

Mercados "emergentes" e novas formas da dependência na América Latina

*Carlos Américo Leite Moreira**

*André Luís Forti Scherer***

Resumo

O artigo pretende analisar as mudanças ocorridas no modo de financiamento externo das principais economias latino-americanas a partir de sua conversão à condição de “mercados emergentes”. Seu objetivo é mostrar que essa nova configuração tem consequências importantes sobre o potencial e o modo de desenvolvimento desses países, em uma lógica que prioriza o financeiro e o comercial em detrimento do produtivo e do social. Partindo da análise dos fluxos de capitais estrangeiros nesse período, procurar-se-á evidenciar o paradoxo entre a abundância de capital a procura de valorização e as condições cada vez mais restritivas impostas aos países importadores desse capital, as quais acabam por impedir o uso produtivo do capital aportado.

Introdução

A questão da inserção externa das economias latino-americanas esteve sempre na base dos projetos de desenvolvimento dos países da região. A inserção dessas economias no processo de globalização implica adentrar uma nova conformação da relação financeira entre os países ditos “emergentes” e os países desenvolvidos. Respondendo a essas mudanças, a forma do financiamento externo dos países em desenvolvimento da América Latina foi profundamente modificada a partir da metade dos anos 80.

O objetivo deste artigo consiste em apontar as principais modificações ocorridas no modo de financiamento externo das principais economias latino-americanas a partir de sua conversão à condição de “mercados emergentes”, bem como as consequências dessas mudanças para o projeto regional de desenvolvimento. Essas transformações implicam no aprofundamento da inserção destas economias, às quais anteriormente possuíam o *status* de “novos países industrializados”, em um regime de acumulação sob dominância financeira. Essa nova configuração possui impactos sobre o potencial e o modo de desenvolvimento destes países, em uma lógica que privilegia o financeiro e o comercial frente ao produtivo e o social. A histórica dependência dessas economias face aos fluxos internacionais de capitais vê-se assim recolocada sob novas condições.

Esse artigo divide-se em quatro seções. Uma primeira focalizará brevemente as principais mudanças ocorridas na forma de organização da finança internacional a partir do processo de globalização e suas repercussões sobre o controle das empresas multinacionais. Uma segunda parte tratará do significado da expressão “mercado emergente” bem como das repercussões para um país que tenha sua economia alçada a esse duvidoso *status*. Uma terceira seção tratará das condições do retorno das economias latino-americanas aos mercados financeiros mundiais depois da crise da primeira parte dos anos 80, bem como de sua relação com os planos de estabilização aplicados na região. Uma última seção complementar o artigo, contemplando as principais formas de entrada de capital estrangeiro na década de 90 e suas implicações para o projeto de desenvolvimento dos países da região.

1 – Novos atores e controle das decisões empresariais na globalização financeira

Duas mudanças principais caracterizam o braço financeiro do novo regime de acumulação no qual a relação de forças é enormemente mais favorável aos credores frente aos devedores: o aumento do poder do financiamento direto de empresas e dos governos e o controle efetivo da gerência executiva das empresas multinacionais exercido de forma cada vez mais incisiva por acionistas reunidos em fundos de pensão e de investimento.

O financiamento direto permitiu aos diferentes agentes (empresas, instituições financeiras, governos) emprestar recursos sem intermediação bancária, com a emissão de títulos negociáveis em diversos níveis (mercados secundário e terciário). Esta modalidade de financiamento tem como efeito o direcionamento de fluxos contínuos de riquezas aos detentores desses títulos. Nesse processo, o aumento das taxas de juros reais constitui uma variável importante para acentuar a superioridade do credor sobre o devedor e incrementar o valor dessas transferências, as quais se alimentam da riqueza criada pelo setor real da economia.

O papel das dívidas públicas é aqui dos mais relevantes. No contexto da estabilização imposto pelas novas inter-relações financeiras, os Estados foram obrigados a diminuir suas despesas ao mesmo tempo em que emitem títulos cujas taxas de rentabilidade são bastante elevadas, sobretudo quando consideradas as garantias públicas aí envolvidas. A securitização das dívidas públicas resultou em uma rápida elevação do grau de dependência dos Estados face aos "mercados" em

âmbito interno e externo, com uma preocupação permanente dos governos em relação às opiniões – necessariamente idiossincráticas – destes. Esse "novo pragmatismo" resulta no retardamento do ritmo da acumulação produtiva, com consequências sobre o nível de investimento e de emprego.

As grandes empresas não se apresentam imunes às consequências da dominação financeira. Ao contrário, a influência direta da lógica da finança sobre as maiores empresas pode ser observada a partir do desenvolvimento de novas formas de repartição do poder no seio das multinacionais, com a emergência do que se convencionou chamar de "*corporate governance*". Os *managers* dessas empresas passam a sofrer uma supervisão permanente de parte dos acionistas. Estes, conglomerados em fundos de pensão e de investimento, privilegiam os níveis relativos dos resultados em curto prazo como forma de julgamento supremo da *performance* da empresa. Evidentemente, as ações que possam influenciar a obtenção desses resultados passam a ser preferidas – sob pena de perda do emprego do "executivo inepto" – , com as decisões que seriam *a priori* atinentes à esfera produtiva passando a obedecer à mesma lógica de decisão habitualmente utilizada na análise de ativos meramente financeiros. Assim, o poder abstrato do dinheiro sob a forma de títulos transforma-se num poder efetivo que impõe-se sobre a produção, sobre o investimento e sobre o emprego.

Adaptado às especificidades dos países anteriormente conhecidos como os "Novos Países Industrializados (NPIs)" da América Latina – Argentina, Brasil e México –, a dominação explícita da esfera financeira implica o questionamento da lógica industrializante do regime de acumulação precedente. As transformações, sejam intervindo na esfera financeira, sejam na esfera real, representaram o golpe de misericórdia no regime precedente de acumulação, o qual já se encontrava profundamente abalado na América Latina depois da crise do início dos anos 80.

