



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS

Instituto de Economia

Tuany Ciocchi Ferreira

**Ciclos de liquidez internacional e Ciclos de preço das *commodities*:
Uma análise da vulnerabilidade externa dos países latino-
americanos pós-crise de 2008**

**Campinas
2012**

Tuany Ciocci Ferreira

Ciclos de liquidez internacional e Ciclos de preço das *commodities*:

Uma análise da vulnerabilidade externa dos países latino-americanos pós-crise de 2008

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à
Graduação do Instituto de Economia da Universidade
Estadual de Campinas para obtenção do título de
Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do
Prof. Dr. André Biancareli.

Campinas
2012

Agradeço primeiramente a Deus que me permitiu entrar em uma faculdade de excelência como a Unicamp e me deu capacidade para completar o curso. Também agradeço aos meus pais, Jonas e Sandra e a minha irmã Yasmin pelo suporte, incentivo, carinho e por acreditarem na minha vocação.

“Hopefully understanding how a capitalist economy behaves will give us knowledge that will enable us to control and change it so that its most perverse characteristics are either eliminated or attenuated.”
(Minsky, 1982)

FERREIRA, Tuany. **Ciclos de liquidez internacional e Ciclos de preço das *commodities***: Uma análise da vulnerabilidade externa dos países latino-americanos pós-crise de 2008. 2012. 58 páginas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.

Resumo

Nas últimas décadas, o capitalismo tem se caracterizado pelo processo de globalização e, dentro deste quadro, os países periféricos estão expostos a uma dinâmica dependente e diferenciada. O intuito deste trabalho é acompanhar dois fenômenos que acentuam esta vulnerabilidade que atinge a periferia: os ciclos de liquidez internacional e os ciclos de preços das *commodities*. Particularmente desejou-se averiguar como a vulnerabilidade externa dos países latino-americanos foi afetada com a expansão da liquidez internacional e com pressão ascendente nos preços das *commodities*, em muito acentuada após a crise de 2008. Para analisar a evolução da vulnerabilidade externa são utilizados indicadores tradicionais de solvência e liquidez. Também foi criado um indicador de solvência que busca refletir a vulnerabilidade presente na estrutura da Balança Comercial, sendo justamente este fator a especificidade desta análise. A hipótese central que se deseja comprovar é que os países mais vulneráveis são os que estão mais expostos à dupla fase de bonança, ou seja, a cheia do novo ciclo de liquidez e a alta do ciclo de preço das *commodities* pós-crise de 2008.

Palavras- Chaves: Fluxos de Capitais, Preço das *commodities*, Vulnerabilidade externa

Abstract

In the last decades capitalism has been characterized by the process of globalization. Inside this scenario the peripheral countries are exposed to a dynamic that is different and dependent of the central countries. The aim of this work is to follow two phenomena that accentuate this vulnerability which achieves the periphery: the cycles of international liquidity and the cycles of commodities prices. Particularly intend to ascertain how the external vulnerability of the Latin American countries were affected by the expansion of international liquidity and by the ascendant pressure in commodities prices, which were accentuated a lot after the 2008 crises. In order to analyze the evolution of external vulnerability were used the traditional indicators of solvency and liquidity. It was also created an indicator of solvency that tries to reflect the vulnerability that is intrinsic in the trade balance, which is the specificity of this analyzes. The central hypothesis that will be tested is that the countries that are more vulnerable are the ones that are exposed to the double boom phase, in other words, the boom in international liquidity and in the commodities prices after the crises of 2008.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Representação da Trindade Impossível	13
Figura 2 - Classificação das funções da Moeda utilizada internacionalmente	17
Figura 3 - Pirâmide monetária do Cohen	18
Figura 4 - A Hierarquia do sistema monetário internacional	20

