

# **Fluxos de Capitais na América Latina: caracterização para a década de 90 e algumas controvérsias sobre flexibilidade e volatilidade**

Jacqueline Franco Cavalcante\*

Ana Maria Fontenele\*\*

## **RESUMO**

No contexto de abertura comercial e financeira, os anos 90 mostraram-se favoráveis à entrada de capitais na América Latina (AL) o que também é verdadeiro para a maior parte das economias em desenvolvimento. Este período também se caracteriza por um elevado nível de liquidez no mercado internacional de capitais. Diante disso, esse trabalho objetiva uma análise dos fluxos de capitais na AL (*“região de países em desenvolvimento”*) nos anos 90, enfatizando suas características gerais, sua composição e algumas controvérsias acerca da volatilidade e da flexibilidade de referidos capitais.

**PALAVRAS – CHAVE** Fluxos de Capitais, Fragilidade, Flexibilidade, Mobilidade, América Latina, IDE, Investimento em *portfolio*, *original sin*, anos 90, crise financeira.

## **1. Introdução**

No contexto de abertura comercial e financeira, os anos 90 mostraram-se favoráveis à entrada de capitais na América Latina (AL) o que também é verdadeiro para a maior parte das economias em desenvolvimento. Este período também se caracteriza por um elevado nível de liquidez no mercado internacional de capitais.

Para os países da AL podemos afirmar que as reformas econômicas postas em prática, bem como o processo de privatização ali instalados, influenciaram favoravelmente o retorno destes capitais. Por outro lado, para as economias desenvolvidas, a performance do produto e a queda das taxas de juros internacionais tornaram o retorno nos países em desenvolvimento relativamente mais atrativos sobretudo para os chamados ‘mercados emergentes’.

Dentre as diversas razões que estimularam os investimentos estrangeiros na América Latina de um modo geral pode-se considerar: a) que a primeira metade dos anos 90 foi caracterizada por uma certa estabilidade política e econômica dessas

economias, justificada pela adoção, pelos principais países da região (Argentina, México, Chile e Brasil) de reformas estruturais objetivando a abertura comercial, a desregulamentação dos mercados, taxas de crescimento favoráveis acompanhadas de estabilização de preços e de controle do orçamento. Essas medidas configurariam um ambiente de harmonia bastante favorável ao capital estrangeiro proporcionando aos investidores internacionais uma recuperação da confiança induzida pela *boa performance* destes países; b) que os mercados de capitais latino-americanos vêm se apresentando, desde as décadas de 70 e 80, muito mais rentáveis que os da Europa e Estados Unidos (relativizando-se o risco); c) que o preço dos títulos nestes mercados é volátil, o que significa que prováveis variações podem se dar de forma abrupta e a taxas maiores que nos mercados desenvolvidos ; d) que o tamanho do mercado é sem dúvida um fator de atração e; e) que a regulamentação desses mercados é muito menos rígida do que a de países como França, Alemanha e Itália (GRIFFITH-JONES, 1997).

Tendo em vista essas considerações, esse trabalho objetiva uma análise dos fluxos de capitais na América Latina (aqui vista como uma “*região de países em desenvolvimento*”) nos anos 90, enfatizando suas características gerais, sua composição e algumas controvérsias acerca da volatilidade e da flexibilidade de referidos capitais.

## **2. Movimento de capitais ao longo da década de 90: alguns resultados para “*regiões em desenvolvimento*”**

No cenário financeiro mundial, o início dos anos noventa marca uma época propícia ao retorno dos fluxos financeiros na AL, quando os investimentos foram estimulados proporcionando uma retomada do crescimento nesta região. De um modo geral, as entradas de investimento direto externo (IDE) nos países em desenvolvimento seguem uma trajetória crescente em toda a década de 90. Os fluxos líquidos médios de IDE entre 1987 e 1992 foram de 21,4 bilhões de dólares. Entre 1988 e 1993 passam para US\$23,4 bilhões, atingindo US\$ 39 bilhões no ano de 1993 (UNCTAD, *WIR*, 2000). Em consequência, a participação do volume dos IDEs nos países em desenvolvimento com relação ao total mundial, torna-se cada vez maior. Em 1994, as entradas de IDE para estes países, são superiores a 100 bilhões de dólares, consideravelmente maior do que o fluxo médio de entrada no começo da

década (35 bilhões de dólares entre 1987 e 1992). Se tomarmos ainda os fluxos líquidos de IDE (para esses países em desenvolvimento) verificamos que ele cresce muito rapidamente, sobretudo a partir de 1995, quando as entradas somam 111,8 bilhões de dólares proporcionando um fluxo líquido de US\$ 61,6 bilhões.

Em 1997, verifica-se mais de 114 bilhões de dólares em termos líquidos de IDE, que passa a mais de 146 bilhões em 1998 proporcionado sobretudo por uma redução de saídas registrando-se entradas constantes - em torno de 189 bilhões (UNCTAD, *WIR*, 2000). Esse comportamento parece refletir a instabilidade internacional originada a partir dos choques financeiros na Ásia e na Rússia. Em 1999, os fluxos de entrada de capitais retomam o crescimento e ultrapassam 207 bilhões de dólares mas, ao mesmo tempo, verifica-se uma forte expansão das saídas de IDE que duplicaram passando para 66 bilhões de dólares, o que contribuiu no mesmo ano para a redução verificada nos fluxos líquidos.

De uma forma específica, dentre as regiões em desenvolvimento apresentadas na Tabela 1, *Ásia e Pacífico* coloca-se para todos os períodos como o principal pólo de atração dos IDE. No período 1987-1992, a média anual de IDE para (fluxo de entrada) essa região equiivale a quase 56% (19,8 bilhões de dólares) do total destinado aos países em desenvolvimento. Em 1993, os fluxos líquidos de IDE correspondem a 60% do total dos fluxos para os países em desenvolvimento e entre 1993 e 1996 a participação de *Ásia e Pacífico* chega a ser superior a 60% do total. Somente a partir de 1997 verifica-se uma queda nessa importância: neste ano essa região responde por 55% das entradas totais dos IDE nos países em desenvolvimento. Em 1998, essa participação cai para 53,8% e para 50,9% em 1999. Os países mais importantes na recepção desses fluxos (nesta região) foram: China, Tailândia, Cingapura, Malásia, República da Coréia, Hong Kong e Taiwan.