2 - Mercados emergentes: uma nova lógica para uma antiga dependência

Durante a década de 80, vimos aparecer uma nova expressão designando os mais inseridos dos países periféricos, aquela de "mercado emergente". François Dufour (1999) a submeteu a um exame semântico que facilita a compreensão da mudança qualitativa incorporada em sua adoção e posterior generalização. Em suas palavras, a noção de mercado emergente

“visou suplantar outra, associada à idéia de terceiro mundo, de país em desenvolvimento (ou novos países industrializados). O glissamento semântico de uma noção à outra é explícito e pouco sutil. O conceito de "país" é substituído por "mercado", a noção de "desenvolvimento" é substituída por outra, puramente econômica, de "emergente” (Dufort, 1999, p.10).

Esta idéia, na medida em que exprime o grau de integração destas economias à dinâmica global, é inseparável das noções de "liberalização", "desregulamentação" e "globalização". Por um lado, *"a liberalização financeira (e comercial) permite (...) a um país em desenvolvimento se impor como mercado emergente, integrando-se à esfera financeira sem fronteiras (...), e de tornar-se mercado para as exportações."* Por outro lado, a globalização implica *"numa integração crescente destas economias num processo de produção mundial (...) como extensão concreta de um mercado de consumo e de produção (como demandante de bens de equipamento)"* (Dufour, 1999, pp.9-10).

As duas dimensões assinaladas por Dufour somente podem ser compreendidas como uma adaptação do regime de acumulação dos países em desenvolvimento às exigências particulares do regime de acumulação sob dominância financeira. O investimento em "mercados emergentes" revelou-se bem mais atraente aos grandes investidores internacionais, reunidos em *meetings* prestigiosos, do que o investimento em um "país em desenvolvimento" até mesmo por que nessa noção estão excluídas veleidades exteriores ao que interessa realmente ao grande investidor internacional, que é o potencial e a segurança do ganho financeiro.

3 - O retorno ao mercado financeiro mundial e a lógica da estabilização

O retorno dos novos países industrializados latino-americanos aos mercados financeiros internacionais foi possibilitado por dois motivos principais. De uma parte, as políticas baseadas na liberalização/desregulamentação de mercados bem como o sucesso dos planos de estabilização relativamente ao controle inflacionário garantiram um ambiente favorável à retomada do crédito. De outra parte, as reformas ocorridas

no setor financeiro e o maior interesse de parte dos agentes da finança desintermediada permitiram, em conjunto com os fatores anteriormente citados, a extensão de um regime de acumulação sob dominância financeira aos países dessa região.

O aumento do poder da finança nas economias emergentes da América Latina é em grande parte tributário do abandono das políticas comerciais protecionistas. Após a experiência de industrialização fundada no voluntarismo do Estado – cujos resultados variam do fracasso argentino ao sucesso brasileiro – e do reforço da crise da dívida na década de 80, a credibilidade da intervenção do Estado foi questionada. É neste contexto que a concepção liberal foi persuasivamente oportunista, ao atribuir os efeitos da crise do regime de acumulação substitutiva de importação ao intervencionismo estatal, esquecendo de outra parte os avanços obtidos no longo período entre o pós-guerra e a década de 80.

A redução das barreiras comerciais impôs-se abrupta ou gradualmente conforme o caso, incitando uma modernização forçada do aparato de produção, a qual deixará muitos empregos pelo caminho. A conjugação entre abertura comercial e desregulamentação das economias locais, por sua vez, estimulou a entrada de capital estrangeiro. A abertura ao comércio e aos investimentos estrangeiros permitiu renovar a inserção dos países mais avançados da América Latina na economia mundial, sem contudo evitar os problemas decorrentes das turbulências acarretadas pelo comportamento cíclico do mercado financeiro mundial.

Após quase uma década transferindo recursos para os países centrais, a reversão desse quadro na década de 90 gerou uma expectativa de relance das agora chamadas economias emergentes da região numa trajetória de crescimento durável. Entretanto, uma vez mais a realidade mostrou-se menos agradável do que as previsões dos consultores econômicos internacionais. As crises sucessivas desencadeadas nos países latino-americanos e que têm sua origem ligada à própria lógica do regime de acumulação sob dominância financeira revelaram a instabilidade escondida atrás das boas *performances* obtidas no combate à inflação.

Seguindo um ritmo frequentemente ditado pela instabilidade financeira internacional, estas crises não são entretanto fortuitas ou meros reflexos de disfuncionamentos do sistema financeiro mundial. Como afirma Salama (1999), as crises atuais na América Latina estão sempre "*latentes, presentes entre linhas*", na medida em que elas exprimem "*contradições de uma lógica liberal levada ao seu*

extremo", o que foi recentemente sublinhado pelo caso argentino. Nesse sentido, a precedência de crises em outras partes do globo reforça a insegurança quanto à sustentabilidade das economias locais, detonando um processo que é internamente condicionado e determinado pela própria articulação entre as necessidades locais e a finança internacional.

Para a montagem desse "barril de pólvora" muito contribuiu a forma que tomaram as políticas de estabilização, baseadas na elevação significativa das taxas de juros reais, a qual foi importante para a sobrevalorização das moedas nacionais. Como consequência, essas economias passaram a conviver com um duplo déficit, orçamentário e comercial, dos quais apenas o segundo representou efetivamente uma novidade. Entretanto, a natureza da elevação do déficit orçamentário é também nova, pois se dá simultaneamente à existência de saldos operacionais por vezes expressivos, explicitando o papel da elevação dos juros reais para o continuado acréscimo da dívida pública, com a consolidação de um processo do tipo "bola de neve".

TABELA 1

Mercados Emergentes Latino-Americanos : Resultados do Setor Público (a)

País	Cobertura	(% do PIB)							
		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
América Latina e Caribe(c)		-0.5	-1.4	-1.2	-2.1	-1.6	-1.1	-1.3	-2.2
Argentina	SPNFN(d)	-1.6	-0.1	1.5	-0.3	-0.6	-1.9	-1.5	-2.1
Brasil	SPNF	-0.2	-1.8	-0.8	1.1	-7.2	-5.9	-6.1	-8.5
México	SPNF	3.3	1.6	0.7	-0.3	-0.2	-0.1	-0.6	-1.1

Fonte : Cepal (2000), *Balance Preliminar de las Economías de América latina y el Caribe*, Santiago, Chile.

