

As assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional

Daniela Magalhães Prates

Resumo: Este artigo pretende avançar na compreensão das causas da maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises financeiras nos anos 90 a partir de uma abordagem heterodoxa. Argumenta-se que as assimetrias de natureza centro-periferia do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo explicam a maior vulnerabilidade dos países “emergentes” a essas crises, bem como a tendência ao endividamento em moeda estrangeira e à dolarização, fatores subjacentes ao caráter predominantemente gêmeo das crises financeiras nesses países.

Palavras-chave: crises financeiras; países “emergentes”; sistema monetário e financeiro internacional; centro-periferia; fluxos de capitais.

Abstract: *The purpose of this article is to develop an heterodox interpretation of the financial crises of the so called “emergent countries” occurred in the 90s. It argues that the asymmetries of the international monetary and financial system, which have a center-periphery configuration, explain the greater vulnerability of these countries to those crises. Such asymmetries also give rise to the two particularities that underline the twin character of the financial crises in the “emergent” countries: the dollarization and the indebtedness in foreign currencies.*

Key-words: *financial crises; “emergent” countries; international monetary and financial system, center-periphery; capital flows.*

1. Introdução

A frequência de crises financeiras¹ aumentou de forma considerável nos anos 80 e 90, relativamente às décadas anteriores, tanto nos países centrais quanto nos “emergentes”². Contudo, no caso desses países, as crises cambiais foram mais recorrentes e as crises bancárias mais severas, em termos de seu impacto sobre a economia e dos custos para o setor público. Além disso, essas crises tenderam a se converter em crises cambiais, da mesma forma que essas últimas ameaçaram a estabilidade dos sistemas financeiros domésticos, ou seja, as crises tiveram, de forma geral, um caráter gêmeo (Unctad, 1998, Eicheengreen & Bordo, 2002).

¹ Entende-se por crise financeira qualquer crise que atinja um ou vários segmentos dos mercados financeiros, envolvendo assim crises cambiais, bancárias e financeiras internas (ver, por exemplo, Unctad, 1998), em contraposição ao conceito tradicional (crise financeira entendida como uma crise financeira interna; ver Davis, 1992).

² O termo “países emergentes” passou a ser utilizado pela imprensa especializada, organismos multilaterais e pela academia para se referir aos países periféricos capitalistas e às economias em transição que receberam a maior parte dos fluxos de capitais provenientes dos países centrais nos anos 90. Neste artigo, o termo países “emergentes” refere-se somente aos países periféricos capitalistas.

As sucessivas crises financeiras dos países “emergentes” (México e Ásia, principalmente) na segunda metade da década de 90 despertaram o interesse dos economistas do *mainstream*³. Como reconheceram estes mesmos economistas, os modelos de crises cambiais desenvolvidos nos anos 80, conhecidos como modelos de primeira geração⁴, revelaram-se insuficientes para a compreensão destes eventos, que apresentaram características até então praticamente ignoradas pela literatura convencional, como imprevisibilidade e desvinculação com os fundamentos fiscais e monetários dos países.

Nesse contexto, os teóricos do *mainstream* passaram a introduzir nos seus modelos elementos até então enfatizados somente pela heterodoxia como condicionantes destas crises, com destaque para os fatores externos aos países que têm caracterizado o sistema financeiro internacional contemporâneo, entre os quais: os ataques especulativos auto-realizáveis, a volatilidade dos fluxos de capitais, o comportamento de manada dos investidores estrangeiros e o efeito-contágio. O não-reconhecimento da importância desses fatores tornou-se cada vez mais insustentável, diante do acirramento da instabilidade financeira internacional nos anos 90, manifestada nesses fenômenos.

Contudo, nos novos modelos de crises financeiras desenvolvidos após as crises mexicana e asiática – os modelos de segunda e terceira gerações, respectivamente – os determinantes, em última instância, das crises continuam sendo os desequilíbrios internos aos países, como nos modelos precedentes. A diferença reside na origem desses desequilíbrios: nos modelos de terceira geração, o foco de análise desloca-se da inconsistência nos fundamentos macroeconômicos – “estreitos” (dos modelos de primeira

³ Os termos *mainstream economics* e teoria ou literatura convencional serão utilizados como sinônimos.

⁴ O modelo canônico de primeira geração, desenvolvido por Krugman (1979), sustenta que as crises cambiais são o resultado previsível de ataques especulativos inevitáveis, que resultam da resposta racional dos agentes privados a políticas domésticas inconsistentes. A inconsistência decorre da combinação de uma política de câmbio fixo com uma política fiscal expansionista financiada por emissão monetária (Prates, 2002, cap.1).

geração) ou “ampliados” (dos modelos de segunda geração⁵) – para as fragilidades nos sistemas financeiros “emergentes”, geradas seja pelas garantias governamentais, seja pelas deficiências regulatórias e/ou institucionais, seja pelas falhas de mercado⁶.

Ao nosso ver, esse resultado está associado a uma importante limitação dos modelos de segunda e terceira geração: a despeito da incorporação de fatos estilizados característicos do sistema financeiro internacional contemporâneo, a dinâmica deste sistema está, de forma geral, ausente nesses modelos, ou é inserida de forma parcial e insuficiente, a partir do relaxamento da hipótese de informação perfeita, como no modelo de Calvo & Mendonza (1997)⁷.

Este artigo pretende avançar na compreensão das causas da maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises financeiras e, especialmente, às crises gêmeas nos anos 90⁸ a partir de uma abordagem heterodoxa. O ponto de partida desta abordagem é exatamente a introdução, no esquema analítico, da dinâmica de funcionamento do sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, cujo traço fundamental é a natureza volátil dos fluxos recentes de capitais.

⁵ Na segunda geração de modelos de crises cambiais, desenvolvida após as crises do Sistema Monetário Europeu de 1992/93 e do México de 1994/95, as crises cambiais constituem o resultado de ataques especulativos auto-realizáveis. Mas, estes ataques são bem sucedidos, resultando na eclosão da crise, somente se existe uma região de fundamentos “fracos”, que incluem um leque mais amplo de fundamentos (além das políticas fiscal e monetária dos modelos de primeira geração, a taxa de desemprego, a situação do sistema bancário e o nível de endividamento do setor público), na qual os custos de defender a paridade são muito altos (Berg et al., 1999, *apud*, Prates, 2002, cap.1).

⁶ Nos modelos de “terceira geração”, as crises cambiais estão intrinsecamente associadas a uma crise bancária. É possível distinguir três grupos de modelos, que se diferenciam em relação à origem da fragilidade dos sistemas financeiros “emergentes”. No primeiro grupo, estão os modelos que associam essas fragilidades ao risco moral criado pelas garantias governamentais. No segundo grupo, a ênfase desloca-se do risco moral para o pânico financeiro e as expectativas auto-realizáveis dos investidores estrangeiros. Já o terceiro grupo de modelos procura integrar os argumentos do risco moral e do pânico financeiro (Prates, 2002, cap.1).

⁷ No modelo de Calvo & Mendonza (1997), que se baseia na abordagem do *rational herding behavior* – segundo a qual o *herding* (comportamento de manada) decorre de um tipo de falha de mercado, as assimetrias de informação – a globalização do mercado internacional de capitais, ao aumentar o leque de ativos disponíveis e, assim, possibilitar a diversificação dos portfólios dos investidores estrangeiros, reduziria, ao mesmo tempo, os retornos associados ao “investimento” na obtenção de informações sobre os diversos ativos, acentuando o problema de informação incompleta que torna o *herding* racional. Neste contexto, os investidores tornar-se-iam extremamente suscetíveis a choques negativos de pequena magnitude e o comportamento de manada seria o “resultado natural” da estratégia de otimização de seus portfólios num contexto de crescente diversificação internacional. Este problema de “ação coletiva” aumentaria a probabilidade de amplos movimentos dos fluxos de capitais desvinculados dos fundamentos e, assim, da eclosão de crises associadas ao contágio (Prates, 2002, cap. 1).