Em 1999 a *Ásia e Pacífico* recebe 105,87 bilhões de dólares em IDE, um volume recorde para toda a década de 90. Assistimos neste ano uma reversão da tendência à redução desse volume verificada a partir da crise asiática de 1997, no entanto, esta expansão não é verificada uniformemente para todas as economias mais importantes. A China por exemplo, registrou uma redução no volume líquido de 41,1 bilhões de dólares em 1998 para 37,9 bilhões em 1999 (queda de 7,8%). A Tailândia também sofreu uma redução dos fluxos líquidos que passaram de 7,3 bilhões de dólares em 1998 para 5,7 bilhões em 1999 (22%). As situações de Cingapura, da Malásia e da Coréia são diferentes, pois estas economias apresentaram uma

recuperação dos fluxos líquidos de IDE entre 1998 e 1999. Dentre estas, a Coréia foi a mais dinâmica, com uma expansão que vai dos 1,3 bilhões em 1998 para 7,8 bilhões em 1999. Para este mesmo ano as entradas de IDE na Coréia são superiores aos 10 bilhões de dólares (UNCTAD, *WIR* 2000).

Os fluxos de IDE para a Ásia apresentam uma participação crescente na formação bruta de capital fixo (FBCF), as entradas de IDE representaram 9,6% desse total em 1998 contra uma média anual de 4,3% entre 1988-1993. Esses dados mostram que o IDE é uma fonte de financiamento importante para estas economias, como também o é para os outros países em desenvolvimento. Para alguns países como Cingapura, Tailândia e Hong Kong, os dados são ainda mais significativos: em 1999 as entradas de IDE representavam 17,6% da FBCF de Cingapura, 25% para a Tailândia e 29,6% da formação bruta de capital fixo em Hong Kong (UNCTAD, *WIR* 2000).

**Tabela 1 : Fluxos dos IDEs para as regiões em desenvolvimento  
(bilhões de dólares)**

<i>Período</i>	<i>África</i>			<i>América Latina e Caribe</i>			<i>Europa em desenvolvimento</i>			<i>Ásia e Pacífico</i>		
	<i>entradas</i>	<i>saídas</i>	<i>líquidos</i>	<i>entradas</i>	<i>saídas</i>	<i>líquidos</i>	<i>entradas</i>	<i>saídas</i>	<i>líquidos</i>	<i>entradas</i>	<i>saídas</i>	<i>líquidos</i>
<i>1987-1992</i> <sup>1/</sup>	3.010	1.118	1.892	12.400	1.309	11.091	82	10	72	19.833	11.509	8.324
<i>1988-1993</i> <sup>1/</sup>	3.472	1.001	2.471	13.136	6.930	6.206	221	28	193	30.090	15.551	14.539
<i>1993</i>	3.469	654	2.815	20.009	7.575	12.434	274	22	252	55.061	31.505	23.556
<i>1994</i>	5.632	528	5.104	30.091	6.094	23.997	420	7	413	68.778	35.496	33.282
<i>1995</i>	4.699	175	4.524	32.816	7.305	25.511	483	24	459	73.887	42.754	31.133
<i>1996</i>	5.522	-43	5.565	45.890	5.823	40.067	1.026	68	958	92.592	51.914	40.678
<i>1997</i>	6.896	1.617	5.279	69.172	15.050	54.122	1.020	228	792	101.701	47.440	54.261
<i>1998</i>	7.519	648	6.871	73.767	9.405	64.362	1.459	125	1.334	96.735	22.867	73.868
<i>1999</i>	8.949	935	8.014	90.485	27.325	63.160	2.315	109	2.206	105.869	37.269	68.600
Fonte: UNCTAD, <i>World Investment Report</i> 1999 e 2000.												
1/ Média anual												

Apesar da importância da região *Ásia e Pacífico* durante a primeira metade da década de 90, a partir de 1996, os fluxos líquidos de IDE migram de forma mais acelerada para a *América Latina* (AL) o que se faz em detrimento da participação da região asiática. Os fluxos líquidos de IDE para a AL passam de 25 bilhões de dólares em 1995 a 40 bilhões em 1996 (aumento de 60%); ao mesmo tempo, os fluxos líquidos em direção a *Ásia e Pacífico* aumentam de 40 bilhões de dólares para 54 bilhões (35%). A *África* e os *países europeus em desenvolvimento* são relativamente marginais no processo de transferência de capital sob a forma de IDE. Os fluxos de entrada de IDE em direção de *Ásia e Pacífico* passam de 25,4% do total em 1993 a 41% em 1998 e depois a 43,5% em 1999. Em 1999, o valor dos fluxos de entrada de IDE nos países latino-americanos é mais de três vezes superior aos valores de 1993. As entradas médias de IDE passam de 12,4 bilhões de dólares entre 1987-1992 a mais de 20 bilhões em 1993, para atingirem os 30 bilhões em 1994.

Verificamos então a já referida expansão progressiva dos fluxos de entrada de IDE, que sobem a 73 bilhões de dólares em 1998 e a 90 bilhões de dólares em 1999 (Tabela 1).

Os saldos líquidos de IDE para a *América Latina* são positivos para todo o período da Tabela 1, verifica-se também uma tendência ao crescimento que tende a se acentuar. O pico de crescimento se dá entre 1993 e 1994 com a quase duplicação dos saldos líquidos.

Essa tendência expansionista dos fluxos de entrada de IDE na AL é constatada para toda a década. Contudo, em 1997, observa-se um forte aumento dos fluxos de saída que passam de 5,8 bilhões de dólares em 1996 a 15 bilhões em 1997. Em 1999, as saídas de IDE na AL ultrapassaram os 27 bilhões de dólares. Isto se deve às restrições das crises financeiras do final da década (asiática, russa e brasileira), sobretudo no que diz respeito ao aumento do risco nos mercados emergentes e aos efeitos *contágio* destas crises sobre os investimentos estrangeiros nos países em desenvolvimento.

A participação dos IDEs na Formação Bruta de Capital Fixo latino americana possui a mesma tendência altista verificada para Ásia e Pacífico. A média anual é de 5,2% entre 1988-1993, uma forte expansão é sentida a partir de 1994 quando os fluxos de entrada de IDE representam 8,8% da Formação Bruta de Capital Fixo na AL. As mais fortes participações se dão em 1997 e 1998, quando os fluxos de entrada são respectivamente 16,2% e 16% da Formação Bruta de Capital Fixo (UNCTAD, *WIR* 2000).