Notas : As abreviações utilizadas correspondem a : GC = Governo federal. SPNF= Setor público não financeiro.

SPNFN = Setor público não financeiro nacional (excluídos províncias e municípios).

(a) Cálculos a partir de cifras em moeda nacional a preços correntes.

(b) Estimativas preliminares

(c) Média simples

(d) Os dados até 1994 referem-se ao resultado operacional e posteriormente ao resultado nominal.

Os déficits comerciais são decorrentes tanto da apreciação da taxa de câmbio quanto da abertura rápida das fronteiras. O desmantelamento da estrutura tarifária conduziu à destruição nada criadora e, de modo secundário, à reestruturação muito excludente da estrutura produtiva local (Salama, 1999). A sobrevalorização da taxa de

câmbio combinada a este processo de racionalização produtiva ajudou a imprimir uma nova dinâmica na qual uma parte da produção interna é substituída por importações. Tanto insumos quanto bens de consumo anteriormente produzidos internamente passam a ser importados, com circuitos comerciais vinculados aos países centrais substituindo integral ou parcialmente as cadeias produtivas internamente constituídas ao longo do período de industrialização. Desnecessário dizer que, nesse contexto, novos produtos tecnologicamente mais avançados são também importados.

As exportações, já bastante debilitadas em sua competitividade pela sobrevalorização cambial, seguem ainda bastante especializadas na produção de bens com baixo valor agregado e dependentes dos humores do mercado mundial, o que se revela um problema maior na tentativa por vezes desesperada de atingir o equilíbrio comercial. Esse, quando alcançado, o é mais por força do declínio das importações, com as recessões sendo os maiores aliados nesse processo de ajuste. Paradoxalmente, as crises internas se transformam numa das únicas fontes de equilíbrio externo do sistema, demonstrando o quão instável e frágil é sua natureza.

Tabela 2
Mercados Emergentes Latino-Americanos : Balança Comercial

	Exportações			Importações			Balar
	1998	1999	2000	1998	1999	2000	1998
América Latina e Caribe	326.148	342.085	409.525	378.692	360.905	422.435	(52.544)
Argentina	31.093	27.757	31.100	38.493	32.557	33.700	(7.400)
Brasil	59.570	55.813	64.200	75.835	63.472	71.200	(16.265)
México	129.387	148.601	182.275	137.859	155.581	193.550	(8.472)

Fonte : Cepal (2000)

O aumento da dependência face aos fluxos financeiros internacionais pode ser

visto como o corolário de um processo que ao estabilizar relativamente os preços nessas economias contribuiu para acentuar a fragilidade histórica do equilíbrio externo dos países da região. Em um primeiro momento, os elevados déficits comerciais foram suportados apenas em razão da entrada de capital externo, em sua maior parte volátil e imbuído de uma perspectiva de valorização de curto prazo.

Entretanto, o recurso ao capital externo para o financiamento dos déficits em conta corrente apresentou limites que não se restringem à volatilidade do capital, mas que são atingidos pela própria elevação da dívida externa. Essas perspectivas são consideradas pelos investidores em suas arbitragens entre países e regiões, levando ao refluxo progressivo da disponibilidade de capital em condições razoáveis para a região após a crise mexicana. Esse processo de recuo dos investidores face aos riscos representados pelas economias emergentes latino-americanas encontra-se ainda em curso, como mostra a frustração das perspectivas de uma retomada no fluxo de capitais externos para essas economias alimentadas pela dramática redução nas taxas de juros norte-americanas em 2001.

Tabela 3

Mercados Emergentes Latino-Americanos : Dívida Externa Bruta Desembolsada (a)
(em milhões de dolares)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
América Latina e Caribe	460952	479014	527303	562830	616919	638519	663090	745360
Argentina	61334	62766	72209	85656	98547	109756	124696	140489
Brasil	123811	135949	145726	148295	159256	179935	199998	241644
México	117000	116501	130524	139818	165600	157200	149000	161300

Fonte : Cepal (2000)

(a) Incluindo a dívida com o Fundo Monetário Internacional.

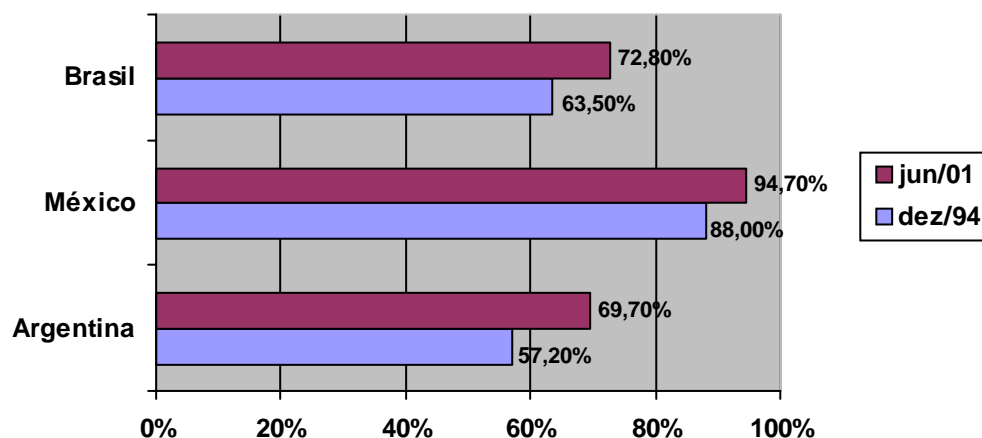
(b) Dados preliminares.

A dívida interna é, por sua vez, alimentada pelo seu modo de financiamento, com a constituição de um mercado de títulos por vezes indexados ou nominados em dólar de modo a garantir o interesse de investidores internacionais, mas sempre apresentando uma taxa de rentabilidade elevada. As altas taxas de juros dos bônus do Tesouro emitidos pelos governos favoreceram a valorização do capital dos administradores de fundos. O serviço da dívida interna ocupa um lugar crescente nos orçamentos do governo em detrimento das despesas de investimentos e das transferências sociais. Esta dinâmica revela a dominação do credor sobre o devedor também no caso dos Estados, já não tão soberanos.

