiros especulativos. Os estudos realizados para os casos da Índia e da Rússia deixam claro que durante o período em que vigorou controles efetivos sobre os capitais de curto prazo a vulnerabilidade desses países era bem menor que a atual, depois que as medidas de controles sobre os fluxos foram relaxadas.

Por isso, é primordial ressaltar que apesar da dinâmica dos capitais que se dirigem aos países periféricos ser exógena, determinada pela dinâmica das economias centrais, políticas internas de combate aos fluxos com alto perfil de reversão são de grande valia para minimizar a vulnerabilidade desses países.

Além disso, em um plano maior torna-se explícita a necessidade de um redirecionamento da arquitetura financeira mundial que se distancie da supremacia da esfera financeira em direção à primazia da esfera produtiva capaz de gerar emprego e crescimento econômico.

Referências

- AGLIETTA, M.(1995). *Macroéconomie financière*. 1. ed. Paris: La Découverte.
- BAER, M. (1995). Sistema Financeiro Internacional: oportunidades e restrições ao financiamento do desenvolvimento. *Novos Estudos*, jul. São Paulo: CEBRAP.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2001). Notas Técnicas do Banco Central do Brasil – Notas Metodológicas do Balanço de Pagamentos, número 1, junho. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/NotasTecnicas/Port/2001nt01bpm5p.pdf>. Acesso em 17 de dezembro de 2009.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2006a). Contas Externas – Série Perguntas mais frequentes. Disponível em: <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ08-Contas%20Externas.pdf>. Acesso em: 23 dezembro de 2009.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2006b). Relatório de Estabilidade Financeira. Nov. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/htms/estabilidade/2006_novembro/refnov2006c1p.pdf. Acesso em: 18 de junho de 2010.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (2007). Balanço de Pagamentos – Apresentação por setores institucionais. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/BalPagSet_P.pdf. Acesso em: 15 de novembro de 2010.
- BARUCO, G.C.C (2005). *Do Consenso Keynesiano ao Pós-Consenso de Washington*. Dissertação apresentada ao IE/UFU.
- BARUCO, G.C.C. e GARLIPP, J.R.D. (2006). Neoliberalismo, Consenso e Pós-Consenso de Washington: a primazia da estabilidade monetária. *Anais VI Encuentro Internacional de Finanzas*. Santiago.
- BASTOS, P.P.Z; BIANCARELI, A.M. e DEOS, S.S. (2006). Controle de Capitais e Reformas Liberais: uma comparação internacional. *Economia e Sociedade*, vol. 15, n.3(28), p. 545-576, dez.
- BASUALDO, E. M. ; KULFAS, M. (2002). La fuga de capitales en la Argentina. In: GAMBINA, J. et al. *La Globalización Económico-Financiera*. Buenos Aires: CLACS - Center for Latin American & Caribbean Studies.
- BELLUZZO, L.G.M. (1995a). A Crise do México e as Forças do Mercado: o colapso em 82 e a “encalacrada” em 94 têm em comum a excessiva dependência do financiamento externo. Publicado pela Folha de São Paulo em 08/01/95. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/artigos/belluzzo/artigo20.htm>. Acesso em: 03 de abril de 2010.
- BELLUZZO, L.G.M. (1995b). O Declínio de Bretton Woods e a Emergência dos Mercados ‘Globalizados’. *Economia e Sociedade* (5), junho.
- BELLUZZO, L.G.M. e COUTINHO, L.(1996). Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, 7: 129:154. Campinas: Instituto de Economia. Unicamp.
- BIAGE, M. e CORRÊA, V.P. (2007). *Abertura Financeira e Volatilidade da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos Brasileiro – a vulnerabilidade continua*. Uberlândia: mimeo.
- BRESSER-PEREIRA, L.C. (1991). A crise na América Latina: Consenso de Washington ou ajuste fiscal? *Pesquisa e Planejamento Econômico* 21(1).

- BUSTELO, P. (2003). Desarrollo econômico: Del Consenso al Post-Consenso de Washington y más allá. *Estúdios en homennaje al proffessor Frascisco Bustelo*. Madrid: Editorial Complutense.
- CANO, W. (2000). *Soberania e Política Econômica na América Latina*. São Paulo: UNESP.
- CARCANHOLO, M. D. (2001). Desregulamentação e aberturas financeiras: repercussões sobre a autonomia de política econômica e as crises cambiais. *Economia e Ensaios*, Uberlândia 15 (2): 125-150, jul.
- CARCANHOLO, M. D. (2002). *Abertura Externa e Liberalização Financeira*: impactos sobre o crescimento e distribuição no Brasil dos anos 90. Tese de Doutorado, IE/ UFRJ.
- CARNEIRO, R.M. (1999). Globalização financeira e inserção periférica. *Economia e Sociedade*, Campinas, 13: 58-92
- C BONDS – Bond Market Information (2010). Disponível em: http://www.cbonds.info/all/eng/index/index_detail/group_id/1/. Acesso em: 09 de maio de 2010.
- CHESNAIS, F. (1995). A Globalização e o Curso de Capitalismo de Fim de Século. Campinas. *Economia e Sociedade*, dezembro.
- CHESNAIS, F.(1999a). Introdução Geral. In: CHESNAIS, F. (Org.) *A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos*. São Paulo: Xamã.
- CHESNAIS, F. (2004). Le Capital de Placement: Accumulation, Internationalization, Effets, Économiques et Politiques. In: CHESNAIS, F. (Ed.) *La Finance Mondialisée: Racines Sociales et Politiques, Configuration, Consequences*. Paris: La Découverte.
- CINTRA, M.A.M. (1996). *A montagem de um novo regime monetário e financeiro nos Estados Unidos (1982-1984)*. Relatório de pesquisa. São Paulo: FUNDAP-IESP.
- CINTRA, M.A.M. (1998). A Montagem de um Novo Regime Monetário-Financeiro nos Estados Unidos: 1982-94. In: Cintra, M. A. M. e Freitas, M.C.P. (orgs) *Transformações Institucionais dos Sistemas Financeiros – um estudo comparado*. São Paulo: FAPESP/FUNDAP.
- CINTRA, M.A.M. e PRATES, D.M. (2005). Os fluxos internacionais de capitais para o Brasil desde os anos 90. In: LACERDA, A. C. de (Org.). *A inserção externa da economia brasileira*.
- CINTRA, M.A.M. e FARHI, M. (2008). A crise financeira global e o global shadow banking system. CEBRAP, *Novos Estudos*, nov.
- CLARÍN (2001). Del Plan Brady al Plan Mulford: la larga marcha de la deuda externa. Disponível em: <http://edant.clarin.com/diario/2001/05/17/e-00501.htm>. Acesso em: 29 de junho de 2010.
- CORRÊA, V.P. (1996). *A Estrutura de Financiamento Brasileira e a Oferta de Financiamento de Longo Prazo ao Investimento*. Tese de Doutorado, IE/ Unicamp.
- CORRÊA, V.P. (2004) Os determinantes do Déficit Público pós Plano Real – o peso da componente financeira. ANPEC.
- CORRÊA, V.P. e ALMEIDA FILHO, N. (2005). Abertura econômica e dinâmica do déficit público brasileiro – a correlação inexorável. No prelo.