Ao se examinar a expansão dos estoques de IDE como percentagem do PIB, a tendência ao crescimento das saídas é verificada tanto para Ásia e Pacífico quanto para a AL. A diferença está no fato de que entre 1995 e 1998 os estoques das saídas de IDE em porcentagem do PIB são muito maiores na Ásia do que na América Latina, pois na Ásia passam de 2,8% do PIB em 1990 a 6,1% em 1995 e em seguida a 9% em 1998. A crise asiática de 1997 é um dos principais responsáveis por essa expansão dos estoques de saída em porcentagem do PIB na Ásia e Pacífico o que é menos visível para a AL: os estoques de saída de IDE passam de 2,4% do PIB em 1995 a 3,3% em 1998, e os estoques de entrada de IDE aumentam de 11,9% a 19,5% do PIB no mesmo período (UNCTAD, *WIR* 2000).

Ao analisarmos o financiamento da Formação Bruta de Capital na AL em porcentagem do PIB em dólares de 1990, verificamos uma forte recuperação desde o

início dos anos 90, o que se deve em grande parte a uma expansão da poupança externa que aumenta de 0,2% do PIB em 1990 a 1,5% e 1991 e a mais de 3% entre 1993 e 1994. A crise mexicana reduz a poupança externa à 2,2% do PIB entre 1995 e 1996. A partir de 1997 o coeficiente de financiamento externo volta a crescer, passando a 3,3% do PIB em 1997 e a 4,5% do PIB em 1998. Em consequência das turbulências verificadas nos mercados emergentes a partir de 1997, a poupança externa se reduz a 3% do PIB em 1999. Os fluxos externos de capitais são responsáveis pela recuperação da Formação Bruta de Capital durante os anos 90, mesmo que esta recuperação não tenha sido muito acentuada, uma vez que ainda se encontra longe dos dados verificados para 1980, quando a FBC representava 28,9% do PIB. O fato é que apesar da forte impulsão dada pela poupança externa, a poupança nacional bruta se reduz em grande parte dos anos 90.

Durante os anos 90 os fluxos de capitais são geralmente caracterizados tendo em vista seus destinos. Na década de 90 eles se dirigem para os novos mercados emergentes após uma longa fase de quase dez anos de ausência. Contudo, um estudo desses fluxos, deve também considerar a sua natureza com o objetivo de melhor compreender sua composição e de estabelecer algumas relações sobre a fragilidade financeira dos mercados emergentes. Para isso faz-se na próxima sessão deste trabalho, uma apresentação das controvérsias acerca da volatilidade e flexibilidade desses capitais.

### **3. Controvérsias sobre a volatilidade e a flexibilidade dos fluxos de capitais e a instabilidade econômica.**

A caracterização dos fluxos estrangeiros de capitais na América Latina é fundamental para a compreensão dos seus efeitos econômicos a curto e longo prazos. Da mesma forma, o estudo da composição dos fluxos de capitais pode ser importante para tomadas de decisão do ponto de vista dos controles de capitais e das políticas cambiais e fiscais. Ao fazê-lo, pode-se indagar sobre as principais mudanças ocorridas na composição dos fluxos durante o período em análise. Essas mudanças dizem respeito à maturação dos empréstimos e das aplicações e à própria natureza dos fluxos. Neste sentido dá-se prioridade à análise dos IDE, dos investimentos em *portfolio* e mais precisamente ao estudo do mercado de títulos e ações.

Durante os períodos de crise ou de instabilidade econômica observa-se

que a mobilidade dos capitais a curto prazo é mais elevada. Este foi o caso durante a crise mexicana ou ainda mais recentemente durante a crise cambial brasileira no início de 1999. Assim sendo, pode-se pensar na existência de uma relação entre a volatilidade dos fluxos de capitais, a flexibilidade, a composição dos fluxos e as crises financeiras. O objetivo é analisar a possibilidade de uma correlação entre o tipo de investimento estrangeiro, sua maturidade e a fuga de capitais. Por exemplo, uma questão a ser colocada é a de que o fato de um fluxo de capital ser um IDE ou um investimento em *portfolio* seria suficiente para afirmar que ele é mais ou menos suscetível a fugir em períodos de crises? Ou pode-se dizer que na realidade estamos falando da existência de uma "*hierarquia de volatilidade*" (GRIFFITH-JONES e CAILLOUX, 1997) ou ainda que a fuga de capital é um fato agravado pela existência do *original sin* (defeito de concepção)?

Uma vez que não existe um consenso teórico para estas questões, cabe aqui apresentarmos alguns argumentos que consideramos fundamentais para o esclarecimento dessas controvérsias.

### **3.1. Primeiro argumento: "os fluxos de IDE são relativamente menos voláteis, mais estáveis e menos flexíveis"**

Discutimos inicialmente a concepção geral de que os fluxos de capitais são, a partir de uma "*hierarquia de volatilidade*", mais estáveis que os investimentos em *portfolio*. Dado que os fluxos de IDE se apresentam na sua grande maioria sob a forma de ativos fixos, a sua saída torna-se relativamente mais difícil no curto prazo (GRIFFITH-JONES & CAILLOUX, 1997). Os investimentos diretos se caracterizariam assim por uma relativa imobilidade, de forma que a mobilidade destes fluxos em direção a outros mercados ou outras formas de investimentos só seria possível com o passar do tempo.

Esta concepção tenta provar que uma maior participação dos fluxos de IDE na composição dos fluxos totais de capital é um sinal de que a economia em questão é economicamente estável e menos suscetível às crises. Este argumento admite que os fluxos de IDE tendem a migrar em direção às economias mais estáveis, com baixo risco e um razoável desenvolvimento do mercado financeiro (HAUSMANN & FERNÁNDEZ-ARIAS, 2000 e FERNÁNDEZ-ARIAS & HAUSMANN, 2000).



Com relação aos investimentos em *portfolio*, uma conclusão definitiva sobre a flexibilidade e/ou mobilidade dependerá do tipo de investimento considerado. Neste sentido o interesse seria não somente saber se o investimento é a curto ou longo prazos, mas também se ele dispõe de instrumentos capazes de torná-los mais líquidos, como é o caso da emissão de bônus com opção.

Em resumo, este argumento afirma que os fluxos de capitais a curto prazo e os investimentos em *portfolio* em direção aos países em desenvolvimento são inevitavelmente instáveis, o que justificaria de um lado, políticas de controle dos fluxos estrangeiros de capitais, e de outro, um maior incentivo aos fluxos de investimento diretos nestas economias.

Chuhan, Pérez-Quirós & Popper (1996) elaboraram um estudo sobre as similitudes e diferenças entre os diversos fluxos de capitais. Os seus resultados validam a tendência geral e o argumento de que a volatilidade é comparativamente mais forte para os fluxos a curto prazo. Este estudo é feito com base em testes multivariados que consideram a interação dos diversos fluxos de capitais em diferentes países.