⁸ A heterodoxia do pensamento econômico abrange diversas abordagens teóricas, dentre as quais as escolas pós-keynesiana, marxista, regulacionista, neo-shumpeteriana e estruturalista. Nesse artigo, o termo heterodoxia refere-se, essencialmente, às contribuições de Keynes e Marx – que destacaram a natureza monetária e a instabilidade intrínseca das economias capitalistas modernas – e de Prebisch – o qual enfatizou as assimetrias centro-periferia no âmbito do sistema capitalista mundial –, bem como dos autores que se apóiam nas idéias desses três pensadores.

Esta natureza decorre tanto das características do sistema monetário internacional que emergiu após o colapso de Bretton Woods – ancorado no dólar “flexível e fiduciário”⁹, no regime de câmbio flutuante e na livre mobilidade de capitais – quanto da dinâmica das finanças internacionais nesse contexto – ou seja, da globalização financeira –, que é subordinada à lógica especulativa de valorização da riqueza. A dominância dessa lógica vis-à-vis à produtiva reflete, por sua vez, a emergência de um novo padrão de gestão da riqueza nos países centrais nos anos 80 – após a generalização dos processos de liberalização e/ou desregulamentação financeiras – que passou a condicionar o comportamento das famílias, empresas e instituições financeiras¹⁰. Essa nova forma de gestão da riqueza extravasou as fronteiras nacionais, já que são esses mesmos agentes os protagonistas dos mercados financeiros internacionais e suas decisões de alocação da riqueza financeira ditam a direção e as características das diversas modalidades de fluxos de capitais (Prates, 2002).

Os efeitos instabilizadores desses fluxos explicitaram-se nas diversas crises financeiras que eclodiram nos anos 90. Essas crises atingiram, principalmente, os chamados países “emergentes”, ou seja, os países periféricos que se inseriram no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo a partir do final dos anos 80, mediante a liberalização de seus sistemas financeiros e de suas contas de capital, tornando-se “mercados emergentes”. Mas, de acordo com esta abordagem heterodoxa, qual seria a causa (ou as causas) da maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises financeiras neste contexto? Na próxima seção deste artigo, procura-se responder a esta pergunta a partir da explicitação de uma segunda característica fundamental do sistema

⁹ Como ressalta Teixeira (2000), a natureza fiduciária do dólar no contexto pós-Bretton Woods implica grau de autonomia de política praticamente total para o país emissor da moeda-chave, os Estados Unidos. Nesse contexto, a gestão da política monetária americana e, assim, as variações da taxa de juros básica do sistema, que influenciam decisivamente a direção dos fluxos internacionais de capitais, passam a depender estreitamente do ciclo econômico doméstico. Ao mesmo tempo, ao se libertar das “amarras” da conversibilidade, em última instância, ao ouro, os Estados Unidos pôde incorrer em déficits comerciais recorrentes, o que resultou em outra especificidade do sistema monetário internacional contemporâneo – o caráter devedor líquido do país emissor da moeda-chave –, destacado por Belluzzo (1997).

¹⁰ A dominância da esfera financeira de valorização sobre a produtiva no capitalismo contemporâneo tem sido ressaltada por vários autores heterodoxos, a partir de diferentes abordagens teóricas, como Chesnais (1997 e 2002), Aglieta (1995), Orléan (1999) e Braga (1997).

monetário e financeiro internacional contemporâneo, sua dimensão hierárquica e assimétrica. Seguem-se algumas considerações finais.

2. As assimetrias do Sistema Monetário e Financeiro Internacional

O objetivo desta seção é apresentar e desenvolver a seguinte hipótese: a maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises financeiras recentes está associada à sua posição subordinada e periférica no sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, que é um sistema hierárquico. Em outras palavras, essa maior vulnerabilidade decorreria das assimetrias monetárias e financeiras desse sistema, que têm uma natureza centro-periféria¹¹. Essas assimetrias, cujas duas dimensões são relacionadas e imbricadas, explicariam a maior vulnerabilidade dos países “emergentes” à volatilidade intrínseca aos fluxos recentes de capitais, bem como a tendência ao endividamento em moeda estrangeira e à dolarização. Esses dois fatores resultam, por sua vez, em descasamento de moedas e em *feed-backs* recíprocos entre crises cambiais e bancárias, que explicariam o caráter predominantemente gêmeo das crises financeiras nesses países, ao contrário do que ocorre nos países centrais.

Vale ressaltar que essa posição subordinada é estrutural, reflexo da posição periférica no sistema capitalista mundial, que tem como traços determinantes a fragilidade cambial e financeira externa, a natureza dinamicamente dependente do sistema produtivo e a subordinação político-militar (Cardoso de Mello, 1998)¹². Igualmente, a característica hierárquica do sistema monetário e financeiro internacional não é exclusiva ao sistema atual. Desde o padrão-ouro, existe uma hierarquia de moedas em âmbito internacional. Como ressaltam Belluzzo & Almeida (2002), no *Treatise on Money* Keynes já havia apontado a existência de uma hierarquia de moedas na análise dos diferentes graus de autonomia das políticas monetárias das economias devedoras (Inglaterra) e credoras (França e Estados Unidos) no entre-guerras. Todavia, é exatamente no ambiente atual, caracterizado por uma extrema instabilidade tanto em função das características do

¹¹ O termo “assimetrias” foi tomado emprestado de Prebisch (1949), que enfatizou três tipos de assimetrias centro-periféria no âmbito do sistema capitalista mundial: tecnológicas/produtivas, macroeconômicas e financeiras. Para uma descrição dessas assimetrias, ver Ocampo (2001a).

padrão-dólar “flexível e fiduciário”, quando da dinâmica da globalização financeira, ditada pela lógica das finanças de mercado, que a não-conversibilidade das moedas “periféricas” tornou-se uma fonte maior de fragilidade.

A **assimetria monetária** diz respeito exatamente à hierarquia de moedas em âmbito internacional. No sistema atual, o dólar constitui o núcleo do sistema hierarquizado – ou seja, é a moeda-chave - a partir do qual se posicionam, de forma também hierarquizada, as outras moedas: em primeiro lugar, as moedas conversíveis, emitidas pelos demais países centrais, e, em segundo lugar, mais distantes do núcleo, as moedas não-conversíveis, emitidas pelos países “emergentes”(Carneiro, 1999).

O conceito de conversibilidade refere-se à aceitação das moedas nacionais como meio de pagamento, unidade de conta e de denominação dos contratos, e ativo de reserva no sistema monetário internacional. Em outras palavras, uma moeda nacional é totalmente conversível se é capaz de desempenhar em âmbito internacional as três funções da moeda. Contudo, existem diferentes graus de conversibilidade.

Na hierarquia de moedas, somente o dólar, enquanto moeda-chave, desempenha integralmente essas três funções e, assim, tem o maior grau de conversibilidade. O dólar é a moeda utilizada, preponderantemente, nas transações monetárias (meio de troca) e financeiras (unidade de denominação dos contratos), bem como é o ativo mais líquido e seguro e, assim, mais desejado pelos agentes como ativo de reserva e “receptáculo” da incerteza, estruturalmente mais elevada e volátil no contexto atual tanto em função da instabilidade do sistema monetário internacional após o colapso de Bretton Woods, como da lógica das finanças globalizadas e liberalizadas, intrinsecamente especulativa.

As moedas dos demais países centrais também são utilizadas como meio de denominação dos contratos em âmbito internacional - sendo, assim, esses países são capazes de emitir dívida externa denominada na própria moeda - e são demandadas, de forma secundária, como ativo de reserva nos portfólios dos investidores estrangeiros.

Já as moedas dos países periféricos participantes do sistema – ou seja, os “emergentes” – não são conversíveis. Ao contrário dos países centrais, esses países, de

¹² Vale ressaltar que a discussão dos determinantes desta posição ao longo da história ultrapassa os objetivos deste artigo.

forma geral, não são capazes de emitir dívida externa denominada na própria moeda¹³. Em relação à função reserva de valor, suas respectivas moedas não são capazes de cumprir o papel de “receptáculo” da incerteza em âmbito mundial. A principal manifestação dessa não-conversibilidade, especificamente no que se refere à função reserva de valor, são os diferentes prêmios de risco atribuídos às moedas, que decorre da regra de formação das taxas de juros no sistema monetário e financeiro internacional, desfavorável para os países não-emissores da divisa-chave e, sobretudo, para os “emergentes”.