- CORRÊA, V. P. (2006). Liberalização financeira e vulnerabilidade externa para os países que não tem moeda forte: uma análise do caso brasileiro pós abertura financeira. *Anais do XI Encontro Nacional de Economia Política*, SEP.
- CORRÊA, V.P.; MOLLO, M.R.L. e BIAGE, M. (2009). Vulnerabilidade do Mercado X Vulnerabilidade de País: discutindo as políticas liberais e a volatilidade dos fluxos financeiros no Brasil. *Anais do XIII Encontro Nacional da Sociedade Brasileira de Economia Política*, SEP.
- CORRÊA, V.P.; BIAGE e M. MOLLO, M.R.L. (2010). Abertura Financeira e Volatilidade da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos Brasileiro: a vulnerabilidade continua.
- COUTINHO, L. e BELLUZZO, L.G.M. (1996). Desenvolvimento e Estabilização sob Finanças Globalizadas. Campinas, *Economia e Sociedade*. dez. 7: 129: 154.
- CUNHA, A.M. (2005). Mudança no Regime Cambial da China. Disponível em: http://www.fee.rs.gov.br/sitefee/download/indicadores/33_03/10_parte.pdf. Acesso em: 22 de junho de 2010.
- CUNHA, A.M. e FERRARI, A. (2009). A Argentina depois da conversibilidade: um caso de novo-desenvolvimentismo?, São Paulo, *Revista de Economia Política*, vol.29, n.1. Jan./Mar.
- CUNHA, P.H.F. e GALA, P. (2006). Do populismo cambial ao *Real Exchange Rate Targeting*: a evolução política cambial no Chile de 1970 a 1999. Disponível em: http://www.eesp.fgv.br/_upload/publicacao/310.pdf. Acesso em: 04 de julho de 2010.
- DIEESE (?1995). A Crise Mexicana e a Economia da América Latina. Disponível em: <http://www.dieese.org.br/esp/real/cjufev95.xml#>. Acesso em: 02 de julho de 2010.
- DOWNES, J. e GOODMAN, J. E. (1991 c). *Dictionary of finance and investment terms*. 3ª edição, Nobel.
- EICHENGREEN, B. (2000). *A Globalização do Capital: Uma História do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo: 34.
- EPSTEIN, G.A. (2005). *Financialization and the World Economy*. Cheltenham, UD/ Northampton, MA, USA: Edward Elgar.
- FANELLI, J. M.; FRENKEL, R. e ROSENWURCEL, G. (1990). Growth and structural reform in Latin America: where we stand. Paper prepared for the conference on “The market and the state in economic development” organizada pela Universidade de São Paulo.
- FARHI, M. (2004). Metas de inflação e medo de crescer. *Política Econômica em Foco*, n. 4, maio/out.
- FERRARRARI-FILHO, F. e PAULA, L.F (2005?). Liberalização Financeira e Performance Econômica: a experiência recente do BRIC. Disponível em: http://www.corecon-rj.org.br/pdf/ced_bric_sep.pdf. Acesso em: 15 de julho de 2010.
- FERREIRA, C.K.L. e FREITAS, M.C.P. (1990). Mercado Internacional de crédito e inovações financeiras. *Estudos de Economia do setor público*, n. 1. São Paulo: IESP/ FUNDAP.
- FFRENCH-DAVIS, R. e GRIFTH-JONES, S. eds. (1997). *Os Fluxos Financeiros na América Latina*. São Paulo: Paz e Terra.
- FORTUNA, E. (2005). *Mercado Financeiro: produtos e serviços*. 16ª edição, Rio de Janeiro: Qualitymark.

- FIORI, J.L. (1997). Globalização, Hegemonia e Império. Em: TAVARES, M.C. e FIORI, J.L. (orgs). *Poder e Dinheiro: Uma Economia Política da Globalização*. Petrópolis-RJ: Vozes.
- GARCIA, M.G.P. e DIDIER, T. (2001). Taxa de juros, Risco cambial e Risco Brasil. *Anais do XXIX Encontro Nacional de Economia*. Salvador: ANPEC.
- GARCÍA, M.L.A. (2007). *Reforma do Estado e Privatizações na Argentina dos anos 1990: O caso do setor de Telecomunicações*. Dissertação apresentada à Faculdade de Ciências Econômicas/ UFRGS.
- GARLIPP, J.R.D. (2001). *Economia Desregrada – Marx, Keynes e Polanyi e a Riqueza no Capitalismo Contemporâneo*. Tese de Doutorado, IE/ Unicamp.
- GARLIPP, J.R.D. (2004). Fluxos de Capital para Economias Emergentes e Nova Arquitetura Financeira Internacional. *VIII Encontro Nacional de Economia Política*, Florianópolis.
- GRIFFITH-JONES, S. e SUNKEL, O. (1990). *O Fim de uma Ilusão*. São Paulo: Brasiliense.
- GRIFFITH-JONES, S. (2003). The context for capital account liberalization, where goes the international financial system? Institute of Development Studies. University of Sussex, mimeo.
- GUTTMANN, R. (1996). A transformação do capital financeiro. Campinas, *Economia e Sociedade* (7): 51-83, dez.
- GUTTMANN, R. (2008). Uma introdução ao capitalismo dirigido pelas finanças. *Novos Estudos* (82). São Paulo: CEBRAP, pp. 11-33.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND (1993). Balance of Payments Manual, 5th ed. – Washington DC, USA.
- IMF – (2000). Balance of Payments Coding System – Topical List of Codes. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/sta/bopcode/seq.htm>. Acesso em: 19 de novembro de 2009.
- IMF (2003). *Global Financial Stability Report: market developments and issues*. Washington, DC. IMF, april.
- IMF (2004). *Global Financial Stability Report: market developments and issues*. Washington, DC: IMF, april.
- IMF (2004). Revision of the Fifth Edition of the IMF's Balance of Payments Manual. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/sta/bop/bopman5.htm>. Acesso em: 20 de novembro de 2009.
- IMF – *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific* (2006). World Economic and Financial Surveys. Washington, DC, set.
- IMF – *World Economic Outlook* (2007a). Spillovers and Cycles in the Global Economy. Washington, DC, april.
- IMF – *World Economic Outlook* (2007b). Globalization and Inequality. Washington, DC, oct.
- IMF – *World Economic Outlook* (2008a). Housing and Business Cycle. Washington, DC, april.
- IMF – *World Economic Outlook* (2008b). Financial Stress, Downturns, and Recoveries. Washington, DC, oct.
- IMF – *World Economic Outlook* (2009a). Crises and Recovery. Washington, DC, april.