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Fluxos de capitais líquidos para os países em desenvolvimento de 1980 – 2011 (US\$ bilhões).....	25
Gráfico 2 - Trajetória dos índices de preços das commodities de Jan/2002 a Abril/2012 (Jan/2002=100).....	31
Gráfico 3 - Evolução dos índices de preços de commodities selecionadas, Jan/2002 a Abril/2012 (Jan/2002=100)	32
Gráfico 4 - Taxa de câmbio real efetiva do Dólar, Jan/2002 a Abril/2012	34
Gráfico 5 - Taxa de crescimento do PIB de regiões selecionadas, 2001 a 2012 ¹	34
Gráfico 6 - Evolução das importações chinesas de algumas commodities selecionadas, 2002 a 2011 (US\$ milhão)	35
Gráfico 7 - Valor Nominal dos derivativos de commodities, S1/2002 a S2/2011 (US\$ Trilhão).....	36
Gráfico 8 - Indicador de liquidez para Argentina, Brasil e México de 2002 a 2010.....	42
Gráfico 9 - Indicador de solvência para Argentina, Brasil e México de 2002 a 2010.....	45
Gráfico 10 - Componentes do indicador de solvência da Argentina de 2002 a 2010 (US\$ Milhões).....	46
Gráfico 11 - Componentes do indicador de solvência do Brasil de 2002 a 2010 (US\$ Milhões).....	47
Gráfico 12 - Componentes do indicador de solvência do México de 2002 a 2010 (US\$ Milhões)	48
Gráfico 13 - Composição da pauta de exportação da Argentina de 1995 a 2011.....	49
Gráfico 14 - Participação dos bens manufaturados na pauta de exportação da Argentina de acordo com a intensidade tecnológica de 1995 a 2011	50
Gráfico 15 - Composição da pauta de importação da Argentina de 1995 a 2011	51
Gráfico 16 - Participação dos bens manufaturados na pauta de importação da Argentina de acordo com a intensidade tecnológica de 1995 a 2011	51
Gráfico 17 - Composição da pauta de exportação do México de 1995 a 2011	52
Gráfico 18 - Participação dos bens manufaturados na pauta de exportação do México de acordo com a intensidade tecnológica de 1995 a 2011	53
Gráfico 19 - Composição da pauta de importação do México de 1995 a 2011.....	54
Gráfico 20 - Participação dos bens manufaturados na pauta de importação do México de acordo com a intensidade tecnológica de 1995 a 2011	54
Gráfico 21 - Composição da pauta de exportação do Brasil de 1995 a 2011	55
Gráfico 22 - Participação dos bens manufaturados na pauta de exportação do Brasil de acordo com a intensidade tecnológica de 1995 a 2011	56
Gráfico 23 - Composição da pauta de importação do Brasil de 1995 a 2011	57
Gráfico 24 - Participação dos bens manufaturados na pauta de importação do Brasil de acordo com a intensidade tecnológica de 1995 a 2011	57
Gráfico 25 - Índice de cobertura para México, Brasil e Argentina de 2000 a 2011.....	59
Gráfico 26 - Indicador de vulnerabilidade combinada para a Argentina, Brasil e México de 2002 a 2010	61

INTRODUÇÃO	9
<u>I. CAPÍTULO 1 – A DINÂMICA INTERNACIONAL DOS FLUXOS DE CAPITAIS</u>	<u>12</u>
1.1 A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA E A INSERÇÃO DIFERENCIADA DA PERIFERIA	12
1.2 OS CICLOS DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL	21
<u>II. CAPÍTULO 2 - CICLOS DE PREÇOS DAS COMMODITIES</u>	<u>28</u>
2.1 O CICLO DE PREÇOS DAS <i>COMMODITIES</i> PRÉ-CRISE	31
2.2 O CICLO DE PREÇOS DAS <i>COMMODITIES</i> PÓS-CRISE	37
<u>III. CAPÍTULO 3 - VULNERABILIDADE EXTERNA: UMA ANÁLISE QUANTITATIVA</u>	<u>41</u>
3.1 INDICADOR DE LIQUIDEZ	41
3.2 INDICADOR DE SOLVÊNCIA	43
3.3 ANÁLISE DA BALANÇA COMERCIAL	48
3.3.1 ARGENTINA	49
3.3.2 MÉXICO	52
3.3.3 BRASIL	55
3.3.4 ÍNDICE DE COBERTURA	58
3.4 VULNERABILIDADE COMBINADA	59
<u>IV. CONCLUSÃO</u>	<u>63</u>
<u>REFERÊNCIAS</u>	<u>65</u>

Introdução

Com a crise do sistema de Bretton Woods nos anos 1970, a economia mundial passou a ser progressivamente regida pelas regras da liberalização e globalização financeiras. A fim de caracterizar este novo Sistema Monetário Internacional, segundo Prates (2005), devem ser ressaltados os quatro pilares que sustentam este sistema, ou seja, qual a forma da moeda internacional, o regime de câmbio, o grau de mobilidade de capitais e a dimensão hierárquica vigente.

Em relação à forma da moeda internacional, o dólar passou, em 1971, a ser não conversível em ouro, em outras palavras se tornou uma moeda fiduciária. O grau de mobilidade dos fluxos de capitais pode ser considerado o fator mais característico deste novo sistema. Na medida em que este processo evoluiu, as finanças diretas, ou de mercado, se tornaram preponderantes consagrando os mercados de capitais como o lócus de valorização da riqueza. O pilar que se refere ao regime cambial é conformado, predominantemente, pelo câmbio flutuante. Por fim, o último pilar se refere à hierarquia nesse sistema sendo uma de suas facetas representada pela assimetria entre as moedas. De acordo com a designação de Carneiro (1999), o dólar é a moeda reserva do sistema e define a taxa de juros básica, seguida pelas moedas conversíveis dos países centrais e, por fim, as moedas não conversíveis dos países emergentes. Esta ordenação delimita que a partir do momento que se avança para fora do núcleo as taxas de juros são progressivamente mais altas devido ao aumento de risco e diminuição da liquidez, sendo assim a hierarquia das moedas provoca uma assimetria macroeconômica entre os países do centro e os periféricos.