Finalmente, constata-se que a natureza especulativa deste regime de acumulação acarreta consequências negativas para o sistema bancário dos países emergentes. Face à forte concorrência dos investidores institucionais, os bancos nacionais foram obrigados a se lançar em operações cada vez mais arriscadas. Uma decorrência desse processo é o aumento substancial de créditos duvidosos nos seus balanços após a queda da rentabilidade desses investimentos. Também a desnacionalização do setor bancário tem sido verificada em decorrência da desregulamentação do setor, estando bastante adiantada na Argentina e em processo de aceleração no Brasil. A redução no número de estabelecimentos e a concentração dos depósitos naqueles de maior porte é outra das consequências da reestruturação dos sistemas financeiros nacionais .

Gráfico 1

Mercados Emergentes Latino-Americanos : Participação dos 10 Maiores Bancos no Total de Ativos do Sistema



Fonte : Valor Econômico, 02/10/2001.

Além disso, os mecanismos ditos de desintermediação permitiram aos bancos a adoção de comportamentos especulativos que resultaram seguidamente em falência bancárias, agravada pela instabilidade do ambiente econômico internacional. A crise do sistema bancário constatada em vários países emergentes provocou frequentemente fenômenos de "*credit crunch*", provocando consequências negativas para o crescimento (Cacheux, 1999).

4 - Entrada de capital externo na América Latina: mecanismos e comportamento

A crise da dívida dos anos 80 determinou a paralisação dos financiamentos bancários para a região. Outras formas de financiamento ligadas à lógica de finança desintermediada generalizaram-se com o retorno desses países ao mercado internacional de capitais nos anos 90. Com a securitização da dívida, através das emissões de bônus no mercado financeiro norte-americano e a aparição de novos instrumentos financeiros nos mercados internacionais, as economias emergentes da América Latina inscreveram-se novamente como receptoras de capitais externos.

Esse processo foi consolidado ao final da década de 80 com a formulação do Plano Brady. Este plano reforçou um movimento de redução da dívida já em curso nesta mesma década. O refinanciamento da dívida anterior permitiu aos bancos "*trocar seus antigos créditos contra as obrigações de 30 anos, combinadas com uma taxa fixa de juros inferior à taxa do mercado, ou seja, abaixo da cota. Elas podem também escolher de fornecer novos créditos aos países devedores ou então autorizar a comprar diretamente sua dívida por um preço acordado*" (Adda, 1998, p.70). Na medida em que oferece aos investidores um número importante de alternativas, este processo inscreve a dívida das economias atingidas no circuito ativo da especulação.

Esta nova organização da finança se molda à necessidade dos administradores de fundos financeiros (fundos de pensão, "*mutual funds*", fundos para mercados emergentes, etc). Os investidores institucionais diversificam seus investimentos, beneficiando-se de uma variedade de inovações financeiras disponíveis em escala mundial. Aproveitando as oportunidades ofertadas pela integração dos mercados financeiros destas economias, os investidores estrangeiros investem seus capitais à procura de uma valorização em curto prazo.

A integração financeira da América Latina tornou-a mais dependente ainda do ambiente financeiro mundial e das expectativas aí reinantes. O caso extremo é o da Argentina que, ao adotar a convertibilidade de sua moeda, praticamente abdicou de uma política monetária independente, buscando exatamente a imunidade – fictícia, como posteriormente se comprovou – em relação à instabilidade das finanças mundiais. A arbitragem internacional entre os diferenciais de juros e câmbio se efetua em tempo real e com um grau de sensibilidade bastante elevado, com pequenas modificações nessas variáveis podendo levar a grandes variações nas posições dos investidores, o que por sua vez tende a amplificar ainda mais o efeito inicial.

A instabilidade dinâmica do sistema torna-se assim a norma, mas é importante ressaltar que existe uma hierarquia clara nessas disputas: o comando do destino dos capitais pertence aos investidores baseados nos países desenvolvidos representando seus mercados os faróis para o comportamento dos mercados emergentes e não o inverso. Assim, mesmo que se possam registrar abalos no sistema global, as crises nos mercados emergentes não significam uma crise nos mercados dos países centrais, em especial nos Estados Unidos, até mesmo porque os mecanismos disponíveis nesses países para se contrapor e modificar expectativas são neste caso de outra ordem. Os episódios da injeção de liquidez *in extremis* durante a crise de 1987 e do resgate do fundo especulativo LTCM constituem um exemplo do arsenal de instrumentos e da capacidade de "persuasão" disponível pela Federal Reserve para ser utilizado em momentos de crise aberta. Essa força contrasta com a pobreza das opções disponíveis nos mercados emergentes, latino-americanos ou não. Nesses, a alternativa normalmente resume-se ao "abraço de urso" do aporte financeiro proveniente do FMI, depois de fracassada a elevação da taxa de juros interna.

No exame dos fluxos de capital para a América Latina é necessário distinguir entre duas modalidades principais: os investimentos de portfólio e os investimentos diretos. No primeiro caso, o caráter essencialmente financeiro de sua motivação é mais evidente, mesmo se o investimento direto nos anos 90 também possa ter sua lógica assimilada, ao menos parcialmente, àquela da finança, graças ao controle discricionário das decisões das empresas. No caso dos investimentos de *portfólio*, uma distinção entre o comportamento do mercado de títulos e do mercado acionário se faz necessária.