Como explica Carneiro (1999), a taxa de juros do dólar, que constitui a taxa básica do sistema, tende a ser a menor de todas, pois remunera a moeda-chave, considerada a mais segura e mais líquida pelos detentores de capital. As taxas de juros fora do núcleo correspondem sempre à taxa de juros do dólar acrescida de um risco país, determinado, principalmente, pelas agências de classificação de risco. Os países mais distantes do núcleo – ou seja, os “emergentes” – têm as taxas de juros mais elevadas, pois suas moedas são consideradas as menos seguras e, assim, os investidores exigem um prêmio maior para retê-las. Visto o problema de outro ângulo, os proprietários de capitais na periferia aceitam taxas de remuneração menores para aplicar nas moedas conversíveis.

Dado o ambiente de livre mobilidade de capitais, se os países “emergentes” fixam taxas de juros internas abaixo da taxa fixada pelo mercado, eles não somente deixam de atrair capitais, como provocam uma fuga dos capitais locais. Nesse contexto,

“... a desvalorização pode prosseguir para limites bem mais amplos sem desencadear o retorno dos capitais, pois pode não haver interesse dos capitais

¹³ Bordo & Flandreau (2001), a partir dos dados primários divulgados pelo BIS, mostram que no contexto atual somente 25 países têm capacidade de emitir dívida denominada em sua própria moeda no mercado financeiro internacional. Este grupo restrito é formado, maioritariamente, pelos países da OCDE, e por somente quatro países “emergentes” (Hong Kong, Cingapura, África do Sul e Taiwan). De acordo com esses autores, a maioria desses países não é capaz de emitir dívida externa em sua própria moeda devido ao seu menor grau de aprofundamento financeiro interno, relativamente aos países centrais. Essa especificidade dos países “emergentes” também tem sido ressaltada por Hausmann e vários co-autores (ver, por exemplo, Hausmann *et al.*, 1999 e 2000), segundo os quais os países “emergentes” sofreriam de um “pecado original” (*original sin*), que explicaria a sua incapacidade de se endividar externamente em sua própria moeda. Contudo, as causas desse “pecado” não são exploradas. Como reconhece o próprio Hausmann, num artigo em co-autoria com Eichengreen: “*Original sin seems to capture a fact about the world. What causes it is an open question*” (Eichengreen & Hausmann, 1999:11). Neste artigo, defende-se a hipótese que essa especificidade dos países “emergentes” decorre da sua posição subordinada e periférica no Sistema Monetário e Financeiro Internacional.

na compra de ativos adicionais do país em questão. Nesse caso, portanto, a fixação de taxas de juros abaixo daquela estabelecida no mercado internacional pode levar a uma desvalorização descontrolada da moeda do país e no limite a uma crise de confiança que questiona sua própria existência” (Carneiro, 1999: 66).

Já para os países emissores de moedas conversíveis existe a possibilidade de escapar dessa regra dado o fluxo permanente de capitais produtivos e financeiros. Nesses países, a fixação da taxa de juros interna abaixo da taxa de mercado resulta na saída de capitais e na desvalorização da taxa de câmbio. Contudo, a partir de um determinado patamar dessa taxa passa a ser atraente o retorno dos capitais, diante dos baixos preços dos ativos produtivos e financeiros devido à moeda desvalorizada. No caso dos países “emergentes”, essa alternativa não se coloca, pois não há um piso para a desvalorização da taxa de câmbio devido à inexistência de um fluxo permanente de capitais¹⁴ (Carneiro, 1999). A inexistência desse fluxo, por sua vez, decorre da segunda assimetria do sistema, a assimetria financeira, como se destacará a seguir.

Assim, essa regra de formação da taxa de juros resulta em diferentes graus de autonomia de política dos países pertencentes ao sistema. Em outras palavras, a assimetria monetária implica assimetria macroeconômica.

Da mesma forma que nos sistemas monetários internacionais precedentes (padrão libra-ouro e Bretton Woods), baseados igualmente numa moeda nacional como moeda-chave (libra e dólar, respectivamente), o país emissor da moeda-chave têm maior grau de autonomia de política. Contudo, no sistema atual, essa autonomia é ainda maior devido ao caráter fiduciário desta moeda, que permite aos Estados Unidos vincular, estreitamente, a gestão da sua política monetária ao ciclo econômico doméstico, como ressalta Teixeira (2000)¹⁵. No espectro oposto, estão os países “emergentes” que, por

¹⁴ É interessante mencionar que Keynes, no *Treatise on Money*, ressaltou “(...) a capacidade inferior das economias devedoras e ‘dependentes’ de atrair recursos ‘livres’ para a aquisição de ativos e bens denominados na moeda nacional” apud (Belluzzo & Almeida, 2002:57). Como explicam Belluzzo & Almeida (2002), essa assimetria entre as economias devedoras e credoras no processo de ajustamento de seus balanços de pagamento refletiria os diferentes “poderios financeiros”, subjacentes à hierarquia entre as moedas nacionais.

¹⁵ Como destacam Medeiros & Serrano (1999), as condições geopolíticas (ou seja, o fim da guerra-fria e o colapso da União Soviética) também contribuíram para o maior grau de autonomia do país emissor da moeda-chave.

serem emissores de moedas não-conversíveis, têm o menor grau de autonomia de política.

Além de não terem condições de escapar da regra de formação da taxa de juros do sistema em períodos de normalidade, dado o ambiente de livre mobilidade de capitais, em períodos de abundância ou escassez de recursos esses países não têm graus de liberdade para adotar políticas anticíclicas, que atenuariam os impactos dos fluxos de capitais sobre o desempenho econômico doméstico¹⁶. Já os países centrais têm um maior grau de autonomia de política econômica (obviamente menor que o país emissor da moeda-chave) exatamente em função da natureza conversível de suas moedas, que possibilita a utilização da política monetária para manejar o ciclo econômico doméstico. Como mencionado acima, no caso desses países, a fixação de taxas de juros internas abaixo daquela estabelecida pelo mercado não implica fuga da moeda nacional. Nos termos de Ocampo (2001b), o centro tem maior autonomia de política, sendo assim *policy making* – com variações entre as economias em questão – e a periferia é essencialmente *policy taking*:

“(...) the fact that the center economies’ national currencies (now regional in the case of most members of the European Union) are also international currencies (...) gives them greater degrees of freedom in terms of the use of national monetary policy to manage domestic business cycles, although certainly at the possible cost of exchange-rate fluctuations among major currencies. The degrees of freedom are obviously greater for the country that has the dominant international currency (the United States) (...) Through the impact of monetary policy on economic activity and exchange rates, the center economies generate externalities to the rest of the world (...) These externalities are strongly felt in the developing world, which must adjust to

¹⁶ Esta menor autonomia de política dos países “emergentes” também está associada ao que se convencionou chamar de “disciplina de mercado”. Nos momentos de crise, associadas à reversão dos fluxos de capitais, esses países devem adotar políticas pró-cíclicas para manter sua credibilidade junto aos investidores internacionais. A aplicação de medidas de austeridade durante as crises gera pressões para a adoção de políticas igualmente pró-cíclicas durante os booms (isto é, expansionistas), reforçando, ao invés de atenuar, o comportamento inerentemente pró-cíclico dos mercados financeiros nacionais e internacionais (Ocampo, 2001b).

them but lack the degrees of freedom that the ability to supply international currencies provides”. (Ocampo, 2001b:10)

Vale destacar outra dimensão da assimetria macroeconômica, associada à incapacidade dos países “emergentes” emitirem dívida externa denominada na própria moeda, que constitui, por sua vez, uma das dimensões da assimetria monetária, como mencionado. A emissão de dívida externa e, em muitos casos, de dívida interna, em moeda estrangeira¹⁷ compromete, igualmente, o papel da taxa de câmbio como instrumento de política econômica, no sentido de contribuir para aumentar os graus de liberdade da gestão monetária doméstica, uma vez que uma desvalorização da moeda doméstica (desejável, por exemplo, para ajustar o balanço de pagamentos) tem impactos perversos sobre a situação fiscal do setor público e/ou financeira dos agentes privados domésticos.

À assimetria do sistema monetário internacional sobrepõem-se as assimetrias do sistema financeiro internacional, que dizem respeito a dois fatores: em primeiro lugar, aos determinantes dos fluxos de capitais direcionados para os países “emergentes”; em segundo lugar, à dimensão relativa desses fluxos.