- IMF – *World Economic Outlook* (2009b). Perspectivas de la economia mundial. Washington, DC. IMF, oct.
- IMF – *World Economic Outlook* (2010). Rebalancing Growth. Washington, DC, april.
- JAYME Jr., F. e CROCCO, M. (2005). Vulnerabilidade Externa e Saldos Comerciais. J. Sicsú, L.F.R. de Paula e Renaut Michel (Org.), *Novo-Desenvolvimentismo – um projeto nacional de crescimento com equidade social*. Barueri, SP: Manole.
- KESSLER, T. (2001). A Quebra do Peso Mexicano: Causas, Consequências e Recuperação. *Revista de Economia Política*, vol.21, n°3 (83), julho-setembro.
- KOBAYASHI, T.C. (2008). *Volatilidade da Conta Financeira do Balanço de Pagamentos: os casos do Brasil, México, Argentina e Chile*. Dissertação apresentada ao IE/UFU.
- KREGEL, J. (2004) Risco e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. In: FERRARI FILHO, Fernando, PAULA, Luiz F. *Globalização Financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. 1.ed. p.654. p. 31-58. Petrópolis-RJ: Vozes.
- LOPES-MEJÍA, A. (1998). Large Capital Flows: a survey of the causes, consequences and policy responses. *IMF Working Paper*, February.
- LUÍS, A.L.M. (1999). A Crise Financeira na Rússia. Disponível em: http://www.dpp.pt/pages/files/infor_inter_1998_I3.pdf. Acesso em: 16 de julho de 2010.
- MEDEIROS, C. A. (2001). A economia política da crise e da mudança estrutural na Ásia. *Economia e Sociedade*, dez.
- MINSKY, H. (1986). *Stabilizing an Unstable Economy*. New Heaven: Yale University Press.
- MINSKY, H. (1994). Integração Financeira e Política Monetária. Campinas, *Economia e Sociedade*, dez.
- MIRANDA, J.C. (1993). Incerteza, antecipação e convenção. *Economia e Sociedade*, n°2. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp.
- MIRANDA, J.C. (1995). Algumas questões de economia internacional contemporânea. *Indicadores FEE*, Porto Alegre, v. 23, p. 184-199. (Câmbio: o dilema de estabilização do México, na Argentina e no Brasil).
- MOFFIT, M. (1984). *O Dinheiro do Mundo*. Rio de Janeiro: Paz e Terra..
- MUNHOZ, V.C.V (2006). *Determinação dos Juros e Metas de Inflação no Brasil: uma crítica através da abordagem pós-keynesiana*. Dissertação apresentada ao IE/UFU.
- MUNHOZ, V.C.V. e CORRÊA, V.P. (2009). *Volatilidade dos fluxos financeiros no Brasil: uma análise empírica por meio do modelo ARCH (Autoregressive Conditional Heteroskedastic Model)*. Análise econômica (UFRGS).
- MUNHOZ, V.C.V. (2010). *Vulnerabilidade Externa no Brasil: Ensaio sobre Fluxos Internacionais de Capitais, Instabilidade Financeira e Controles de Capitais*. Tese do Doutorado, Cedeplar/ UFMG.
- OREIRO, J.L.C.; PAULA, L.F.R. e SILVA, G.J.C. (2003). Fluxos e Controle de Capitais no Brasil: Avaliação e Proposição de Política. In: PAULA, L.F. de; OREIRO, J.L.C.; SICSÚ, J. (Org.). *Agenda Brasil: Políticas Econômicas para o Crescimento com Estabilidade de Preços*. 1ª ed., Manole, v. 1, p. 65-115. Rio de Janeiro.
- PAINCEIRA, J.P. e CARCANHOLO, M.D. (2002) Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa na América Latina: os impactos sobre o Brasil, México e Argentina. Disponível em:

http://www.ie.ufrj.br/publicacoes/discussao/abertura_financeira_e_vulnerabilidade_externa_n_a_america_latina.pdf. Acesso em: 06 de abril de 2010.

PAULA, L.F. e ALVES Jr., A.J. (1999). Fragilidade financeira externa e os limites da política cambial no Real. *Revista de Economia Política*, v. 19, n 1, jan./mar., p. 79-93.

PINHEIRO, A.M. (2008). O retorno dos fluxos de capitais à América Latina na década de noventa: uma explicação alternativa à visão convencional. *Revista Economia*, v.9, n.3, p. 519-544, set./dez. Brasília (DF).

PINTO, B.J.M; VILELA, T.M.M. e LIMA, U.S.M. (2005). A Crise Financeira Russa. Disponível em: <http://129.3.20.41/eps/it/papers/0504/0504001.pdf>. Acesso em: 16 de julho de 2010.

PLIHON, D. (1995). A Ascensão das Finanças Especulativas. *Economia e Sociedade* (5), dez.

PRATES, D. (1999). A abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais. *Revista de Economia Política*, vol. 19, n° 1 (73), janeiro-março.

PRATES, D. M. e FARHI, M. (2004). Economias emergentes e ciclos de liquidez. IV Colóquio de Economia da América Latina, FGV, SP.

PRATES, D.M. (2005). As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de Economia Contemporânea*, 9 (2): 263- 288, mai./ago. Rio de Janeiro.

REZENDE, M.F.C e AMADO, A.M. (2007). Liquidez internacional e ciclo reflexo: algumas observações para a América Latina. *Revista de Economia Política*, v. 27, n. 1, janeiro.