Os principais resultados de Chuhan, Pérez & Popper (1996) são: a) os fluxos de capitais não são essencialmente os mesmos, mas individualmente eles agem de forma semelhante; (b) os investimentos a curto prazo são mais sensíveis às mudanças que todos os outros fluxos, inclusive os investimentos diretos. O mesmo não é verdadeiro para os fluxos de IDE; (c) os investimentos diretos exercem um papel muito importante na determinação dos outros fluxos de capitais.

Os autores citados analisaram a interação dos fluxos para diferentes países e os resultados obtidos confirmam que os investimentos a curto prazo são mais sensíveis que os investimento diretos. As perturbações verificadas nos investimentos a curto prazo são transmitidas com mais evidência que aquelas ocorridas nos investimentos diretos. Estes resultados, contrariamente aos de Claessens, Dooley e Warner que serão apresentados a seguir, mostram que a composição dos fluxos internacionais de capitais é um fator importante para explicar a flexibilidade e a mobilidade do capital. Assim, os fluxos a curto prazo responderiam de forma mais efetiva e forte às modificações dos outros fluxos em um mesmo país e ao comportamento dos fluxos de capitais de outros países.

### **3.2. Segundo argumento: 'os fluxos de capitais a longo prazo são tão**

### *voláteis quanto os fluxos de capitais a curto prazo''*

Claessens, Dooley et Warner (1995) elaboraram um estudo que de certa forma se opõe claramente à idéia corrente sobre a volatilidade dos fluxos de capitais. O trabalho empírico dos três autores analisa a relação entre a volatilidade e a natureza dos fluxos de investimento. Eles concluem que a mera distinção entre os fluxos de curto prazo (*hot money*) e os fluxos de longo prazo (*cold money*) não é suficiente para se afirmar com exatidão que, por exemplo, os fluxos de IDE sejam menos voláteis que os outros, pois os fluxos a longo prazo podem ser negociados em um mercado secundário e os fluxos a curto prazo podem sofrer refinanciamentos contínuos.

Neste caso, o refinanciamento de um ativo a curto prazo lhe dá um caráter de ativo a longo prazo. Da mesma forma, quando os fluxos de longo prazo são negociados no mercado secundário eles parecem adquirir as mesmas propriedades que os fluxos de curto prazo.

Claessens, Dooley & Warner concluíram para a maioria dos países analisados (cinco países industrializados e cinco países em desenvolvimento) que a classificação fluxos de capitais a curto prazo e a longo prazo não é suficiente para dar uma resposta definitiva sobre as propriedades dos fluxos de capitais, pois os fluxos a longo prazo são tão voláteis quanto os fluxos a curto prazo. Diante da possibilidade de substituição entre os diversos fluxos, Claessens *et al* vão adiante na necessidade de uma profunda análise das contas nacionais das economias em questão, o que será apresentado nos trabalhos de FERNÁNDEZ-ARIAS & HAUSMANN (2000).

Estes resultados estão em conflito direto com o senso comum sobre a volatilidade dos fluxos de investimentos internacionais. As principais críticas afirmam que as conclusões de Claessens *et al* são limitadas por duas razões principais: a) a pesquisa em que se fundamentam utiliza os fluxos líquidos de capitais e por não utilizar os fluxos brutos torna-se impossível analisar uma possibilidade de reversão desses fluxos; b) apesar da boa qualidade e elaboração do coeficiente de variação utilizado, a pesquisa é ainda limitada pela aplicação de testes univariados (GRIFFITH-JONES y CAILLOUX, 1997).

Os argumentos apresentados anteriormente não deixam muita escolha à análise dos fluxos de capitais. Se tomarmos o caso dos países latino-americanos, as conclusões sobre os efeitos dos fluxos de capitais não são obrigatoriamente as mesmas verificadas para os países desenvolvidos. Isso tudo leva ao convencimento de

que o estudo da composição dos fluxos de capitais e da sua maturidade não permitem uma conclusão exata e precisa sobre a possibilidade de ocorrência de uma crise financeira em determinada região. Esta é sem dúvidas a razão para se apresentar os progressos nos estudos de Fernández-Arias e Hausmann (2000). Consideramos que estas conclusões esclarecem prováveis nuances não desenvolvidas pelos argumentos anteriores.

### **3.3. Uma análise qualitativa dos fluxos de capitais estrangeiros**

A concepção usual que considera a existência de um elo entre a composição dos fluxos financeiros, a volatilidade do capital e a ocorrência de crises financeiras, se fundamenta no fato de que nos mercados emergentes os choques financeiros são acompanhados, na maioria dos casos, de uma redução dos fluxos estrangeiros de investimento. Os IDE seriam assim vistos como uma fonte de financiamento sem grandes perigos, o que significa que uma maior participação relativa dos investimentos a curto prazo nos fluxos totais de capital estaria associada à ocorrência de choques financeiros.

Mais precisamente, os fluxos de capitais a curto prazo são relacionados às crises financeiras primeiramente porque uma maior afluência relativa de fluxos de IDE em uma economia é sinônimo de estabilização e segue um bom caminho. Por outro lado, se as entradas líquidas de IDE não são importantes, estaríamos diante de uma economia economicamente instável. Esta concepção sobre as características dos fluxos de capitais se deve ao fato de que o IDE é considerado como uma forma de compromisso financeiro a longo prazo que está encravado (fixo) em uma economia e que não deverá fugir diante dos primeiros sinais de instabilidade (FERNÁNDEZ-ARIAS & HAUSMANN, 2000).

Contudo, o IDE não deve ser considerado como um ativo físico (material) de uma firma, por exemplo como uma máquina, um prédio, etc. O argumento tradicional considera o IDE através de seu caráter não-líquido (FERNÁNDEZ-ARIAS & HAUSMANN, 2000). Os investimentos diretos devem ser vistos como uma forma de financiamento das firmas. É claro que ocorrendo um choque financeiro em uma economia os ativos físicos não podem sair do país, mas devemos lembrar que os ativos financeiros assegurados (lastreados) por esses ativos físicos não encontram problemas para deixar o país. Desta forma o risco e a volatilidade dos fluxos de

capitais não podem e nem devem ser alvos de análises individuais de cada tipo de fluxo de capital.