O volume e a direção desses fluxos são determinados, principalmente, por fatores externos a esses países¹⁸, tanto conjunturais – a fase do ciclo econômico e o patamar das taxas de juros do país emissor da moeda-chave e, em menor medida, dos demais países centrais, que determinam o estado de liquidez dos mercados financeiros internacionais – quanto estruturais – a nova dinâmica financeira internacional, ou seja, a globalização

¹⁷ Como se destacará a seguir, a não-conversibilidade das moedas dos países “emergentes” é um dos fatores que explica a tendência de dolarização dos mercados financeiros desses países.

¹⁸ Isso não quer dizer que as condições econômicas dos países periféricos sejam irrelevantes. As opções de política econômica e as características estruturais desses países também condicionam o ingresso de recursos externos, mas não constituem o fator primordial e suficiente.

financeira¹⁹. Como destaca Ocampo (2001b), enquanto o centro gera os choques globais (em termos de fluxos de capitais, termos de troca, etc.), sendo *business-cycle makers*, os países em desenvolvimento (a periferia) são *business-cycle takers*²⁰:

“Broadly speaking, the center generates the global shocks (in terms of economic activity, financial flows, commodity prices and the instability of the exchange rates of major currency), to which developing countries must respond and adjust. Such shocks include sharp fluctuations in capital flows to developing countries (...)” (Ocampo, 2001b:10).

É importante destacar que essa característica não é exclusiva dos fluxos recentes de capitais. Historicamente, a dinâmica do mercado financeiro internacional determinou as características dos fluxos de capitais para a periferia, enquanto que a dinâmica econômica - crescimento *versus* recessão - nos países centrais determinou o seu volume²¹ (Griffith-Jones & Sunkel, 1986 e Baer, 1995). Contudo, essa assimetria torna-se ainda mais perversa no contexto atual, dado o perfil volátil e especulativo desses fluxos, que dependem das avaliações e das decisões de aplicação e resgate dos grandes operadores financeiros residentes nesses países (investidores institucionais, bancos internacionais e tesouraria das empresas multinacionais), que se guiam por critérios puramente financeiros e especulativos e exprimem um grau elevado de preferência pela liquidez.

¹⁹ Após o retorno dos fluxos de capitais voluntários para os países periféricos no início dos anos 90, proliferaram trabalhos empíricos sobre os determinantes desses fluxos, que distinguiram dois conjuntos de fatores: os fatores externos (*push factors*) e os fatores internos/regionais (*pull factors*) (Prates, 1997). Enquanto os estudos realizados na primeira metade da década concluíram que os fatores externos conjunturais, principalmente a taxa de juros básica americana e a fase do ciclo econômico nos países centrais, tiveram um papel central na direção e no volume daqueles fluxos (como Calvo, Leiderman & Reinhart, 1993), os estudos mais recentes relativizam a importância desses fatores e enfatizam o papel dos fatores externos estruturais – a globalização financeira – e a complementaridade entre os fatores externos - que determinariam o *timing* e o volume dos fluxos – e os internos – que condicionariam a sua distribuição regional (Jeanneau & Micu, 2002).

²⁰ Essa distinção entre países centrais e periféricos remete à idéia de Prebisch (1949) de centro dinâmico.

Ademais, a dinâmica atual dos capitais produtivos, cujos espaços privilegiados de valorização encontram-se em seus países de origem (ou seja, nos países centrais)²², contribui para acentuar a assimetria financeira²³. Os fluxos de investimento direto externo também foram contaminados pela lógica especulativa e passaram a exercer pressões sobre os mercados de câmbio dos países receptores, associadas às operações de *hedge* realizadas pelas empresas multinacionais, as quais são ainda mais intensas no caso dos países periféricos, pois os investimentos direcionados para esses países embutem um maior risco cambial devido à assimetria monetária.

Em relação a essa dinâmica, Chesnais (1997) e Braga (1997) destacam que as formas de integração dos grandes grupos industriais ao sistema internacional durante o regime de acumulação fordista²⁴ – principalmente o comércio e a internacionalização do capital industrial na forma “multidoméstica” e associada a investimentos criadores de capacidade produtiva (*greenfield investment*) – foram em grande medida substituídos por mecanismos subordinados aos critérios do capital financeiro – dentre os quais a compra e venda de empresas como um negócio específico em si mesmo e as deslocalizações, que resultam na generalização da subcontratação internacional –, que são infinitamente mais restritivos à periferia do que aqueles vigentes no regime precedente, quando foram possíveis industrializações nessa região do sistema com a participação das multinacionais.

²¹ A maior parte da literatura empírica corrobora a hipótese de que os fluxos de capitais para os países “emergentes” têm um comportamento anticíclico, ou seja, a recessão e as baixas taxas de juros no centro induz a alocação do excesso de liquidez para a periferia. Contudo, o trabalho de Jeanneau & Micu (2002) questiona, em parte, essa hipótese, ao apresentar evidências de que uma modalidade de fluxo - os empréstimos bancários internacionais – teve um comportamento predominantemente pró-cíclico nos anos 90. Predominantemente, pois a maior parte desses fluxos foi alocada por bancos japoneses e europeus nas fases de crescimento e/ou pressão altista sobre as taxas de juros nos seus respectivos países/regiões de origem, enquanto que os empréstimos alocados pelos bancos americanos, que foram marginais, tiveram um comportamento contra-cíclico. Já o IMF (2001) faz uma diferenciação entre as diferentes modalidades de fluxos na análise do seu comportamento cíclico. Enquanto que a hipótese de “contra-ciclicidade” é corroborada para os fluxos *interest-bearing* (empréstimos bancários e títulos de renda fixa), os fluxos de *equity finance* tendem a apresentar seja um comportamento pró-cíclico (investimentos de portfólio em ações) seja poucas variações ao longo do ciclo (investimentos externos diretos).

²² Como ressalta Braga (1997: 222), as estratégias das grandes transnacionais e sua estrutura indicam que “*seus movimentos de capital são primordialmente direcionados aos países com sistemas monetários-financeiros e industriais mais sólidos, em que existem parceiros, mercados e condições de lucratividade gerais mais adequadas*”.

²³ Ademais, a nova forma de atuação das empresas multinacionais também contribui para acentuar a assimetria produtiva e tecnológica do sistema capitalista mundial.

²⁴ Esse termo, cunhado pelos regulacionistas, refere-se ao regime de acumulação do período 1945-73 – ou seja, durante a vigência do sistema de Bretton Woods –, também conhecido como “30 anos gloriosos”.

Kregel (1996) aponta uma característica adicional dos fluxos de investimento externo direto no período recente – o fato de grande parte desses fluxos representarem, na realidade, reinvestimentos de lucros –, que tem dois desdobramentos negativos sobre os países periféricos. Em primeiro lugar, os fluxos reinvestidos não são necessariamente direcionados para investimentos produtivos, mas podem ser aplicados, por uma filial da empresa, em ativos financeiros domésticos de curto prazo, dada a lógica financeira de valorização. Assim, eles equivalem a aplicações de portfólio de curto prazo. Em segundo lugar, a multinacional pode resolver, em algum momento, interromper o reinvestimento de lucros e repatriar grande parte dos rendimentos anuais. Com isso, um país periférico que se ajustou a um fluxo permanente de investimento direto externo (via reinvestimento de lucros) pode ficar exposto a uma interrupção súbita desses fluxos, independente da permanência dos fluxos prévios²⁵.

A segunda dimensão da assimetria financeira diz respeito à inserção marginal dos países “emergentes” nos fluxos de capitais globais. Como enfatiza Chesnais (1997), a globalização financeira é, além de excludente - penalizando severamente os países periféricos não inseridos no processo de globalização, caso dos africanos - hierarquizada, integrando os sistemas financeiros nacionais de forma desigual, imperfeita e incompleta. Apesar do crescimento em termos absolutos dos fluxos direcionados para esses países nos anos 90, uma proporção ainda marginal dos recursos detidos pelos investidores globais é alocada nos “mercados emergentes”. Os dados elaborados por Studart (2001b), a partir das estatísticas do Banco Mundial²⁶, mostram essa assimetria. A participação dos países em desenvolvimento no total dos fluxos privados globais, que era de 11,8% em 1991, cresceu progressivamente até 1997, quando atingiu o pico de 14,4%. A partir desse ano, como reflexo das sucessivas crises que atingiram os países “emergentes”, essa

²⁵ Kregel (1996) também ressalta que, independentemente de adicionarem ou não capacidade produtiva ao país, esses investimentos devem ter uma lucratividade bastante elevada, pois têm uma liquidez menor e envolvem maior risco, devido às dificuldades de operação num país estrangeiro. Ou seja, o prêmio de risco associado ao investimento direto é maior que o relacionado a outras modalidades de recursos externos – como investimentos de portfólio e empréstimos em moeda – e, com isso, resultará em remessas de lucros e dividendos significativas.