Uma nítida diferenciação entre essas formas de financiamento se fez sentir ao longo dos anos 90, a primeira metade do período estando marcada pela aceleração na

entrada dos investimentos em portfólio enquanto que a segunda metade da década registrou um forte incremento na entrada de investimentos diretos.

a) Os investimentos em portfólio na América Latina

O mercado de títulos negociáveis no mercado internacional emitidos pelos países latino-americanos apresentou forte progressão durante os anos 90. A procura de recursos por via da emissão de obrigações reforça o processo de desintermediação nas economias emergentes. A desintermediação permite aos principais agentes econômicos (Estado, empresas locais, empresas multinacionais) se financiarem no mercado internacional de capitais a partir da emissão de bônus, "*commercial papers*" e certificados de depósito. Essas emissões são submetidas ao crivo das chamadas agências de notação. É a partir da avaliação destas agências que os investidores institucionais vão em geral definir a localização de suas aplicações, conforme o perfil de risco desejado. Geralmente, as emissões de obrigações originárias dos mercados emergentes latino-americanos são submetidas a prêmios bastante elevados a fim de encontrarem compradores no mercado internacional.

Tabela 4

Mercados Emergentes Latino-Americanos: Emissões Internacionais de Bônus (a)
(em milhões de dólares)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1
América Latina	7.192	12.577	28.794	17.941	23.071	46.915	52.003	
Argentina	795	1.570	6.308	5.319	6.354	14.070	14.662	
Brasil	1.837	3.655	6.465	3.998	7.041	11.545	14.940	
México	3.782	6.100	11.339	6.949	7.646	16.353	15.657	

Fonte : Cepal (2000) a partir de dados do Fundo Monetário Internacional, Departamento de Estudos, Divisão de Estudos de Mercados Emergentes.

(a) Emissões brutas.

(b) Até setembro : dados do FMI ; outubro e novembro : dados do Merrill Lynch.

O crescimento da dívida externa de curto prazo nas economias emergentes da América Latina na década de 90 reflete a importância destas operações de financiamento externo. O mercado de ações dos países latino-americanos apresenta outro tipo de atrativo. Os investimentos aí são ainda mais especulativos que nos casos dos títulos e obrigações. As bolsas de valores dos países latino-americanos são em geral pequenas e pouco líquidas. Os fundos de investimento especializados na

região aproveitam essas características para criar antecipações de alta ou de baixa que, em geral, terão correspondência nos índices.

A idéia é aproveitar o próprio fluxo de entrada de capitais como indicador de confiança e de crescimento futuro dessas economias. A justificativa dada para as bolhas especulativas assim criadas não difere muito daquela apresentada face ao aumento do preço das ações da chamada "nova economia" e baseia-se num hipotético "potencial futuro de mercado". Sendo esses países mais pobres e possuindo grandes populações, seu potencial de crescimento é hipoteticamente mais elevado do que os dos países centrais. Entretanto, a própria forma da inserção desses países nos circuitos financeiros internacionais é um empecilho para que esse "potencial" se realize com alguma continuidade, pois o crescimento porta *en se* a possibilidade da crise externa a partir do aumento dos déficits em transações correntes. Está aí aberta a oportunidade para as fugas em massa de capitais. A justificativa para a batida em retirada é completamente inversa, os investidores lembrando-se repentina e univocamente dos riscos que incorrem ao aplicarem recursos em economias cuja estabilidade depende da entrada de recursos externos.

Tabela 5

Mercados Emergentes Latino-Americanos : Índices de Preços em Dólares das Bolsas de Valores (a)

	(índices, junho de 1997 = 100)									
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
América Latina	49.0	51.0	77.4	76.2	62.5	72.5	90.6	56.0	81.0	74.
Argentina	70.0	50.7	84.9	63.6	69.1	82.1	96.3	68.9	91.3	68.
Brasil	20.2	20.0	38.2	64.0	49.8	64.9	78.3	44.9	63.0	66.
México	88.5	106.2	156.0	91.1	66.5	77.3	114.1	69.5	120.3	104.

Fonte : Cepal (2000), sobre a base de cifras da Corporação Financeira Internacional
(a) Valores do final do mês, índice global.

Cabe salientar que as bolsas de valores latino-americanas restam uma alternativa marginal para os investidores internacionais. Diante de sua fraca capitalização, as empresas cotadas nas bolsas de mercados emergentes passam cada vez mais a emitir certificados, como os ADRs (*American Depositary Receipts*), nas bolsas dos países desenvolvidos. Constata-se também que as operações das firmas nacionais adquiridas por firmas estrangeiras tendem cada vez mais a não ser cotadas

nas bolsas dos países emergentes. As multinacionais, já cotadas nas bolsas dos países desenvolvidos e com facilidades para se integrarem independentemente ao circuito de internacional de crédito, não possuem nenhum interesse em manter aberto o capital de suas filiais nos países hospedeiros. É a razão pela qual estas filiais, freqüentemente, acabam por fechar o capital de empresas adquiridas. Estas operações enfraquecem bastante as bolsas de valores das economias emergentes, com algumas praças, como a de Buenos Aires, estando inclusive ameaçadas dado o baixo volume transacionado e a pequena liquidez disponível.

A lógica de tipo *rentière*, que se encontra na base da aceleração da entrada de capitais de *portfólio* na América Latina na década de 90, foi fator preponderante para a não correspondência que pode ser constatada entre o volume da entrada de capital e a progressão da formação bruta de capital. O ambiente contrário aos investimentos de longo prazo leva os agentes econômicos relevantes a preferirem investimentos que oferecem taxas de rendimento importantes a curto prazo. A entrada de poupança externa serviu mais para garantir as divisas necessárias para fazer frente ao forte aumento constatado no consumo privado de bens importados do que para financiar um *upgrade* na estrutura produtiva, em especial na estrutura industrial.

b) A formação bruta de capital e os investimentos diretos estrangeiros na América Latina

Conforme os dados disponíveis para o investimento das economias emergentes da América Latina, constata-se que este, apesar de ter apresentado leve recuperação, não retoma sequer o nível alcançado durante a década de 70. A inserção destas economias, num regime de acumulação sob dominância financeira, conduz os agentes a preferir o risco especulativo em relação à imobilização de capital por um longo período de tempo.