SERRANO, F. (2004). Relações de poder e a política macroeconômica americana, de Bretton Woods ao padrão dólar flexível. Em: FIORI, J.L. org. *O Poder Americano*. Petrópolis-RJ: Vozes.

TAVARES, M. C. e BELLUZZO, L.G.M. (2002). Desenvolvimento no Brasil – Relembrando um velho tema. BIELSCHOVSKY, R. e MUSSI, C. (Org.) *Políticas para a Retomada do Crescimento – reflexões de economistas brasileiros*, Brasília: IPEA/ CEPAL.

TAVARES, M.C. (2009). *A Crise Financeira Atual*. Paper Itamaraty.

WORLD BANK (2007). *Global Development Finance*.

Anexo I

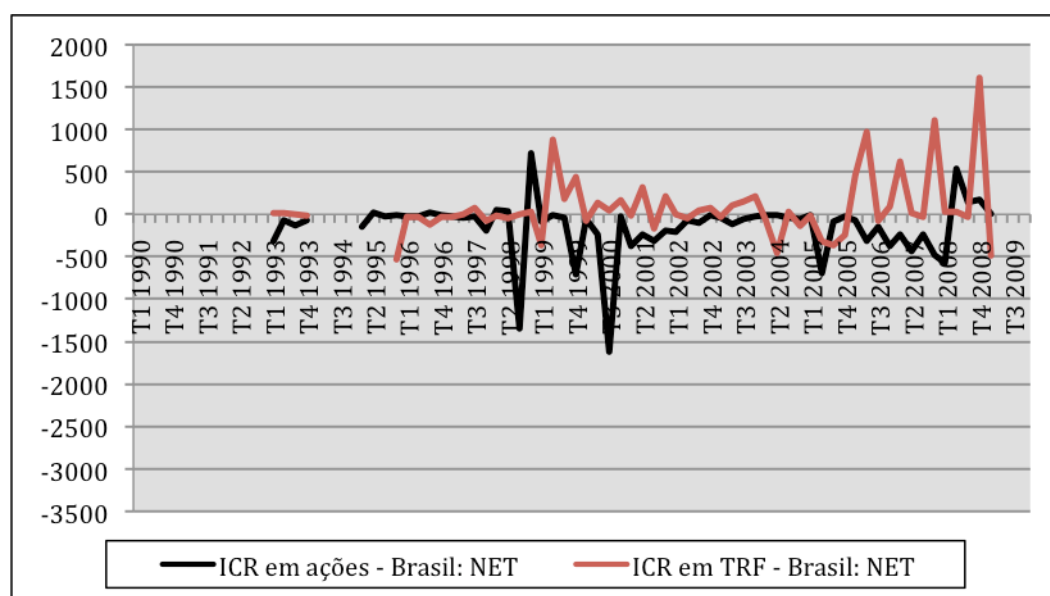
Índice das Séries da Conta Financeira (até 3º nível de abertura)

CONTA FINANCEIRA	Nível de abertura
1) Investimento Direto (líquido)	1º
1.1) Investimento Direto de Residentes (IDR)	2º
1.1.1) IDR participação no capital	3º
1.1.2) IDR empréstimos intercompanhias	3º
1.2) Investimento Direto de Estrangeiros (IDE)	2º
1.2.1) IDE Participação no capital	3º
1.2.2) IDE Empréstimos intercompanhias	3º
2) Investimento em Carteira (líquido)	1º
2.1) Investimento em Carteira de Residentes (ICR)	2º
2.1.1) ICR em ações de companhias estrangeiras	3º
2.1.2) ICR em títulos de renda fixa	3º
2.2) Investimento em Carteira de Estrangeiros (ICE)	2º
2.2.1) ICE em ações de companhias nacionais	3º
2.2.2) ICE em títulos de renda fixa	3º
3.1) Outros Investimentos de Residentes (OIR)	2º
3.1.1) OIR empréstimos e financiamentos	3º
3.1.2) OIR moedas e depósitos	3º
3.1.3) OIR outros ativos	3º
3.2) Outros Investimentos de Estrangeiros (OIE)	2º
3.2.1) OIE empréstimos e financiamentos	3º
3.2.2) OIE moedas e depósitos	3º
3.2.3) OIE outros ativos	3º
3) Derivativos	1º
3.1) Ativos	2º
3.2) Passivos	2º
4) Outros Investimentos (líquido)	1º
4.1) Outros Investimentos de Residentes (OIR)	2º
4.1.1) OIR empréstimos e financiamentos	3º
4.1.2) OIR moedas e depósitos	3º
4.1.3) OIR outros ativos	3º
4.2) Outros Investimentos de Estrangeiros (OIE)	2º
4.2.1) OIE empréstimos e financiamentos	3º
4.2.2) OIE moedas e depósitos	3º
4.2.3) OIE outros ativos	3º

Anexo II

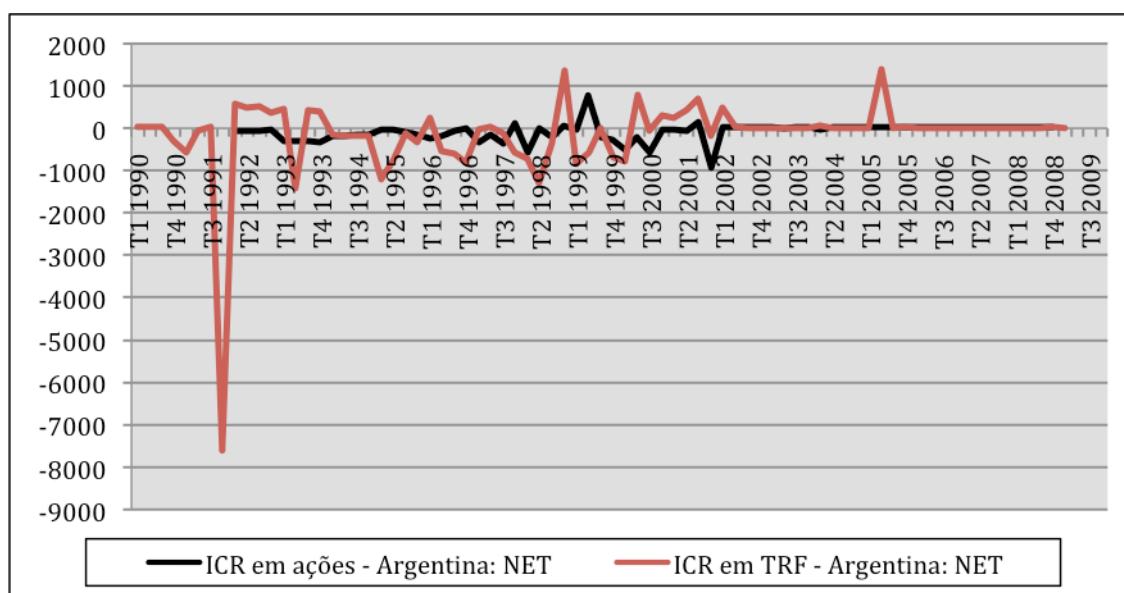
Gráficos da Conta Investimentos em Carteira de Residentes, 1990-2009 (dados trimestrais em bilhões de dólares)