²⁶ Essas estatísticas estão disponíveis na publicação *Global Development Finance*, World Bank (2001).

participação diminuiu também de forma progressiva, passando para 9,8% em 1998 e somente 7,6% em 2000²⁷.

Ademais, mesmo no âmbito dos países “emergentes”, não houve uma pulverização das aplicações nos anos 90. Como os mercados de *securities* e de ações desses países são menos líquidos, existe uma tendência de concentração dos investimentos nos mercados maiores e nas emissões que envolvem uma maior captação de recursos²⁸ (Griffith-Jones, 1995). Em outras palavras, os fluxos financeiros direcionados para a “periferia” são seletivos em vários aspectos, selecionando não somente os países, mas também os agentes. Somente empresas e instituições financeiras consideradas de “boa reputação” pelas agências de *ratings* têm acesso ao mercado internacional de capitais.

Após essa caracterização geral das assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional globalizado, é fundamental explicitar as relações entre essas assimetrias, cujas dimensões (monetária, macroeconômica e financeira) se auto-reforçam, e a maior vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises financeiras contemporâneas.

A volatilidade inerente aos fluxos recentes de capitais afeta, sobretudo, os países “emergentes”, pois esses fluxos são determinados, sobretudo, por uma dinâmica exógena a esses países, especificamente, o ciclo econômico e a política monetária dos países centrais e as decisões de aplicação e resgate dos investidores globais, subordinados à lógica especulativa. Como destacado acima, esta é uma das dimensões da assimetria financeira. Nos momentos de reversão do ciclo, de mudanças na política monetária no centro ou de aumento da preferência pela liquidez, as moedas (e os ativos financeiros) “emergentes”, por não serem detidas como reserva de valor em âmbito internacional – reflexo, por sua vez, da assimetria monetária – são os primeiros “alvos” dos movimentos

²⁷ Dados mais recentes divulgados pelo BIS confirmam a inserção marginal dos países “emergentes” no sistema financeiro internacional. Em dezembro de 2002, os países centrais absorviam 80% do estoque de empréstimos bancários internacionais. No mercado internacional de títulos de dívida esta concentração era ainda maior: 88% do estoque total de títulos haviam sido emitidos por residentes desses países. (BIS, 2003).

²⁸ Essa concentração das aplicações em poucos países “emergentes” é uma das causas do efeito-contágio observado nas crises dos anos 90. Diante de perdas em aplicações num país específico, que compõem grande parte dos portfólios dos investidores globais - como foi o caso do México - os fundos vendem, principalmente, títulos emitidos pelos países localizados na mesma região, com o objetivo de manter a participação relativa de cada região nos respectivos portfólios (Griffith-Jones, 1996).

recorrentes de fuga para a qualidade (ou seja, para o dólar e/ou os títulos da dívida pública americana) empreendidos por esses investidores.

A recorrência desses movimentos está associada também à gestão da política monetária do país emissor da moeda-chave, os Estados Unidos, cuja autonomia de política é ainda maior devido à natureza fiduciária do dólar no sistema monetário internacional contemporâneo. A postura atual deste país, que reflete a assimetria macroeconômica, afeta perversamente, sobretudo, os países “emergentes”. Por um lado, os choques financeiros, associados às mudanças nessa gestão reverberam principalmente nesses países, pois suas moedas não-conversíveis são os primeiros alvos dos movimentos de fuga para a qualidade. Por outro lado, esses países não têm graus de liberdade para adotar políticas anticíclicas, as quais atenuariam as variações do ciclo econômico doméstico associadas aos fluxos de capitais e, assim, a sua vulnerabilidade à reversão desses fluxos e às crises financeiras recentes. Em outras palavras, ao mesmo tempo em que sofrem mais intensamente os impactos das mudanças na política econômica do país emissor da moeda-chave, pois são *business-cycle takers*, os países “emergentes”, enquanto *policy takers*, não têm graus de liberdade para neutralizar ou atenuar essas mudanças.

É importante mencionar que a natureza volátil dos fluxos de capitais para os países “emergentes” reforçou-se nos últimos anos, devido à influência crescente das mudanças do sentimento dos investidores e das condições de liquidez globais sobre o mercado de dívida “emergente”, um dos segmentos do mercado internacional de capitais²⁹. De acordo

²⁹ A proeminência do mercado internacional de capitais e, principalmente, do segmento de títulos de dívida, vis-à-vis o de crédito bancário, está associada ao processo de securitização das dívidas. No âmbito dos países “emergentes” os títulos de dívida consolidaram-se ao longo da década dos 90 como a principal modalidade de captação de recursos externos. No caso dos países latino-americanos, essa modalidade de endividamento predomina desde a sua reinserção no mercado financeiro internacional no início desta década. Já no caso dos países do Leste Asiático, na primeira metade dos anos 90 os empréstimos bancários constituíram a principal fonte de financiamento, tendo desempenhado um papel central no ciclo de endividamento externo subjacente à crise de 1997/98. Contudo, após essa crise, os empréstimos bancários líquidos para os países emergentes retraíram-se significativamente. Entre 1998 e 2001, o fluxo líquido foi negativo em US\$ 344 bilhões, sendo que no final de 2002 o conjunto de países emergentes tornou-se prestador líquido de capitais para o sistema bancário internacional (BIS, 2003). Enquanto os países latino-americanos continuam devedores líquidos do sistema, os demais países emergentes, sobretudo asiáticos, tornaram-se prestadores líquidos (depósitos externos, contrapartida dos superávits em transações correntes, superiores aos empréstimos). Para maiores detalhes sobre a dinâmica recente dos fluxos de capitais para os mercados “emergentes”, ver Prates (2003) e Cintra; Farhi (2003).

com cálculos realizados pelo FMI (IMF, 2003a)³⁰, essa influência transparece na elevada correlação entre a volatilidade e os prêmios de risco dos “mercados emergentes” (medido pelos índices como o EMBI+) e o comportamento dos mercados acionários maduros e, principalmente, no comportamento “sincronizado” entre os *spreads* dos chamados “*junk bonds*”, os títulos de alta rentabilidade emitidos por corporações americanas, e aqueles dos títulos emitidos pelos “mercados emergentes”³¹. Os períodos de fechamento dos mercados primários “emergentes” tornaram-se crescentemente associados ao aumento do prêmio de risco dessa categoria de papéis. Nesses períodos, os devedores de maior risco, são os primeiros a serem excluídos do mercado. De forma simétrica, as reaberturas estiveram associadas à redução desse prêmio³² e caracterizam-se por um excesso de emissões lideradas exatamente por estes devedores, que podem rapidamente saturar os mercados primário e secundário (Prates, 2003).

Mudanças na estrutura do mercado de títulos de dívida “emergentes” após as crises asiática e russa contribuíram para reforçar esta correlação, dentre as quais se destacam: a importância crescente dos investidores *crossover*, que concentram suas aplicações em títulos *investment grade* dos países centrais, mas detém marginalmente posições nos

³⁰ O FMI tem utilizado em seus relatórios as expressões “*on-off nature*” (ver, por exemplo, Adams, C.; Mathieson, D.; Schinasi, G., 1999; e Mathieson, D. J; Schinasi, G., 2001) e, mais recentemente, “*feast or famine*” (IMF, 2003a e b) para caracterizar a dinâmica volátil dos fluxos de capitais direcionados para os mercados emergentes.