Em certos casos, os fluxos de IDE são relativamente mais seguros para enfrentar uma crise financeira. Fernández-Arias e Hausmann (2000, p.5) expõem uma situação na qual a moeda de um país qualquer não pode ser utilizada para empréstimos no exterior, nem mesmo para empréstimos de longo prazo dentro do próprio país. Este fenômeno é chamado de *original sin* (defeito de concepção ou fraqueza *original* da própria moeda a cuja economia *fraca* se refere). O problema para as economias que o apresentam (grande maioria das economias emergentes) é que por um lado os empréstimos no exterior devem ser feitos em dólares e a economia deve enfrentar as mudanças nos valores das divisas. Por outro lado os empréstimos a curto prazo são vulneráveis às diferenças de prazos de resgate. A escolha é difícil e as duas opções aumentam os riscos. O financiamento por meio de IDE, e particularmente as ações, devem então ser mais seguros. Um país será mais vulnerável se ele possui um volume importante de dívidas em divisas estrangeiras. Nesse caso uma variação na taxa de câmbio tem um forte impacto sobre o balanço de pagamentos e pode trazer consigo a origem de uma crise financeira.

As regressões feitas por Hausmann e Fernández-Arias mostram a probabilidade de ocorrência de uma crise cambial em função dos estoques de dívidas (comprometimentos) sob duas formas: **IDE** e **NÃO-IDE**.

Os autores utilizam como variável de controle o nível de abertura dos países e a renda per capita. Os grupos de países compreendem "*os países em desenvolvimento com um PIB superior a 5 bilhões de dólares em 1997*", o grupo de "*todos os países em desenvolvimento*", e o grupo "*todos os países, com exceção dos Estados Unidos*". Os principais resultados encontrados pelos autores são:

- i. o grau de desenvolvimento e de abertura de uma economia estão fortemente e negativamente correlacionados à probabilidade de ocorrência de uma crise de câmbio (linhas 3 e 4 da Tabela 2);
- ii. os compromissos sob a forma de IDE não têm efeitos sobre a probabilidade de ocorrência de uma crise cambial para todos os grupos de países analisados (linha 1 da Tabela 2);
- iii. os compromissos sob a forma NÃO-IDE possuem um impacto positivo e significativo sobre a probabilidade de ocorrência de crises de câmbio para os países em desenvolvimento. Para o grupo "todos os países" os compromissos NÃO-IDE

perdem seus efeitos sobre a probabilidade de ocorrência de crise cambiais (linha 2 da Tabela 2);

iv. a correlação entre a ocorrência de crises de câmbio e *original sin* (*defeito de concepção*) é explicada pelo seguinte: em uma amostra de 170 países foram encontrados 143 com o *original sin*, dos quais 99 passaram por uma crise cambial entre 1990 e 1997. Dos outros 27 países que não são marcados pelo *original sin* somente dois vivenciaram uma crise cambial entre 1990 e 1997 (FERNÁNDEZ-ARIAS & HAUSMANN, 2000, p.19, Tabela 4).

Segundo os resultados acima, podemos afirmar que somente no caso dos países em desenvolvimento os fluxos de **IDE** se apresentam mais seguros que os fluxos **NÃO-IDE**. Esse resultado deve ser analisado considerando a existência do *original sin* das moedas das economias em desenvolvimento. Os países latino-americanos, por exemplo, não emitem suas moedas no mercado internacional, assim a correlação positiva entre o financiamento através dos fluxos **NÃO-IDE** e a incidência de crises cambiais é válida conjuntamente com a correlação entre o *original sin* e a ocorrência de crises.

A existência do *original sin* não deve ser percebida como uma condição necessária e suficiente para a ocorrência de uma crise cambial. Segundo os autores, o financiamento através de fluxos **NÃO-IDE** não é a origem do aumento dos riscos. Entretanto, nos países em desenvolvimento o risco do financiamento através de fluxos **NÃO-IDE** é “*relativamente mais importante*” e tende a aumentar naqueles países que apresentam o *original sin* (FERNÁNDEZ-ARIAS & HAUSMANN, 2000).

**Tabela 2 : Resultados sobre a probabilidade de ocorrência de uma crise cambial (modelo Hausmann e Fernández-Arias)**

<i>Determinantes</i>	<i>Qualificação dos Países</i>					
	<i>Países em desenvolvimento (exceção das pequenas economias)</i>		<i>Todos os países em desenvolvimento</i>		<i>Todos os países (exceção dos Estados Unidos)</i>	
<i>IDE/PIB</i>	-0.023 (0.19)	-0.052 (0.43)	-0.070 (0.74)	-0.092 (0.96)	-0.028 (0.54)	-0.061 (1.13)
<i>NÃO-IDE/PIB</i>	0.387** (4.16)	0.428** (4.48)	0.299** (5.49)	0.311** (5.80)	-0.001 (0.10)	0.002 (0.59)
<i>Exportação/PIB</i>	-0.461**	-0.405**	-0.388**	-0.313**	-0.230**	-0.135**

	(3.09)	(2.71)	(3.67)	(2.95)	(4.49)	(2.51)
<b>PIB per capita</b>	---	-0.930*	---	-1.110**	---	-0.270**
		(1.89)		(2.81)		(3.45)

Fonte : FERNÁNDEZ-ARIAS & HAUSMANN (2000, p.17, Tabela 2). Nota dos autores: "As razões são medidas em porcentagem. O PIB per capita (1995) é medido em mil dólares. As estatísticas z estão dentro dos parênteses (em valores absolutos). \*\*Significativo à 5%. \*Significativo à 15%".

Nos países latino-americanos os fluxos de capitais mudaram de composição durante os anos 90. Os IDE são predominantes até 1992 e a partir de então começam a ceder espaço aos fluxos de investimentos em *portfolio*. Assistimos mais recentemente a uma nova reversão dessa tendência. Durante os anos 90 o capital acionário parece se tornar a nova forma de financiamento dos países em desenvolvimento. Os fluxos de capitais de curto prazo adquirem uma importância relativamente maior e, em vista disso, as economias latino-americanas acentuam suas fragilidades o que acarreta uma ameaçante instabilidade econômica. Isso ocorre não porque os capitais de curto prazo são voláteis ou mais ligados à ocorrência de crise cambiais, mas porque a natureza desses fluxos associada a outras variáveis, como por exemplo ao *original sin*, aumentam a fragilidade financeira do financiamento econômico nesta região.

A principal diferença entre os investimentos em *portfolio* e os investimentos diretos diz respeito ao tipo de investidor, ao seu relacionamento com a gestão do capital investido e também ao horizonte temporal do investimento. Os investimentos em *portfolio* possuem um prazo mais curto que os IDE, e ainda mais os investidores que optam pelos investimentos em *portfolio* não possuem compromissos visando a gestão da firma, como é o caso para os IDEs. Quanto ao tipo de investidor, aqueles que optam pelo IDE estão envolvidos na produção dos bens e serviços. Em geral, os investidores em *portfolio* são as instituições financeiras e os investidores institucionais (UNCTAD, WIR 2000).