As possibilidades de expansão industrial e de absorção tecnológica, observadas na época "fordista", eram reais em razão da existência de um sistema técnico estável e de uma certa autonomia das políticas nacionais. As economias latino-americanas aproveitaram – com graus diferenciados de sucesso – este período para acelerar e integrar o processo de industrialização. As políticas protecionistas implantadas permitiram a produção de numerosas atividades produtivas, mesmo se estas últimas não fossem competitivas em nível internacional. As exigências em

termos de conteúdo local, e as restrições às importações, asseguravam uma certa coerência do aparelho produtivo local.

Tabela 6

Mercados Emergentes Latino-Americanos : Formação Bruta de Capital Fixo
(taxas anuais de variação sobre a base de dados em dólares a preços constantes de 1995)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	199
América Latina e Caribe	4.4	7.0	5.5	10.9	-4.9	4.8	13.5	3.0	-6.
Argentina	29.9	32.2	15.1	13.5	-13.0	8.8	17.5	6.7	-12.
Brasil	-5.1	-6.6	4.1	14.2	7.3	1.2	9.4	-1.1	-5.
Mexico	11.8	11.4	-3.2	8.5	-29.8	17.0	22.3	8.5	5.

Fonte : Cepal (2000)

(a) estimação preliminar

Uma das conseqüências da implantação de um regime de acumulação sob dominância financeira encontra-se na subordinação da esfera real aos critérios puramente financeiros e em curto prazo imposto pela finança. As empresas, nacionais ou estrangeiras, devem adaptar-se a esta lógica de curto prazo. O quase abandono da dimensão industrial pelos mercados emergentes latino-americanos acarreta um duplo movimento de racionalização do capital industrial e de centralização financeira (fusões, aquisições).

A política de juros elevados, combinadas à lógica de sobrevalorização da moeda nacional em um contexto da liberalização/desregulamentação da economia resulta num processo de racionalização da produção em numerosas empresas nacionais e estrangeiras implantadas nestes países. A abertura comercial acentua a concorrência, obrigando as empresas a renunciar às atividades em que são menos competitivas, seja por uma menor produtividade, seja por problemas de escala.

As atividades que se desenvolvem na região são aquelas adequadas às vantagens de localização tradicionais destas economias: aquelas que exploram intensivamente os recursos naturais e aquelas ligadas a um mercado interno promissor e ampliado pelos acordos regionais do NAFTA e do MERCOSUL. O abandono de segmentos inteiros da indústria presentes no período de substituição de importação e a desnacionalização completa de outros tantos causou um empobrecimento da estrutura produtiva destas economias. A introdução de novas tecnologias a fim de modernizar as atividades nas quais a dimensão custo de mão-de-obra é ainda importante conduz a novas modalidades de exploração da força de

trabalho.

Estas mesmas políticas levam a processos de centralização do capital característicos de um contexto recessivo. De fato, uma parte substancial do investimento direto estrangeiro em direção às economias emergentes da América Latina efetua-se sob a forma de fusões/aquisições. Estas operações permitem o aumento da parcela de mercado pelas firmas compradoras. Elas são seguidamente acompanhadas de movimentos de reestruturação que implicam na maior parte dos casos no fim de certas atividades desenvolvidas pela empresa acarretando fortes reduções de efetivos.

A existência de políticas combinadas de liberalização/desregulamentação e de estabilização econômica permitiu uma retomada dos investimentos diretos desde o final da década de 80, no México e desde o início da década de 90, na Argentina. No Brasil o relativo atraso na implantação de uma política de estabilização monetária e na sinalização de uma submissão mais evidente aos ditames do chamado "Consenso de Washington" remeteu a reação do investimento direto estrangeiro à segunda metade da década de 90. Mas o aparente retardamento foi superado com extraordinária rapidez, com o Brasil tornando-se um dos países que apresenta menores restrições à atividade de empresas estrangeiras no mundo.

O avanço importante do investimento direto estrangeiro na América Latina foi favorecido, em sentido amplo, pelo crescimento do setor de serviços, o que revela, entre outros motivos, a implantação de ambiciosos programas de privatização, bem como por operações de fusão/ aquisição no setor bancário.

Os investimentos em direção à América Latina são concentrados em seus mercados emergentes. Estes últimos compreendem o Brasil, o México e a Argentina, que são responsáveis pela maior parte dos investimentos diretos dirigidos a esta região. A concentração do investimento direto em certos mercados emergentes responde ao caráter hierarquizado do processo de globalização e mostra que a hipotética convergência produtiva preconizada pelos liberais está muito longe de se refletir nos dados disponíveis.

Tabela 7

Mercados Emergentes Latino-Americanos : Investimento Direto Estrangeiro (a) (b)
(em milhões de dólares)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
América Latina e Caribe	11066	12506	10363	23706	24799	39387	55580	61596
Argentina	2439	3218	2059	2480	3756	4937	4942	4175
Brasil	89	1924	801	2035	3475	11666	18608	29192
México	4742	4393	4389	1097	9526	9186	12830	11311

Fonte : Cepal (2000), a partir de dados do FMI e de fontes nacionais.

(a) Corresponde aos investimentos diretos realizados no país declarante, deduzido os investimentos diretos de residentes no exterior. São incluídos os reinvestimentos de lucros.

(b) Conforme a quinta edição do manual do Balanço de Pagamentos do FMI, todas os empréstimos intercompanhias incluem-se como investimento direto estrangeiro.

(c) Dados preliminares.

Chesnais (1997, p.310) evidencia três razões principais para explicar o interesse de grandes grupos industriais em investir em países fora da OCDE, como no caso dos mercados emergentes. Antes de tudo, estes países são considerados uma extensão do mercado global, mas *"nas condições aonde as exportações chegaram à opção preferida, o investimento direto estrangeiro torna-se uma escolha de segundo plano (second best choice)"*.

Entretanto, estes grupos continuam a investir nas economias onde *"a presença no mercado impõe-se em razão da dimensão do mercado e da importância estratégica regional do país (e) a presença antiga de rivais mundiais, cujas estratégias devem ser opostas localmente"*. Enfim, o investimento apresenta-se como necessário em razão da *"existência de oportunidades locais que não podem ser exploradas sem investimento direto."* Contrariamente, *"os níveis de produtividade e as reservas de produção da "tríade" militam em favor da exportação como meio privilegiado de tirar partido de um mercado"*. Portanto, a maior parte dos países periféricos são considerados como mercados à explorar comercialmente e não mais a investir, o que implica na concentração do IDE em uma pequena quantidade de países.