³¹ Assim, o argumento de que a estratégia de diversificação dos portfólios dos investidores institucionais resultará num aumento progressivo da importância relativa dos fluxos de capitais para os países “emergentes” não se sustenta, pois a maior integração financeira entre os países acaba diminuindo os ganhos potenciais da diversificação internacional dos portfólios, uma vez que os “mercados emergentes” passam a apresentar um movimento sincronizado com os mercados dos países centrais (Cepal, 2002 e Mathieson; Schinasi, 2001).

³² Dados das emissões semanais dos mercados emergentes no período 1994-2002 sugerem que ocorreram 21 períodos de fechamento do mercado – período de mais de duas semanas durante o qual as emissões soberanas dos mercados emergentes são, pelo menos, 20% menores que a média –, dos quais 13 afetaram um amplo espectro de emissores emergentes e os demais principalmente emissores *sub-investment graded* (IMF, 2003a). Nesse sentido, vale mencionar que a maior volatilidade do mercado de títulos de dívida dos países “emergentes” tem afetado, de forma heterogênea, os tomadores desta classe de ativos, de acordo com a sua respectiva posição no espectro de *ratings* de crédito, o que se traduz numa discriminação dos ativos sem grau de investimento. Simultaneamente, os investidores passaram a exigir maiores contrapartidas dos emissores desses ativos, como securitização de recebíveis e garantias oficiais (Adams, Mathieson & Schinasi, 1999; IMF, 2003a).

“mercados emergentes”, se há expectativa de retorno elevado³³; o aumento da presença de fundos de investimento globais, referenciados a um *benchmarked* mais amplo, que inclui títulos com e sem grau de investimento; a adoção de sistemas *Value at Risk*, que induz os investidores a cancelar suas posições nesses mercados para reduzir a volatilidade geral do seu portfólio, acentuando a instabilidade do acesso (Prates, 2003).

A outra dimensão da assimetria monetária (ou da não-conversibilidade), relativa à função de unidade de denominação dos contratos, também acentua a vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises financeiras recentes. A principal consequência desta dimensão é a incapacidade desses países emitirem dívida nos mercados internacionais denominada na própria moeda, como destacado acima. Como esses países são historicamente dependentes de fontes de financiamento externas, a situação financeira dos devedores domésticos - e, com isso, a sua capacidade de honrar os compromissos externos -, torna-se totalmente vinculada às variações das respectivas taxas de câmbio, potencialmente maiores no contexto atual tanto em função da volatilidade dos fluxos recentes de capitais quanto do patamar mais elevado das taxas de juros domésticas. Isto porque, devido a esse patamar, uma das manifestações da assimetria monetária, as variações exigidas dos preços-chave (juros e câmbio) para reter e/ou atrair capitais são muito mais intensas, o que contribui igualmente para a maior vulnerabilidade às crises, uma vez que essas variações também têm impactos deletérios sobre a situação financeira dos agentes domésticos.

Ademais, como a maior parte da dívida externa desses agentes é denominada na moeda-chave (ou seja, em dólar), mudanças nas taxas de câmbio e de juros desta moeda, associadas à gestão monetária americana, tem um impacto imediato sobre o valor desta dívida, pois o dólar desempenha a função de unidade de conta dos ativos internacionais.

³³ Como o *benchmark* utilizado para avaliar a performance dos administradores de portfólio desses investidores não inclui os ativos dos “mercados emergentes” (em contraposição aos investidores dedicados, que são avaliados de acordo com os *benchmarks* desses mercados), estes podem reduzir ou eliminar suas posições rapidamente, diante de sinais de deterioração nesses mercados, oportunidades de investimento mais atrativas nos mercados financeiros dos países centrais ou do aumento da aversão ao risco. Vale mencionar que o aumento da importância dos investidores *crossover* ocorreu simultaneamente à redução das aplicações das instituições altamente alavancadas (como os *hedge funds* e as *trading desks* dos bancos de investimento) nos “mercados emergentes”, após as elevadas perdas incorridas nas crises asiática e russa (Adams, Mathienson & Shinasi, 1999 e Mathienson & Shinasi, 2001).

Como explica Shulmeister (2000: 374)³⁴: “*Most international financial stocks are held in dollars, and this is particularly true for credit to developing countries. Consequently, any change in dollar exchange rates simultaneously changes the value of dollar debt (...)*”.

A segunda dimensão da assimetria financeira – o fato de uma proporção marginal dos fluxos ser alocada nos “mercados emergentes” – contribui, igualmente, para a maior incidência dos choques financeiros, intrínsecos ao sistema monetário e financeiro internacional contemporâneo, nos países “emergentes”. Isto porque, se, de forma geral, o grau de instabilidade das aplicações é maior no caso dos ativos estrangeiros em relação aos nacionais (Plihon, 1996), no caso dos ativos “emergentes” essa instabilidade é ainda maior dados os impactos igualmente marginais da venda desses ativos sobre a rentabilidade dos portfólios globais, devido à sua natureza residual. Essa instabilidade é reforçada pelas características dos títulos emitidos pelos países “emergentes”: o seu prazo médio menor em relação àqueles emitidos pelas empresas e bancos dos países centrais, bem como as cláusulas *put option*, muito comum nas emissões desses países, que permite o resgate de grande parte do estoque num curto período de tempo mediante a venda e/ou não renovação dos títulos.

Todavia, a despeito da natureza residual dos fluxos de capitais direcionados para os países “emergentes”, os efeitos potencialmente instabilizadores desses fluxos sobre os mercados de câmbio e de capitais domésticos são significativos, uma vez que, em relação ao tamanho desses mercados, o volume alocado pelos investidores globais não é marginal. Pelo contrário, “*a integração financeira internacional é uma integração entre parceiros desiguais*” (Cepal, 2002 e Studart, 2003). Como ressaltam Akyüz & Cornford (1999: 16):

“(...) *the size of developing-country financial markets is small, so that entry or exit of even medium-size investors from industrial countries is capable of*

³⁴ Este autor ressalta que os países periféricos são mais afetados pela volatilidade das taxas de câmbio e de juros americana não somente em função do papel do dólar como unidade de conta dos ativos internacionais mas também devido ao papel da taxa de câmbio americana como unidade de conta dos fluxos comerciais internacionais. Como o preço das *commodities* são determinados no mercado internacional e denominados em dólar (denominados de *dollar-goods* vis-à-vis os produtos manufaturados, os *non-dollar goods*), qualquer mudança na taxa de câmbio do dólar provoca uma mudança nos termos de troca entre qualquer par de país, cuja intensidade depende da proporção de *dollar-goods* relativamente a de *non-dollar goods* na balança comercial dos dois países.

causing considerable price fluctuations, even though their placements in these markets account for a small percentage of their total portfolios”

Além dos efeitos instabilizadores sobre os mercados de câmbio, os ingresso e retornos desses fluxos acentuam a volatilidade estrutural dos mercados de capitais “emergentes”, associada à sua pequena dimensão, forte concentração e escassez de papéis de boa qualidade e líquidos. Como ressaltam Freitas & Prates (2003:23), em termos do desenvolvimento desses mercados *“tanto os países asiáticos como os latino-americanos padecem do mesmo mal: mercados estreitos e altamente especulativos”*. Ao mesmo tempo em que acentuaram a volatilidade dos mercados secundários, *“a abertura externa não se traduziu no aprofundamento e maior dinamismo do mercado primário, que permanece como uma fonte de recursos marginal para a maioria das empresas domésticas”*.

Em relação aos mercados acionários, a abertura das bolsas de valores “emergentes” para os não-residentes resultou na emergência e posterior colapso de bolhas especulativas, no momento de reversão dos fluxos. Dada a grande dimensão dos fluxos de capitais vis-à-vis o tamanho desses mercados, os preços das ações registraram uma alta volatilidade associada aos choques positivos e negativos de expectativas, que contaminavam igualmente o mercado de câmbio. Nos países onde o ciclo de ativos contribuiu para alavancar o ciclo creditício doméstico (como no sudeste asiático), essa volatilidade e o “estouro” da bolha atingiu igualmente o mercado de crédito e teve impactos depressivos sobre a demanda agregada, via efeito-riqueza.