#### **4. Os Investimentos Diretos Estrangeiros (IDE) e os Investimento em *Portfolio***

Os IDE representam uma categoria de capital internacional na qual as transações de capitais são feitas a partir de uma relação direta entre as empresas de um país e outras empresas estrangeiras. Eles se diferenciam dos outros tipos de

investimento internacional ao estarem ligados às relações internacionais das empresas (multinacionais e nacionais). De uma forma geral, os investimentos diretos englobam “*o capital social, os benefícios reinvestidos e outros capitais ligados às várias transações entre empresas subsidiárias*”.

Os investimentos em *portfolio* são aqueles cuja negociação se dá no mercado de capitais e bolsas de valores, e não no seio das unidades produtivas. Esses investimentos são compostos de ações, títulos do setor público e de outros títulos (bônus).

Nos mercados emergentes os investimentos em *portfolio* são caracterizados pela grande volatilidade de seus preços. Isto é demonstrado de forma empírica nas seções precedentes. Por um lado, a volatilidade e a flexibilidade dos investimentos em *portfolio* permitem, por exemplo, a uma região que possui uma rentabilidade relativamente maior que outra, a realização deste investimento de forma mais fácil e em um espaço de tempo mais curto. Por outro lado, essas mesmas características (volatilidade e flexibilidade) são propícias ao retorno dos fluxos de investimentos em períodos de baixa rentabilidade dos mercados e ainda de dificuldade ou mesmo crises financeiras. Nós podemos avançar que nos mercados emergentes os investimentos em *portfolio* possuem um caráter especulativo mais aguçado que as outras categorias de investimentos.

Desta forma os investimentos em *portfolio* podem representar um risco para as economias receptoras dado que se trata de um investimento baseado na confiança que os agentes possuem no mercado em questão. Diante do menor desequilíbrio, esta confiança pode se transformar em desconfiança e, como resultado imediato, pode acarretar saídas bruscas de capital. Outros fatores também podem ocorrer, tais como liquidações em *portfolio* e os efeitos negativos sobre a taxa de câmbio e sobre o sistema de preços da economia.

Os fluxos líquidos de capitais privados para os países em desenvolvimento durante os anos de 1990-1996 apresentam uma média de 131,2 bilhões de dólares, dos quais 45,7 bilhões se destinam à América Latina e Caribe. Esses valores são bem maiores que aqueles relativos à média da segunda metade dos anos 80, no período entre 1984-1989. Neste período, a média dos capitais privados líquidos para os países em desenvolvimento foi de 18,1 bilhões de dólares e a média destinada aos países latino americanos é negativa de 200 milhões, o que representa uma saída líquida. Durante os anos 80 os fluxos líquidos de capitais públicos são mais

importantes que os fluxos de capitais privados: 25,8 bilhões de dólares para os países em desenvolvimento e 8 bilhões de dólares para América Latina e Caribe (FMI, *Rapport Annuel 1998*).

Os fluxos líquidos de capitais privados se compõem dos *fluxos líquidos de IDE*, dos *investimentos em portfolio* e de "*outras formas de investimento*". A trajetória crescente dos fluxos de investimento durante os anos 90 permite afirmar que quanto aos países em desenvolvimento, o IDE é o principal instrumento de transferência de capitais para esta região. Entre 1984 e 1989 os fluxos líquidos de IDE para os países em desenvolvimento apresentaram uma média de 12,1 bilhões de dólares e somente para os sete primeiros anos da década de 90 (1990-1996) esta média anual passa a 56,8 bilhões. Especificamente para a América Latina e Caribe, os fluxos líquidos de IDE também se configuram como uma importante fonte de investimentos, entre 1984 e 1989, apesar de todos os problemas de financiamento encontrados nos anos 80, eles são superiores a 5 bilhões (FMI, *Rapport Annuel 1998*).

Entretanto, nada é comparável ao crescimento dos fluxos de capitais privados dos anos 90. Neste período os fluxos líquidos privados são muito maiores que os fluxos líquidos oficiais. Os investimentos em *portfolio* adquirem uma grande importância relativa na composição dos fluxos líquidos privados dos países em desenvolvimento, dado que eles passam de uma média de 4,2 bilhões de dólares entre 1994 e 1989 a uma média superior a 49 bilhões entre 1990 e 1996. Para a América Latina e Caribe a tendência é semelhante, os fluxos líquidos de investimentos em *portfolio* são em média de 29,9 bilhões entre 1990 e 1996, vale a pena ressaltar que no período 1984/1989 estes mesmos fluxos líquidos eram negativos em 900 milhões de dólares. Durante a primeira metade dos anos 90, os fluxos de investimentos em *portfolio* não são importantes somente quando se compara com a segunda metade dos anos 80, mas também quando comparados aos 18,7 bilhões de dólares em termos de IDE líquidos para o período 1990/1996 (FMI, *Rapport Annuel 1998*).

Através da Tabela 3 podemos analisar a dinâmica dos fluxos líquidos de capitais privados nas economias emergentes e na América Latina e Caribe durante toda a década de 90. O volume total de fluxos líquidos de capitais para as economias emergentes apresenta uma tendência ao crescimento que se prolonga até o ano de 1996, de menos de 50 bilhões de dólares em 1990 a mais de 120 bilhões em 1993, para atingir um valor superior aos 210 bilhões em 1995.



**Tabela 3 : Mercados emergentes- fluxos líquidos de capitais privados 1990/2001  
(bilhões de dólares)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Projeções 2000	Projeção 2001
<b>Mercados emergentes</b>												
Total = (1+2+3)	47,7	123,8	106,9	128,6	142,3	211,4	224,7	115,2	66,2	67,4	36,4	116,4
1.IDE líquido	18,4	31,3	35,7	57,9	81,0	95,8	119,5	141,3	151,6	154,6	141,9	140,4
2.Investimento em portfolio líquido	17,4	36,9	62,7	76,8	105,0	41,4	79,6	39,4	0,3	4,8	17,3	31,4
3. Outros fluxos de capitais privados	11,9	55,6	8,5	-6,1	-43,7	74,2	25,6	65,6	-85,6	-91,9	-122,8	-56,4
<b>América latina e Caribe</b>												
Total = (1+2+3)	13,7	24,1	53,4	35,5	39,9	46,0	64,0	67,6	61,7	40,4	47,5	65,4
1.IDE líquido	6,7	11,3	13,9	13,4	23,1	25,0	39,4	53,4	56,5	65,3	56,6	50,4
2.Investimento em portfolio líquido	17,5	14,7	32,8	45,4	62,5	2,7	38,3	19,2	19,8	9,3	6,3	18,4
3. Outros fluxos de capitais privados	-10,5	-2,0	6,7	-23,4	-45,7	18,2	-13,6	-5,0	-14,6	-34,2	-15,4	-3,4
Fonte: FMI, <i>International Financial Statistics</i> , 1999 (para os anos de anos 1990 e 1991) e FMI, <i>World Economic Outlook</i> October 2000 (para os demais anos)												