Com respeito às economias emergentes da América Latina, isto acarreta uma mudança radical em relação ao período de substituição de importação. Os investimentos e as exportações das firmas multinacionais tornaram-se, antes de tudo, formas complementares de penetração nestes mercados. As firmas multinacionais, presentes a longo tempo ou chegadas recentemente, vão adotar uma estratégia produtiva combinando produção local e importações, aproveitando-se para isso da liberalização comercial e dos diferenciais de custo entre as economias de uma região. Sua presença nas principais economias da região objetiva ocupar um espaço estratégico e se contrapor às suas rivais em seus jogos de competição/cooperação com

suas rivais, visando ao domínio da maior parcela possível do mercado mundial.

As exigências de competitividade impostas pelo novo contexto de liberalização/desregulamentação provocam conseqüências nas atividades destas filiais engajadas num processo de valorização do capital produtivo. A transformação do regime de acumulação acarretou um duplo processo de desverticalização e especialização. A desarticulação da estrutura produtiva é uma das conseqüências do impacto deste duplo movimento nas filiais. O processo de "*downsizing*", já adotado pelas matrizes, generaliza-se nas filiais das firmas estrangeiras.

A busca de ganhos de produtividade a fim de aumentar a competitividade conduz as filiais das firmas multinacionais a introduzirem inovações técnicas e organizacionais. Estas se inserem num contexto de recentragem em certas etapas do processo de produção. Mas também as novas plantas de firmas recém-chegadas (*newcomers*), participam do mesmo processo. As atividades realizadas localmente obedecem à lógica de otimização da localização, levando em conta também a possibilidade de importação de insumos e bens de consumo aberta pela liberalização comercial. A instalação de montadoras de produtos é assim o caminho natural para a maior parte das empresas recém-chegadas, que não chegam a se inserir fortemente nas cadeias produtivas do país, com efeitos menos importantes do que em épocas anteriores para a criação de emprego e renda.

Quanto ao balanço de pagamentos, os efeitos da entrada massiva de investimento direto nos países da América Latina parecem ser ainda menos positivos. Uma parcela crescente desses investimentos dirige-se à atividades não exportadoras, como os serviços, enquanto a parcela manufatureira é fortemente demandante de serviços e insumos importados, situação que não contribui para reduzir a dependência dos países hospedeiros quanto à crônica falta de divisas estrangeiras.

Para sua fraca contribuição à dinâmica do investimento interno contribui ainda o fato de que as empresas recém-chegadas o fazem principalmente pela via das fusões e aquisições, ou outras formas de investimento que supõem uma menor participação das firmas na construção de novos empreendimentos fabris – os chamados investimentos *greenfield*.

Estes movimentos inscrevem-se numa lógica de centralização do capital que não é, evidentemente, exclusiva às economias latino-americanas. A estagnação das vendas é determinante de uma reconfiguração da estrutura produtiva que acaba redistribuindo partes do mercado em favor do capital estrangeiro, em detrimento do

capital nacional público ou privado.

Estas operações resultam sobretudo em fortes movimentos de reestruturação produtiva. Estamos diante de um duplo movimento de centralização do capital no plano financeiro e de descentralização do capital no plano produtivo. Neste processo, a lógica financeira, a curto prazo, predomina sobre a lógica produtiva, a longo prazo. Para as firmas nacionais particulares, estas novas modalidades de penetração são apresentadas como "*reveladoras da modernidade e da adesão às configurações mundiais*". Entretanto, elas exprimem uma "*falta de engajamento total (ou em parte) dos capitais nacionais, excluídos de mudanças que não podem acompanhar*" (Furtado, 1997, p. 137). A associação, ou mesmo a participação, destas firmas nacionais de segundo nível permite às firmas multinacionais de se apropriar de uma parte do valor criado pelas primeiras, enquanto a aquisição permite a apropriação de partes do mercado da firma nacional adquirida.

Quanto às empresas públicas, contata-se uma participação acentuada das firmas estrangeiras no processo de privatização. O lançamento de programas ambiciosos de privatização criou oportunidades de investimento para as multinacionais. De fato, a nova vaga de investimentos diretos, nas economias emergentes da América Latina está principalmente ligada à implantação da desregulamentação e da privatização dos serviços públicos (telecomunicações, eletricidade, etc.) e nas indústrias de infra-estruturas. Nestas operações de privatização, as vantagens são numerosas para as firmas estrangeiras.

É sabido que as empresas multinacionais se aproveitam da lógica do regime de acumulação para se diversificar para as finanças. As condições favoráveis à valorização do capital na forma líquida estimulam as firmas multinacionais a especular no mercado financeiro internacional.

Este movimento revela-se igualmente através da importância que tomaram os "bancos de empresas". Estes bancos são criados, tanto para permitir o escoamento da produção das filiais produtivas pelos mecanismos de incitação ao consumo quanto para participar do movimento de valorização financeira dos imensos volumes de capital disponível. Essa tendência também é mundial, mas nas economias emergentes a instabilidade da economia local, o contínuo *stop-and-go* que ritma a atividade, a existência de taxas de juros reais bastante superiores às aquelas praticadas nas economias desenvolvidas e a instabilidade cambial abrem oportunidades de valorização privilegiadas fora da esfera meramente produtiva. A concentração do

investimento direto nas economias emergentes da região não é assim apenas uma coincidência, na medida em que são exatamente essas economias que irão oferecer às empresas multinacionais essa dupla possibilidade de valorização do seu capital.

Aos mecanismos exclusivamente financeiros de valorização somam-se ainda as tradicionais vantagens de multilocalidade de que dispõe essas empresas.