Brasil



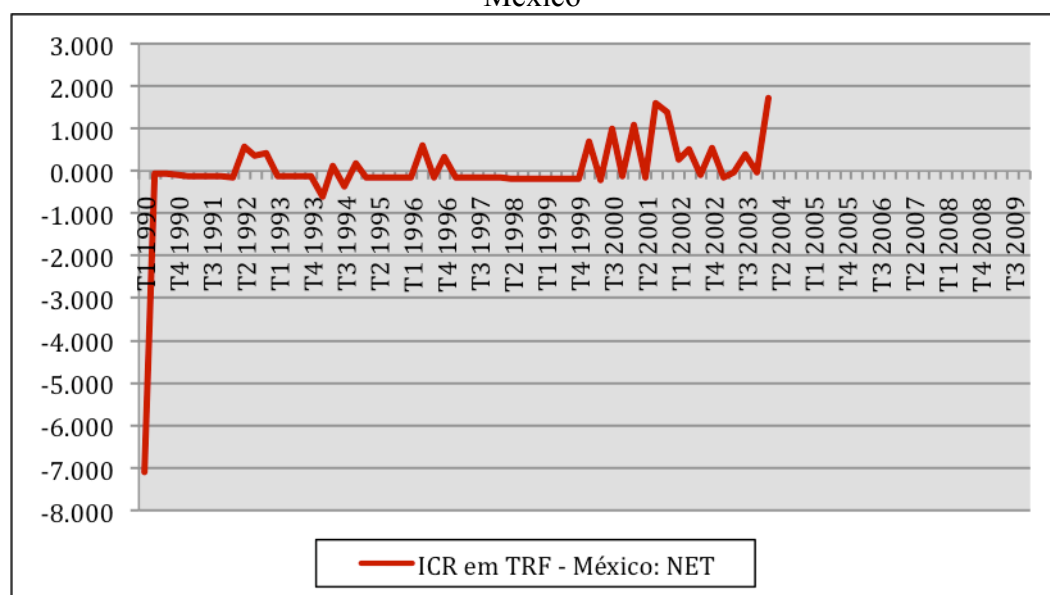
Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Argentina



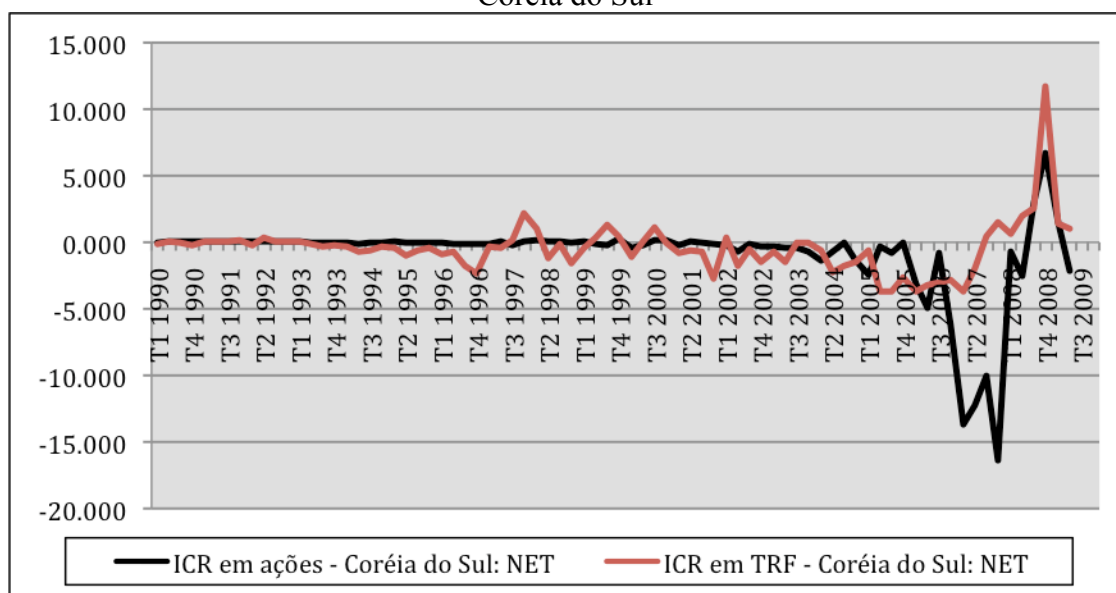
Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

México



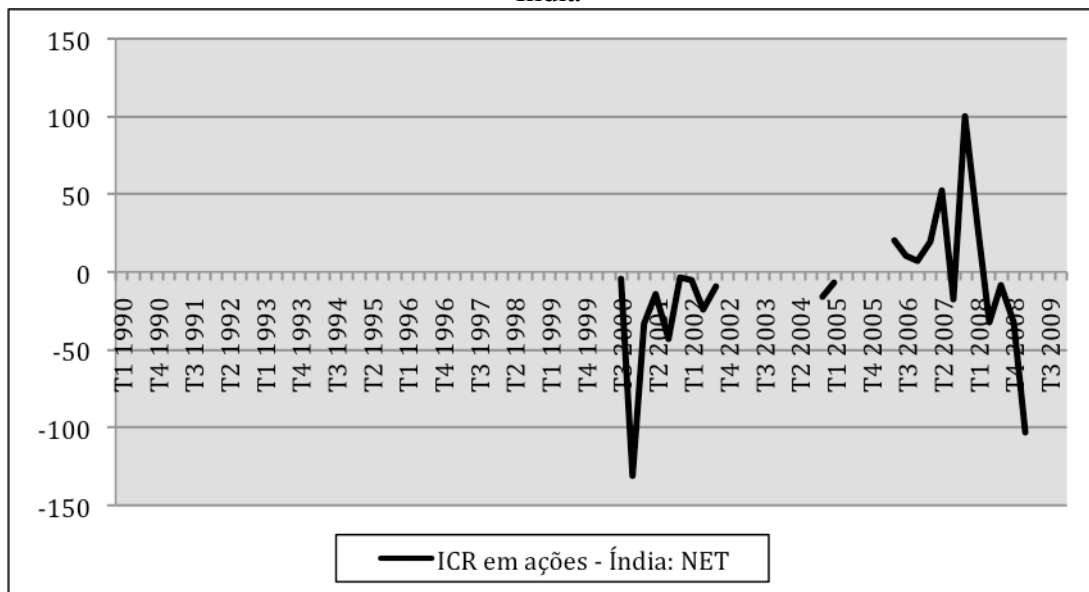
Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Coreia do Sul