Entre 1996 e 1997 observamos uma queda no volume de capitais líquidos privados nos mercados emergentes que equivale a 109 bilhões de dólares, esses fluxos passam de 224,7 bilhões em 1996 a 115,2 bilhões em 1997. As mudanças ocorridas podem ser melhor esclarecidas ao analisarmos a composição dos fluxos privados de capitais. Entre 1993 e 1994 os fluxos líquidos de IDE aumentam em 39,8% e os investimentos em *portfolio* aumentam de 36,7%. Para o ano de 1994 observamos um volume líquido de 105 bilhões de dólares sob a forma de investimentos em *portfolio* e 81 bilhões sob a forma de IDE, o que confirma a importância dos investimentos em *portfolio* em relação aos IDEs nos mercados emergentes (Tabela3).

Em contrapartida, a partir de 1995 e em resposta à crise mexicana de 1994, os fluxos de investimentos em *portfolio* para os mercados emergentes se reduzem a 41,4 bilhões de dólares representando somente 36,7% do valor verificado no ano precedente. Entre 1996 e 1998, agora em resposta à crise asiática de 1997, os fluxos líquidos de capitais privados para os países emergentes se reduzem sensivelmente. Os investimentos em *portfolio* líquidos passam de 79,6 bilhões de dólares em 1996 a 39,4 bilhões em 1997 e a 300 milhões em 1998. Devemos ainda adicionar aos efeitos da crise asiática sobre os fluxos internacionais para os mercados emergentes aqueles da crise russa de 1998 (Tabela 3).

Os anos de crise são responsáveis pela forte queda dos fluxos privados de capitais entre 1997 e 1998. O contexto macroeconômico é marcado pelas crises financeiras nos mercados emergentes. Verificamos que apesar disso os fluxos líquidos de IDE para esses mercados apresentam uma trajetória crescente até 1998, isso mostra que a queda verificada nos saldos de capitais privados se deve majoritariamente à redução dos fluxos de investimentos em *portfolio*.

A importância adquirida pelos investimentos em *portfolio* durante os anos 90 é surpreendente, a partir de 1992 o volume de capital nesta categoria aumenta aceleradamente (Tabela 3), os investimentos líquidos em *portfolio* se expandem rapidamente (70% entre 1991 e 1992). O volume líquido de investimentos em *portfolio* foi de 76,8 bilhões de dólares em 1993 e de 105 bilhões em 1994. Contudo, como já ressaltamos, os investimentos em *portfolio* possuem uma alta flexibilidade em relação às mudanças conjunturais, o que se explica não somente pelo seu caráter especulativo, mas também pelas condições observadas em mercados imperfeitos que são mais sensíveis às mudanças de taxa de câmbio e sujeitas aos efeitos do *original sin*.

O comportamento dos fluxos privados de capitais para a América Latina e Caribe é semelhante ao observado para os países emergentes, mas conta com algumas particularidades. Até 1998 observamos uma tendência expansionista desses fluxos. A crise mexicana tem um efeito consideravelmente forte sobre os fluxos de investimentos em *portfolio*, eles caem de 62,4 bilhões em 1994 a menos de 3 bilhões de dólares em 1995. Os IDEs ao contrário continuam a aumentar, mesmo face a um crescimento de 8,22% que é inferior ao crescimento verificado entre 1993/1994 de 72,38% (Tabela 3).

Os efeitos de contágio da crise asiática na América Latina são sentidos

desde 1997, com uma redução do valor dos investimentos em *portfolio* de 49,8% para este ano. A crise cambial brasileira de janeiro de 1999 teve como uma consequência a redução dos fluxos de capitais privados para a América Latina e Caribe em torno de 34,5% entre 1998 e 1999. Quando comparados aos fluxos de IDE os investimentos em *portfolio* são os mais atingidos em 1999. Estes se reduzem de 53% e passam de 19,8 bilhões em 1998 a 9,3 bilhões em 1999 (Tabela 3).

Na América Latina a composição dos fluxos de capitais não é a mesma para todos os países. Os fluxos de IDE por exemplo, nem sempre são o principal instrumento de financiamento das economias. Entre 1990 e 1994 os investimentos em *portfolio* são mais importantes que os IDEs. Neste período, os anos de 1992, 1993 e 1994 apresentam as piores performances em termos de participação dos IDE nos fluxos privados de capitais. A partir de 1995 os fluxos de IDE tornam-se relativamente mais importantes que os investimentos em *portfolio*. Estes fatos confirmam a tese de que o aumento dos riscos nos países latino-americanos, como também no conjunto dos mercados emergentes, favorece a expansão do financiamento através dos fluxos de IDE. Na próxima seção, faremos a apresentação de algumas notas e considerações finais que ajudam a elucidar as controvérsias a que nos referimos no desenvolver deste trabalho.

## **5. Notas finais**

De uma forma geral, a expansão dos IDE na América Latina está fortemente ligada aos programas de privatização das empresas públicas ora ainda em curso na maioria dos países. De acordo com o país em questão a privatização se faz a uma maior ou menor velocidade. Sem entrar na problemática da privatização em si, o que queremos afirmar é que os leilões das empresas, anteriormente sob controle do Estado, podem ser considerados como o "*ponto de partida para os fluxos adicionais de IDE*" (GRIFFITH-JONES y CAILLOUX, 1997, p.79).

A necessidade de ser competitivo em nível mundial obriga os novos proprietários a empreender fortes investimentos em novas tecnologias e novos equipamentos. Esse fenômeno possui uma grande parte de responsabilidade sobre o volume verificado de IDE, de forma que os investimentos subsequentes à privatização devem ser muito mais importantes que o volume de capital necessário à própria compra inicial da empresa.