No caso dos mercados de títulos de renda fixa, sua volatilidade é potencialmente mais intensa do que a apresentada pelas bolsas de valores, uma vez que sua dimensão é ainda menor, sendo esses mercados, de forma geral, dominados pelo segmento de títulos

públicos³⁵. Assim, vendas por parte dos investidores estrangeiros reduzem significativamente os preços dos títulos, com potenciais repercussões sobre outros segmentos do mercado financeiro, como o sistema bancário. Ademais, como em vários países “emergentes” esses mercados são parcialmente ou totalmente dolarizados, ou seja, os títulos possuem cláusula de correção cambial, os *feed-backs* potenciais entre os mercados de títulos de renda fixa e de câmbio são mais acentuados, pois uma desvalorização cambial provocada pela reversão dos fluxos de portfólios contamina o preço dos títulos, afetando a situação financeira dos devedores domésticos (Griffith-Jones, 1995 e Prates, 1997).

Esta tendência à dolarização, que atinge diversos segmentos dos mercados financeiros emergentes, além do mercado de títulos de renda fixa, constitui uma característica adicional desses mercados que afeta a vulnerabilidade dos países “emergentes” às crises, pois acentua os *feed-backs* entre fragilidade cambial e bancária, associados igualmente ao endividamento externo em moeda estrangeira. Esta tendência não decorre somente do passado inflacionário desses países, mas também da não-conversibilidade das moedas periféricas, que “contamina” o funcionamento dos sistemas financeiros domésticos. Em muitos casos, além dos investidores estrangeiros, os próprios investidores residentes não aceitam deter ativos denominados em moeda doméstica, não-conversível, ou exigem elevados prêmios de risco para detê-los. Da mesma forma, os bancos locais, que obtêm *funding* no mercado financeiro internacional, em moeda estrangeira, em muitos países os repassam internamente na mesma moeda de captação ou com indexação cambial, para evitar o descasamento de moeda.

³⁵ De acordo com Studart (2003:299), a pequena dimensão do mercado de títulos de longo prazo seria um dos determinantes dos impactos expansionistas dos fluxos de capitais sobre os mercados de crédito latino-americanos: “Devido à sua estrutura patrimonial, os bancos costumam ser fornecedores de crédito de curto prazo. A pouca profundidade dos mercados de títulos de longo prazo (...) reduzem a sua capacidade de administrar o seu passivo para poder compensar as mudanças de liquidez. Nessas circunstâncias os bancos costumam ser muito conservadores (...) O acesso a mercados internacionais de capitais proporciona aos bancos maiores fontes de *funding* a taxas de juros baixas (em comparação aos mercados domésticos) e prazos de vencimento mais longo. Contanto que a taxa de câmbio seja percebida como estável (como foi o caso na maioria das economias na região no início dos anos 90), é microeconomicamente racional tomar emprestado a longo prazo no exterior para emprestar a curto prazo no mercado doméstico”.

3. Considerações finais

Assim, na interpretação heterodoxa desenvolvida neste artigo existiria uma relação entre a institucionalidade financeira dos países periféricos e sua maior vulnerabilidade às crises financeiras recentes, aspecto enfatizado, igualmente, pela literatura convencional. Contudo, é importante esclarecer as diferenças entre essas duas abordagens teóricas.

De acordo com o *mainstream*, as fragilidades dos sistemas financeiros “emergentes” decorreriam das deficiências regulatórias e institucionais, cuja superação passaria pela adoção de padrões de supervisão e regulamentação e de sistemas legais, de auditoria e contabilidade, nos moldes existentes nos países centrais. A superação dessas deficiências os tornaria “resistentes” às crises financeiras e, assim, permitiria a liberalização completa das contas de capitais e uma inserção virtuosa no sistema monetário e financeiro globalizado – argumento semelhante ao da seqüência das reformas, defendido, inicialmente, por McKinnon (1988) – que garantiria o acesso à poupança externa. A mobilização dessa poupança é o papel clássico atribuído aos fluxos de capitais direcionados aos países em desenvolvimento e constitui o argumento mais tradicional a favor da abertura financeira desses países³⁶. Além da escassez de capital, os níveis baixos de renda e de poupança constituiriam restrições ao crescimento desses países. Com isso, a poupança externa, na forma de entrada líquida de capital, poderia complementar a poupança interna e, assim, contribuir decisivamente para a retomada dos investimentos e, assim, do crescimento nesses países.

Já na abordagem heterodoxa, de inspiração keynesiana, esse argumento não faz nenhum sentido, pois a restrição ao crescimento não decorre de uma insuficiência de poupança, mas da escassez de *finance* (fundo rotativo de curto prazo) e de mecanismos de *funding* (que permitem a consolidação das dívidas), como destacou Keynes (1980). Além disso, no caso dos países latino-americanos, a inserção na globalização financeira, que resultou na absorção de volumes significativos de recursos externos não contribuiu para o financiamento dos investimentos e do crescimento e, assim, para amenizar outra

fragilidade financeira estrutural da região, a inexistência de financiamento privado de longo prazo. Nesses países, historicamente a oferta desta modalidade de financiamento dependeu da ação do Estado, mediante a formação de fundos de poupança forçada, e da absorção de recursos externos. A discussão dos determinantes dessa fragilidade financeira estrutural ultrapassa os objetivos deste artigo. Vale mencionar, somente, que esta fragilidade tem condicionantes históricos, associados ao processo de desenvolvimento desses países, que, por sua vez, foi subordinado à sua inserção periférica no sistema capitalista mundial. Já a sua superação, como ressalta Studart (2003), exigiria políticas financeiras de longo prazo, e não somente os ajustes regulatórios e de âmbito microeconômico recomendados pelo *mainstream*.

Já no caso dos países do sudeste asiático atingidos pela crise, esta inserção resultou na desestruturação dos mecanismos privados de financiamento de longo prazo, ancorados no elevado endividamento e nas participações cruzadas entre bancos e indústria, o qual foi um dos pilares do seu processo de industrialização acelerada. Como ressaltam diversos autores (como Wade & Veneroso, 1998, Beluzzo, 1998), uma das causas da crise foi exatamente o abandono de um dos pilares do modelo de desenvolvimento anterior - o controle interno sobre a moeda e o crédito – devido às políticas de liberalização financeira, interna e externa, que viabilizaram sua inserção no processo de globalização financeira.

Defendeu-se, neste artigo, que as fragilidades dos sistemas financeiros dos países “emergentes”, que os tornam mais vulneráveis às crises financeiras contemporâneas – a dependência de fontes de financiamento em moeda estrangeira e a tendência à dolarização – estão associadas às assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional, mais especificamente, à natureza não-conversível das suas moedas. Assim, essas fragilidades não são superáveis pela mera correção das falhas regulatórias e institucionais. Cabe destacar que não se questiona aqui a existência de deficiências regulatórias e institucionais nos sistemas financeiros “emergentes”, e seus efeitos

³⁶ Nos anos 90, outros argumentos em defesa desta abertura também ganharam importância, como o aumento da eficiência na alocação global dos recursos e dos sistemas financeiros (devido à possibilidade de especialização na oferta de serviços financeiros e à maior concorrência entre as instituições residentes e não-residentes) e a diversificação dos riscos por parte dos investidores individuais (Prates, 1997).

negativos sobre a performance desses sistemas, mas sim a sua importância na explicação daquela maior vulnerabilidade.

Retorna-se, assim, ao ponto de partida da nossa análise: as assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional explicam a maior suscetibilidade dos países “emergentes” à volatilidade dos fluxos recentes de capitais, subjacente às crises financeiras recentes, bem como a tendência ao endividamento em moeda estrangeira e à dolarização, que explicam o caráter predominantemente gêmeo dessas crises, o qual contribui para sua maior frequência e intensidade. Em outras palavras, a maior vulnerabilidade desses países às crises financeiras recentes está associada à sua posição subordinada no sistema monetário e financeiro globalizado, sendo inerente à dinâmica deste sistema.

Referências bibliográficas

ADAMS, Charles; MATHIESON, Donald J.; SCHINASI, Garry. *International capital markets: developments, prospects and key policy issues*. Washington D.C.: International Monetary Fund, Sep.,1999.

AKYÜZ, Yilmaz; CORNFORD, Andrew. *Capital flows to developing countries and the reform of the international financial system*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 1999 (UNCTAD Discussion Papers, n. 143).

AGLIETTA, M. *Macroéconomie financière*. 1. ed. Paris: La Découverte, 1995.