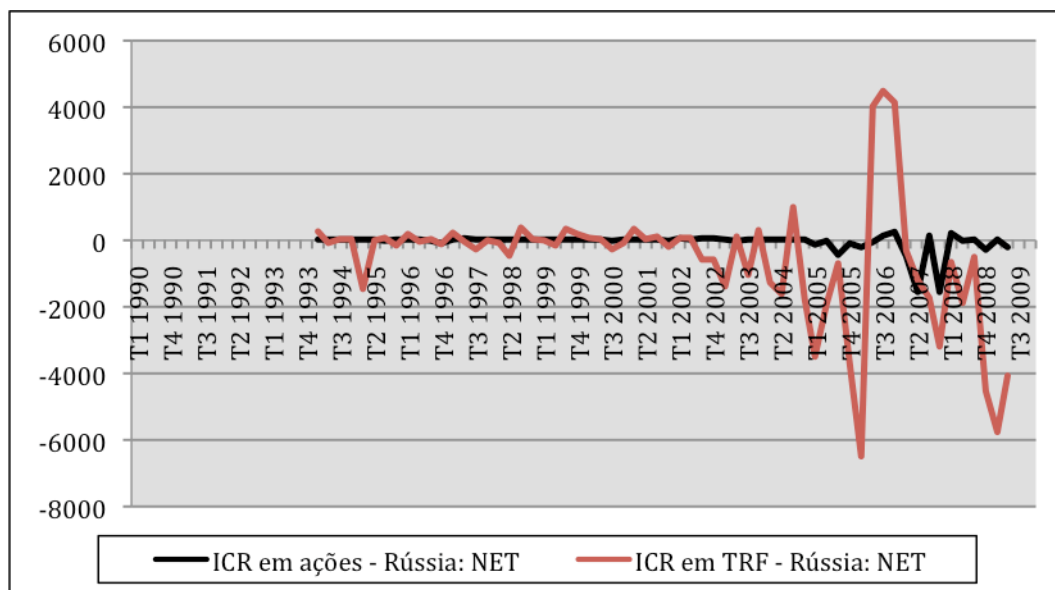
Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Índia



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

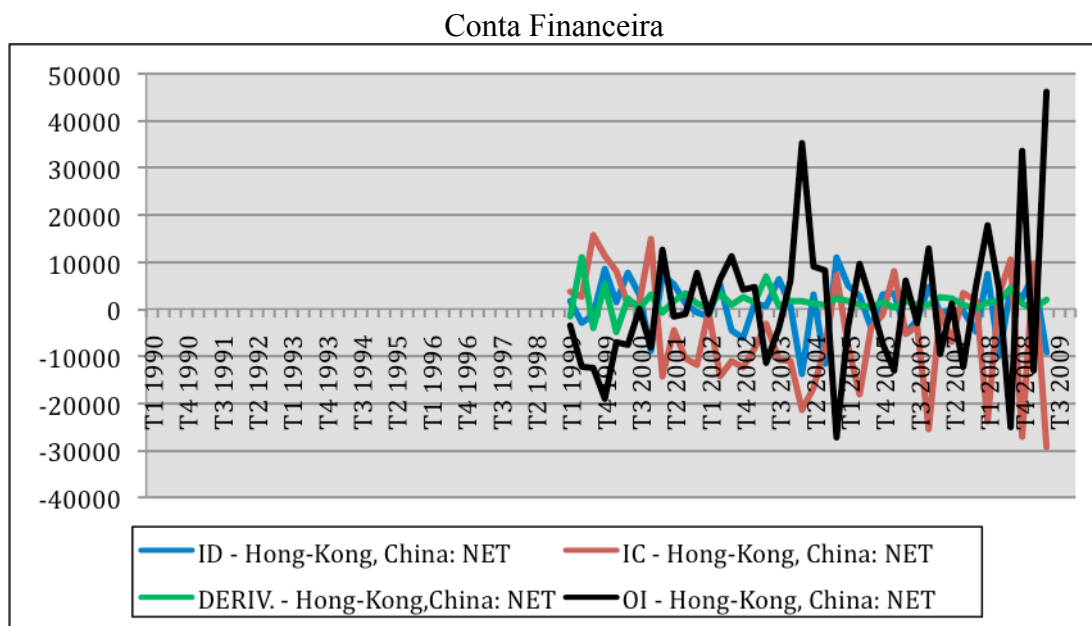
Rússia



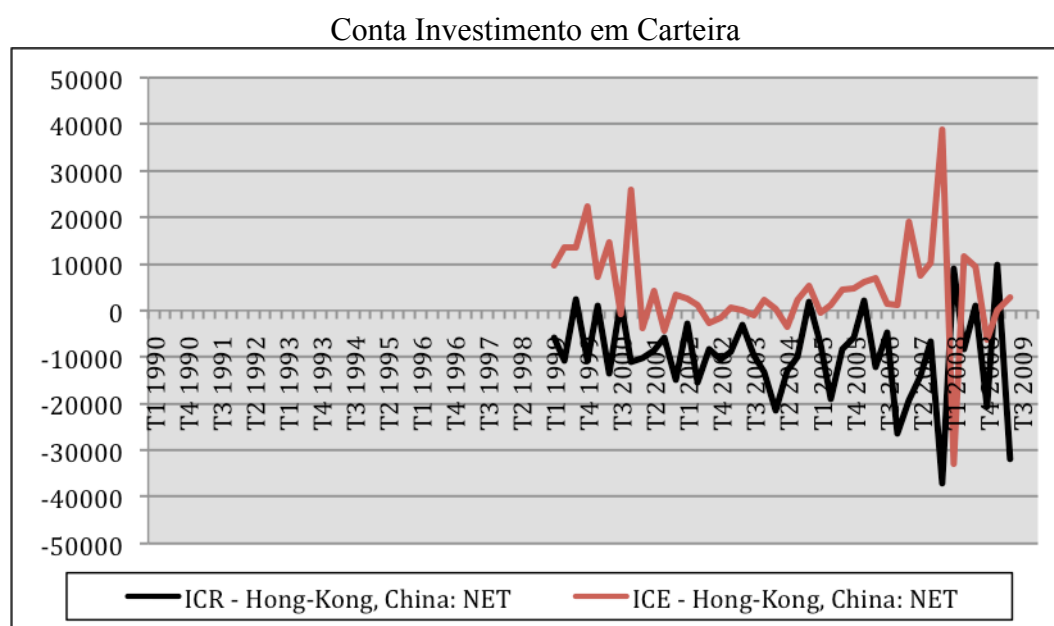
Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Anexo III