As explicações são dadas tendo em vista que a partir de 1995 os países latino-americanos passaram por um processo mais amplo de integração comercial e financeira, sobretudo no que diz respeito à integração aos mercados financeiros internacionais e à abertura da conta de capital aos investidores estrangeiros. Este fenômeno adquire força através de uma maior flexibilidade da regulamentação do investimento estrangeiro na América Latina. Até este momento as reformas preconizadas pelo FMI, dentro do quadro do processo de renegociação da dívida externa, não estavam ainda generalizadas para todos os países. No caso do Brasil, por exemplo, o impulso mais forte à abertura do mercado de capitais se dará somente a partir de 1995, o que também é válido para a renegociação de sua dívida que só se concluirá em abril de 1994.

A grande expansão dos investimentos em *portfolio* nos países emergentes a partir do início dos anos 90 é justificada pela forte rentabilidade dos ativos locais em relação às obtidas nos mercados americanos e europeus. A possibilidade de se obter lucros relativamente mais elevados se explica pela tendência observada de crescimento econômico mais dinâmico nesta região. A título de exemplo, entre 1988 e 1992, a rentabilidade anual total dos investimentos em *portfolio* era de 15,6% para os Estados Unidos e se limitava aos 2,2% para a Europa, a Austrália e o Extremo Oriente. Para o mesmo período, a Argentina apresentava uma rentabilidade de 115%, o Brasil de 60,5%, o México de 55,2%, a Venezuela de 90,6% e o Chile de quase 47%.

Isto explica a retração após a crise mexicana do saldo líquido dos investimentos em *portfolio* na América Latina e Caribe, que passa de 62,5 bilhões em 1994 a somente 2,7 bilhões em 1995 (Tabela 3) - o denominado "*efeito tequila*". A fuga de capitais possui suas origens na elevação das taxas de juros americanas e nos efeitos de contágio da crise mexicana. Esta última possui efeitos de retração sobre os fluxos de capitais estrangeiros na América Latina, sobretudo em relação aos investimentos em *portfolio* e mais particularmente sobre o mercado de títulos.

Após a queda brutal de 1995, os investimentos em *portfolio* na América Latina e Caribe retornam em 1996 e aumentam para os 38,3 bilhões de dólares. A crise mexicana se coloca como um bom exemplo dos efeitos de uma absorção rápida e em grandes volumes, cuja composição é em grande maioria de natureza especulativa, explicando assim a flexibilidade dos mercados e a volatilidade dos capitais.

Neste sentido, torna-se necessário adiantar que a crise mexicana produziu efeitos variados dependendo do país examinado. Este argumento é motivado pela afirmação de que quanto mais integrado internacionalmente é o mercado de capitais e quanto menos regulamentados são os fluxos de capitais, maiores serão os efeitos perversos para a economia.

No caso da América Latina e do Caribe considerados conjuntamente, os efeitos imediatos da crise mexicana foram: (a) forte redução dos fluxos de capitais; (b) taxas de crescimento do PIB próximas a zero; (c) contração das taxas de investimento das economias; (d) redução de 1,5% do PIB per capita e (e) elevações das taxas de desemprego (FFRENCH-DAVIS, 1997, p.33).

Os dados analisados pela Tabela 3 confirmam também os efeitos da crise asiática, da crise russa e da crise brasileira de câmbio. Os investimentos em *portfolio* foram relativamente mais sensíveis que os IDE, o que reforçaria a importância da distinção da natureza dos fluxos de capitais na América Latina, único meio de compreender os efeitos positivos e negativos da abertura da conta de capitais nas economias em desenvolvimento, o que é igualmente válido para o entendimento da dinâmica e da natureza dos fluxos de capitais externo nestes países.

## Bibliografia

- CHUHAN, Punam ; PEREZ–QUIROS, Gabriel et POPPER, Helen (1996),  
« International Capital Flows : do short-term investment and direct investment  
differ ? », *Policy Research Working Paper* n° 1669, World Bank, October.
- CLAESSENS, Stijn, DOOLEY, Michael P., and WARNER, A. (1995), « Portfolio  
Capital Flows : Hot or Cold ? », *The World Bank Economic Review*, Vol.9, n°1,  
pp.153–174.
- CULPEPER, Roy (1997), « Retomada das afluências de capital privado para a  
Amérique latine : o papel dos investidores norte–americanos » in FFRENCH–  
DAVIS, R. e GRIFFITH–JONES, S. (orgs.), *Os fluxos financeiros na América  
Latina, um desafio ao progresso*, São Paulo : Paz e Terra, pp. 41–80 .
- FERNANDEZ-ARIAS, Eduardo & HAUSSMANN, Ricardo (2000), *Is FDI a safer  
form of financing ?*, Inter-American Development Bank, *Working Paper* n°416,  
March 26.
- FFRENCH-DAVIS, R. (1997), « O ‘efeito tequila’ suas origens e seu alcance  
contagioso » in FFRENCH–DAVIS, R. e GRIFFITH–JONES, S. (orgs.), *Os  
fluxos financeiros na América Latina, um desafio ao progresso*, São Paulo : Paz  
e Terra, pp. 25–40 .
- FMI, *International Financial Statistics 1999*.
- FMI, *Rapport Annuel 1999*.
- FMI, *Statistiques Financières Internationales, Annuaire 2000*.
- FMI, *World Economic Outlook October 2000*.
- FRANCO-CAVALCANTE, Jacqueline (2001), « La mondialisation financière et ses  
effets sur le développement économique au Brésil et au Chili. Une analyse sous  
l’optique du marché du travail : les années quatre-vingt-dix », Tese de  
Doutorado, Universidade de Paris, França.
- FRANKEL, J. and ROSE, A. (1996), « Currency Crashes in Emerging Markets : An  
Empirical Treatment », *Journal of International Economics*, 41(3-4) : 351-367.
- GRIFFITH–JONES, S. (1997), « Afluências dos fundos privados europeus para a

América latina : fatos e idéias » in FFRENCH-DAVIS, R. e GRIFFITH-JONES, S. (orgs.), *Os fluxos financeiros na América Latina, um desafio ao progresso*, São Paulo : Paz e Terra, pp. 81-114.

GRIFFITH-JONES, S. y CAILLOUX, Jacques (1997), « Nuevos flujos de capitales europeos hacia América Latina », *Ciclos*, Ano VII, n°13, 2º semestre de 1997, pp.67-107.

HAUSMANN, Ricardo & FERNANDEZ-ARIAS, Eduardo (2000), « Foreign Direct Investment : Good Cholesterol ? », IADB, *Working Paper* n0417, March 26.

UNCTAD (1999), *World Investment Report*.

UNCTAD (2000), *World Investment Report*.

WORLD BANK, *World Bank Book 1997*.