BAER, M. Sistema financeiro internacional: oportunidades e restrições ao financiamento do desenvolvimento. *Novos Estudos Cebrap*, São Paulo, jul.,1995.

BELLUZZO, Luiz G. de Mello. Notas sobre a crise da Ásia, *Praga, estudos marxistas*, Campinas, n. 5, p. 59-75, 1998.

BELLUZZO, Luiz G. de Mello. Dinheiro e as transfigurações da riqueza. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (orgs.), *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p.151-193.

BELLUZZO, Luiz G. Mello; ALMEIDA, J. S.G. *Depois da Queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

- BERG, Andrew et al. *Anticipating balance-of-payments crises*. Washington D.C.: International Monetary Fund, 1999 (IMF Occasional Papers n.186).
- BIS– Bank for International Settlements, *Quartely Review*, june, 2003.
- BORDO, Michael D.; FLANDREAU, Marc. *Core, periphery, exchange regimes, and globalization*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2001 (NBER Working Paper n. 8584).
- BRAGA, José Carlos de Souza. Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (orgs.). *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, p.195-242.
- CALVO, G. A; LEIDERMAN, L.; REINHART, C. M.. Capital and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *IMF Staff Papers*, Washington, v.40, n.1, p.108-151, 1993.
- CALVO, Guillermo. A.; MENDONZA, Enrique G. *Rational herding behavior and the globalization of securities markets*. Institute of Empirical Macroeconomics, Federal Bank of Minneapolis, 1997. (Discussion Paper n. 120).
- CARDOSO DE MELLO, João Manuel. Prólogo. In: TAVARES, M.C.; FIORI, J.L (Orgs.) *Poder e Dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1998, p. 15-24.
- CARNEIRO, Ricardo de M. Globalização financeira e inserção periférica. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 13, p. 58-92, 1999.
- CEPAL. *Globalización & desarrollo*. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina e el Caribe, 2002.
- CHESNAIS, François. *La théorie du regime d'accumulation financiarisé: contenu, portée et interrogations*, 2002. Disponível em: <http://attac.org/fra/list/doc/chesnais43.htm>.
- _____. François. *La mondialisation du capital*, nouvelle édition augmentée. Paris: Syros, 1997.

CINTRA, M. A. M.; FARHI, M. “Os limites da inserção internacional dos países emergentes no limiar do século XXI” (2003), *Ensaaios FEE*, Vol. 23, No. 2. Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser.

DAVIS, E. P. *Debt, financial fragility and systemic risk*. 2. ed. New York: Oxford University Press, 1995 (1. ed., 1992).

DOWERS, K. F; GOMEZ-ACEBO; MASCI, P. Making capital markets viable in Latin America, *Infrastructure and Financial Markets Review*, v. 3. Washington: International Monetary Fund, Dec., 2000.

EICHENGREEN, Barry; BORDO, Michael D. *Crises now and then: what lessons from the last era of financial globalization?*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, Jan., 2002. (NBER Working Paper n. 8716).

EICHENGREEN, Barry; HAUSMANN, Ricardo. *Exchange rates and financial fragility*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research 1999. (NBER Working Paper n. 7418).

FREITAS, M. Cristina P.; PRATES, Daniela M. Sistema financeiro e desenvolvimento: as restrições das novas regras do comitê da Basiléia sobre os países periféricos. In: FERRAZ, J.C; CROCCO, M; ELIAS, L. A. *Liberalização econômica e desenvolvimento: modelos, políticas e restrições*. São Paulo: Futura, 2003.

GRIFFITH-JONES, Stephany. La crisis del peso mexicano. *Revista de la Cepal*, Santiago de Chile, n.60, p. 151-170,1996.

_____ Globalización de los mercados financieros y el impacto de los flujos hacia los países en desarrollo: nuevos desafíos para la regulación. *Pensamiento Iberoamericano*, Madrid, n. 27, 1995.

GRIFFITH-JONES, Stephany; SUNKEL, Osvaldo. *O fim de uma ilusão: as crises da dívida e do desenvolvimento na América Latina*. São Paulo: Brasiliense, 1990 (Tradução do original em inglês: *Debt and development crisis in Latin America: the end of an illusion*, 1986).

HAUSMANN, Ricardo; PANIZZA, Ugo; STEIN, Ernesto. *Why do countries float the way they float?* Washington: Banco Interamericano de Desarrollo, 2000 (IADB Working Paper n. 418).

HAUSMANN, Ricardo et al. *Financial turmoil and the crises of exchange rate regimes*. Washington: Banco Interamericano de Desarrollo, 1999 (IADB Working Paper n.400).

IMF. *World Economic Outlook*. Washington DC: International Monetary Fund, Oct., 2001.

_____. *Global financial stability*. Washington DC: International Monetary Fund, Mars., 2003a.

_____. *Global financial stability*. Washington DC: International Monetary Fund, Oct., 2003b.

JEANNEAU, Serge; MICU, Marian. *Determinants of international bank lending to emerging market countries*. Basle: Bank of International Settlement. 2002 (BIS Working Papers n.112).

KEYNES, J. M. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XXV, activities 1940-44: Shaping the Post-War World, the Clearing Union, D. Moggridge (Ed). London: Macmillan., 1980.

KREGEL, J. Riscos e implicações da globalização sobre a autonomia das políticas nacionais, *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 7, p. 29-49, 1996.

KRUGMAN, Paul. A model of balance of payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, v.11, n.3, Aug., p.311-325, 1979.

MATHIESON, Donald J.; SCHINASI, Garry. *International Capital Markets, developments, prospects and key policy issues*. Washington D.C.: International Monetary Fund, 2001, July.

MCKINNON, R.I. *Financial liberalization and economic development*, International Center for Economic Growth, 1988.

MEDEIROS, Carlos Aguiar; SERRANO, Franklin. Padrões monetários internacionais e crescimento. In: FIORI, José Luís (Org.) *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Editora Vozes, 1999, p.119-154.

OCAMPO, José Antonio. Raúl Prebisch y la agenda del desarrollo en los albores del siglo XXI, *Revista de la Cepal*, Santiago de Chile, n.75, p.25-40, dec., 2001a.

_____. International asymmetries and the design of the international financial system. Santiago, Chile: CEPAL, abr., 2001b (Series temas de coyuntura n.15).

ORLÉAN, André. *Le pouvoir de la finance*. Paris: Editions Odile Jacob, 1999.

PLIHON, Dominique. Desequilíbrios mundiais e instabilidade financeira: a responsabilidade das políticas liberais. In: CHESNAIS, F (Coord.) *La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux*. Paris: Syros, 1996, p. 97-141.

PRATES, Daniela M. A permanência da vulnerabilidade externa. In: *Política Econômica em Foco*, n.1 – Boletim Quadrimestral do Centro de Conjuntura do Instituto de Economia da Unicamp, maio/ago., 2003 (Seção II – Balanço de Pagamentos)

_____. *Crises financeiras nos países emergentes: uma interpretação heterodoxa*. 2002. Tese (Doutorado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, dezembro.

_____. *Abertura financeira e vulnerabilidade externa: a economia brasileira na década de 90*. 1997. Dissertação (Mestrado em Economia) - Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, agosto.

PREBISCH, Raúl. *Economic survey of Latin America*, 1949. New York: United Nations, 1950.

SHUMEISTER, Stephan. Globalization without global money: the double role of the dollar as national currency and world money, *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 22, n. 3, spring, p. 365-395, 2000.

STUDART, Rogério. A integração de parceiros desiguais: os efeitos desestabilizadores da liberalização financeira e a internacionalização das economias latino-americanas. In: FERRAZ, João Carlos; CROCCO, Marcos; ELIAS, Luiz Antonio. *Liberalização econômica e desenvolvimento: modelos, políticas e restrições*. São Paulo: Futura, 2003.

TEIXEIRA, Aloísio. O Império contra-ataca: notas sobre os fundamentos da atual dominação norte-americana. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 15, p. 1-13, dez., 2000.

UNCTAD. *Trade and development report*. Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, 1998.

WADE, Robert; VENEROSO, Frank. The Asian crises: the high debt model versus the Wall Street-Treasury-IMF Complex. *New Left Review*, London, n. 228, p. 3-23, Mar./Apr., 1998.