Instrumentos internos e externos de cobertura de riscos podem ser utilizados, não somente como instrumento de proteção, mas também, como meios de obtenção de vantagens puramente financeiras. Juntam-se a isso outros mecanismos mais tradicionais utilizados pelas multinacionais para dissociar os fluxos financeiros dos fluxos reais: os preços de transferências, de estabelecimento de centros de refaturação nos países com fraca taxa de impostos, os honorários, os impostos sobre serviços tecnológicos, os empréstimos em grupo, os dividendos, a escolha da dívida/ fundos próprios, entre outros .

Considerações finais

A lógica das políticas de liberalização, desregulamentação, estabilização, tal qual foram conduzidas nos mercados emergentes da América Latina, foi antes de tudo favorável a um processo de acumulação financeira que de acumulação produtiva. Esta constatação é ainda mais evidente a partir da análise dos fluxos de capitais estrangeiros neste período.

Os investidores externos consideram estas economias como fontes de ganhos financeiros em curto prazo. A condição de "mercados emergentes" que caracterizou desde o final dos anos 80 os principais países latino-americanos permitiu o estabelecimento de mecanismos de transferência sistemática de recursos financeiros da região em direção aos detentores de títulos localizados sobretudo nos países industrializados.

Observou-se também que o comportamento das multinacionais, bem como a dinâmica de investimento direto das economias emergentes da América Latina, modificaram-se consideravelmente desde a emergência do regime de acumulação governado pelas finanças. Limitadas por uma política dominada pelo curto prazo das avaliações, as firmas estrangeiras privilegiam a liquidez aos investimentos de longo prazo, de modo a privilegiar uma lógica que se orienta pelos mesmos princípios antes exclusivos às avaliações financeiras. A dinâmica de reestruturação produtiva das

filiais das firmas multinacionais nestes países inscreve-se nesta nova concepção.

A dependência histórica dos países da região face aos fluxos de capital externo vê-se assim recolocada de forma ainda mais dramática, evidenciando o paradoxo entre a abundância de capital a procura de valorização e as condições cada vez mais restritivas impostas aos países importadores desse capital, às quais acabam por impedir o uso produtivo do capital aportado. O rompimento dos países emergentes latino-americanos com as amarras dos regimes de câmbio fixo prevalentes durante a década passada representa um pequeno passo – tímido e insuficiente, mas que ainda assim representa ganhos de liberdade – em direção a uma reavaliação da experiência recente, capaz de recriar as oportunidades para uma inserção internacional menos dependente do capital externo.

Diversos mitos saíram profundamente abalados dos eventos da segunda metade da década passada, entre eles o não-intervencionismo e a crença dogmática no livre-comércio e na liberdade de movimentação de capitais. Encontram-se aí as chaves para uma mudança consistente nos rumos das economias latino-americanas no começo do século XXI.

Referências Bibliográficas

Cacheux, J. (1999). "Des défaillances financières au risque systémique : quelques enseignements des accidents financiers", in *Crise mondiale et marchés financiers*, Paris, Cahiers Français.

Cheneaux de Leyritz, M. (1996), *Gestion financière des firmes multinationales*, Paris, PUF.

Chesnais, F. (1997), *La mondialisation du capital*, Paris, Syros.

Chesnais, F. (abril/1998), « La physionomie des crises dans le régime d'accumulation à dominante financière et les mécanismes de propagation de crise économique à l'échelle mondiale : une interprétation des krachs financiers asiatiques et de leurs conséquences », in *Journée d'étude de « l'Appel »*, Colloque CEDI.

Dufour, J. – F. (1999), *Les marchés émergents*, Paris, Armand Colin, (Collection « Synthèse »).

Fanelli, J. M. e Machinea, J. L. (1997), O movimento de capitais na Argentina. In: Ffrench-Davis, Ricardo e Griffith-Jones, Stéphanie (org.), *Os fluxos financeiros na América Latina: um desafio ao progresso*. São Paulo, Paz e Terra.

Furtado, J. (dezembro/1997), *La transformation des conditions d'insertion des économies à industrialisation tardive dans l'économie mondiale : un examen*

des facteurs généraux suivi de leur particularisation dans cinq secteurs industriels, Tese de doutorado, Paris, Université de Paris XIII.

Goodhart, C. *et al.*, (1998). *Financial regulation: why, how and where now?* London, Routledge.

Henry, G. M. (1999), *Les marchés financiers*, Paris, Armand Colin (Collection « Synthèse).

Michalet, C. - A. (1999), *La séduction des Nations ou comment attirer les investissements*, Paris, Economica.

Miotti, J. e Plihon, D. (1999) "Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires", in *Convergence des systèmes financiers et dynamique finance-industrie*, Paris, Colloque CREI-CEDI.

Moreira C. A. L. (2000), *Les transformations de l'investissement direct étranger et leurs conséquences sur le secteur manufacturier au Brésil*, Tese de Doutorado, Paris, Université de Paris XIII.

Moreira C. A. L. (2001), "Uma reflexão sobre a dinâmica do investimento direto estrangeiro no Brasil num contexto de liberalização comercial e desregulamentação financeira". Artigo apresentado no XIV Congresso Brasileiro de Economistas. Recife, 10-14 de setembro de 2001.

Orléan, A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris, Editions Odile Jacob,.

Salama, P. (1999), "L'origine interne de la crise financière", texto obtido à partir de pesquisas realizadas pela Internet (<http://www.Webcom.com/~clacso/debfran.html>).

Salama, P. (1999), "Du productif au financier et du financier au productif en Asie et en Amérique Latine", in *Convergence des systèmes financiers et dynamique finance industrie*, Paris, Colloque CREI-CEDI.

Scherer, A. L. F.(1999), "As raízes financeiras do investimento direto estrangeiro : notas sobre a experiência brasileira recente", in *Ensaio FEE*, Ano 20, nº 2.

Serfatti, C. (1996), Le rôle actif des groupes à dominante industrielle dans la financiarisation de l'économie. In: Chesnais, F. (org.), *La mondialisation financière : genèse, coût et enjeux*, Paris, Syros.

Tavares M. da C. e Fiori J. L. (1993), *(Des)ajuste global e modernização conservadora*, São Paulo, Paz e Terra.

UNCTAD (2001), *World Investment Report 2001*. Genebra.