Gráficos da Conta Financeira da região de Hong-Kong, China (1999-2009), dados em trimestrais em bilhões de dólares

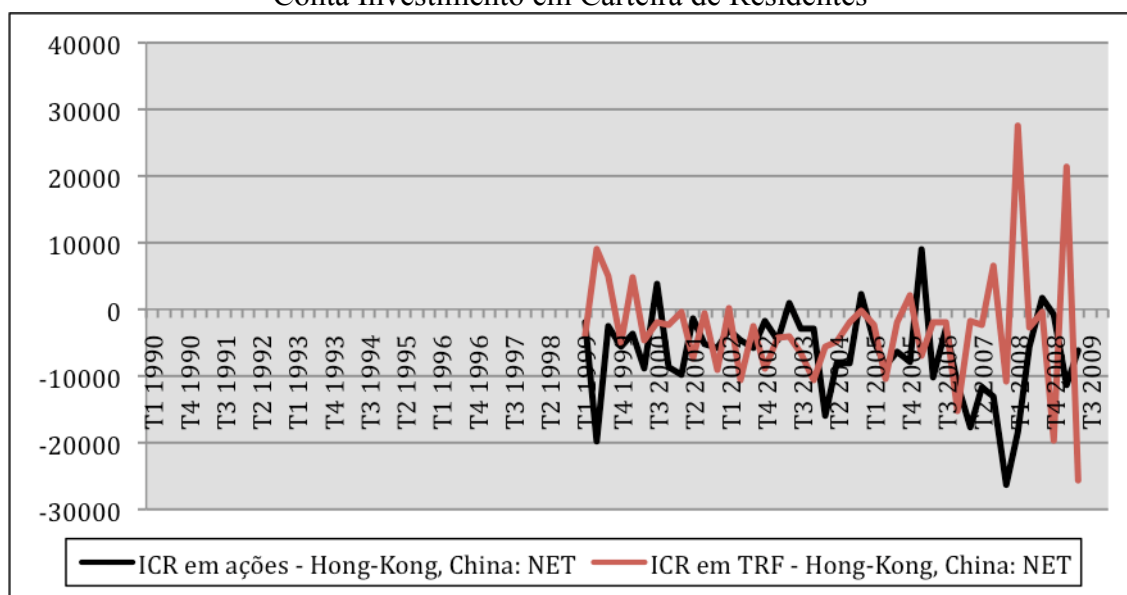


Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.



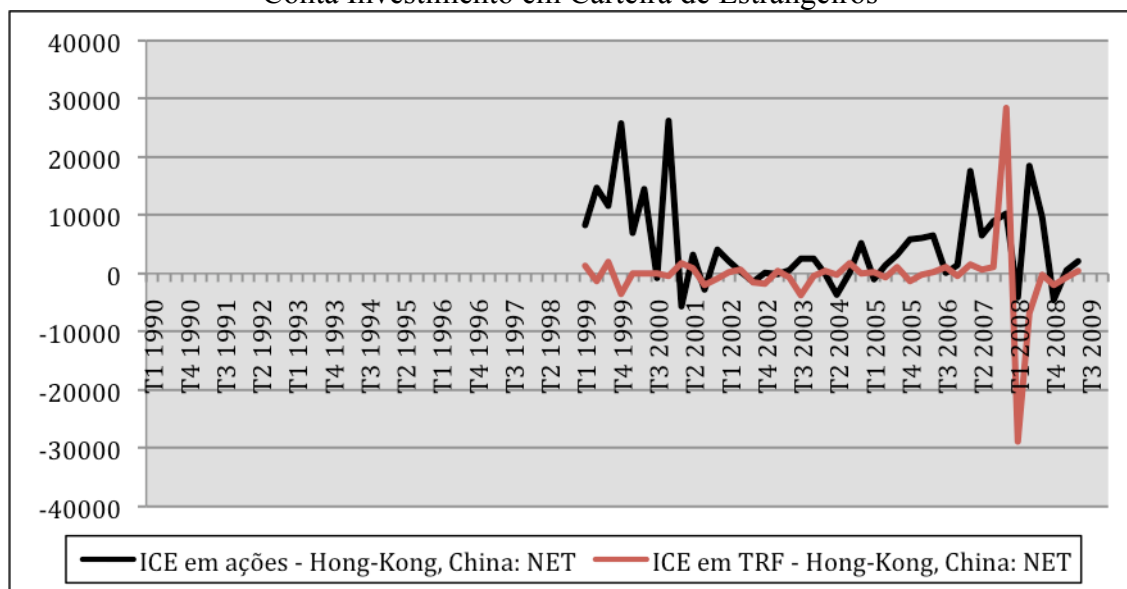
Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Conta Investimento em Carteira de Residentes



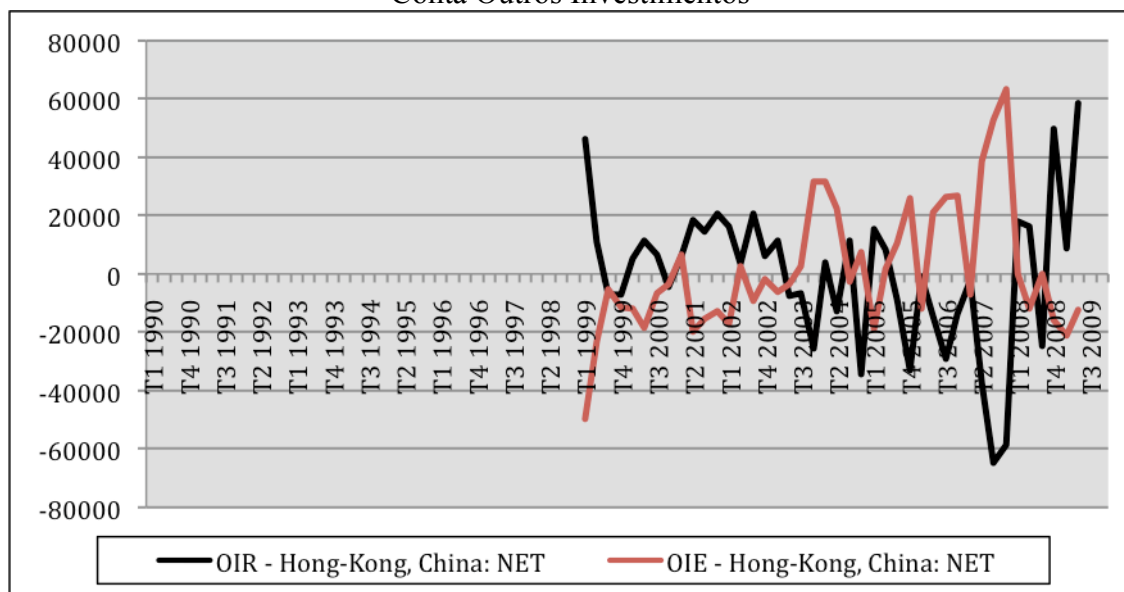
Fonte: IMF (BOP *Statistics*) – elaboração própria.

Conta Investimento em Carteira de Estrangeiros



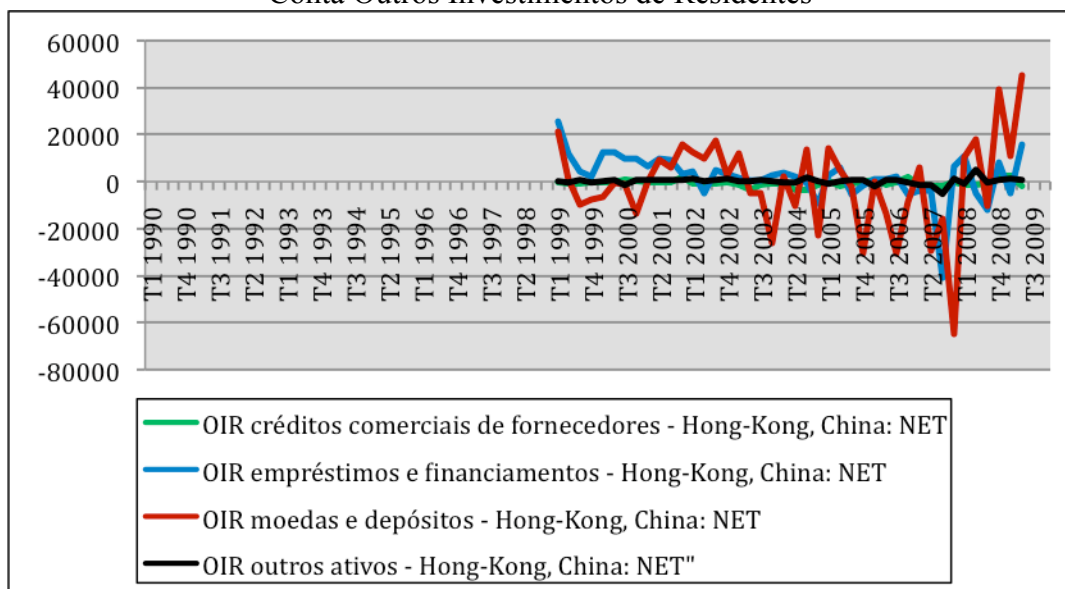
Fonte: IMF (BOP *Statistics*) – elaboração própria.

Conta Outros Investimentos



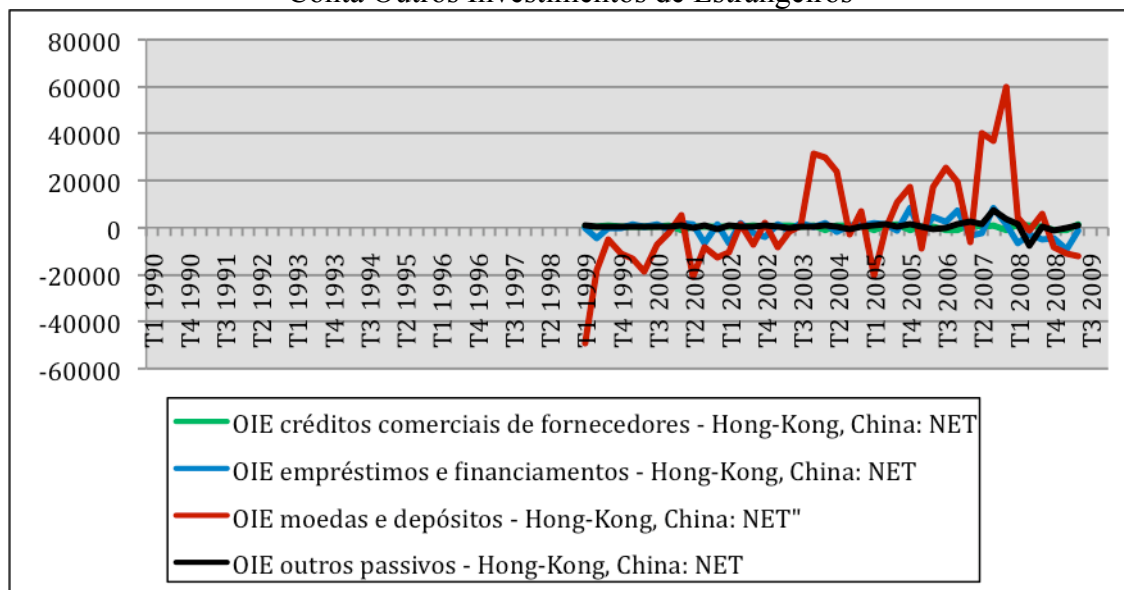
Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Conta Outros Investimentos de Residentes



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.

Conta Outros Investimentos de Estrangeiros



Fonte: IMF (BOP Statistics) – elaboração própria.