A partir da definição das características desse sistema, pode ser feita uma análise das propriedades do seu funcionamento. De acordo com a revisão crítica de Biancareli, (2008) o movimento dos fluxos de capitais é regido pela busca dos investidores pelo maior nível de rendimento. De acordo com as condições conjunturais dos países centrais – como a velocidade de crescimento e o patamar das taxas de juros - o capital flui ou não para os países periféricos, que apresentam melhores taxas de retorno, porém combinadas com maior risco.

Esse movimento dos fluxos de capitais define as duas fases específicas do que se chama na literatura de “ciclos de liquidez”. Na fase de cheia, os capitais fluem para os países emergentes para realizarem aplicações em praças e moedas exóticas buscando retorno elevado, influenciados pela convenção de euforia nos mercados financeiros, sendo que é essa

euforia que faz com que se diminua a aversão ao risco. Porém, quando sobrevém uma quebra dessas expectativas, os capitais fogem para os ativos mais líquidos, ou seja, basicamente os títulos do Tesouro americano ou outros ativos denominados na moeda reserva do sistema. Essa parada súbita dos fluxos de capitais (*sudden stop*), termo cunhado por Calvo (1998), pode ser gerada, de acordo com Akyüz (2011), por uma mudança na política monetária dos países centrais (a diminuição do diferencial de juros entre os países centrais e as economias periféricas faz com que os investidores tenham um novo cálculo de *pay-off* entre risco e rentabilidade) ou também por um aumento abrupto na aversão ao risco por conta de crise financeira ou de balanço de pagamentos em algum país emergente. A crise de 2008 levantou alguns questionamentos sobre o movimento dos fluxos de capitais. Primeiramente o fato de que o epicentro dos problemas foi os países centrais. Em segundo lugar e, como consequência do primeiro fato, encontra-se uma possível alteração estrutural do *status* de risco/retorno dos ativos de países emergentes na carteira dos agentes financeiros internacionais.

Além dos ciclos de liquidez internacional, a ordem da globalização financeira também presenciou, a partir da década de 2000, uma mudança no comportamento dos preços das *commodities*. A oscilação dos preços das *commodities* é um fenômeno amplamente discutido dentro da teoria econômica. Além dos fatores como o descasamento entre a oferta e a demanda, os fatores climáticos e o crescimento econômico da China, que foram apontados como responsáveis pelo fenômeno, um fator novo que se destacou foi a financeirização dos preços através do mercado de derivativos. Assim, essa tendência altista e volátil seguida de quedas abruptas configurou os chamados ciclos de preços das *commodities* pré e pós-crise de 2008.

A partir da constatação dos ciclos de liquidez internacional e dos ciclos de preços das *commodities*, Akyüz (2011) ressalta um problema central. O autor constata que há uma grande probabilidade de que quando houver uma reversão nos fluxos de capitais, levando ao início de uma fase de seca do ciclo de liquidez, esta contagie o mercado de *commodities* conduzindo a uma reversão na trajetória altista dos preços das *commodities*. Assim, os países mais afetados seriam aqueles que estão sendo alvo das duas “bonanças”, a da alta dos preços das *commodities* e da abundância dos fluxos de capitais.

O intuito da pesquisa aqui proposta é acompanhar tendência da evolução dos novos ciclos, de fluxos de capitais e de *commodities*, ou seja, aqueles que começaram a se delinear pós-crise de 2008. O problema particular se encontra na necessidade de acompanhar a

vulnerabilidade externa dos países latino-americanos, que pode ser traduzida como a exposição dos países a estes ciclos. A especificidade desta análise reside justamente na intenção de incorporar explicitamente essa dependência da trajetória dos preços de *commodities* na análise das condições de vulnerabilidade externa dos países em desenvolvimento, em especial os países produtores e exportadores de *commodities*. Este interesse é motivado porque, além da observação do resultado geral das contas do balanço de pagamentos, e da estrutura de ativos e passivos externos, entende-se que a própria composição da Balança Comercial pode ser fator decisivo para avaliar as condições específicas de cada país no enfrentamento de uma reversão dos ciclos financeiros e de preço das *commodities*.

A fim de cumprir os objetivos desta pesquisa o trabalho foi dividido em mais cinco seções, além desta primeira seção introdutória. O primeiro capítulo aborda a dinâmica internacional dos fluxos de capitais dando destaque para a caracterização da globalização econômica e para os ciclos de liquidez internacional. O segundo capítulo descreve os ciclos de preços das *commodities* pré e pós-crise de 2008. O terceiro capítulo busca quantificar a análise da vulnerabilidade externa com índices de solvência, liquidez, de cobertura e, a especificidade desse trabalho que pretende combinar em um único indicador as condições de solvência com a qualidade da pauta de exportação, com índice de vulnerabilidade combinada. Por fim, a seção final trará as conclusões deste trabalho e as perspectivas para um avanço na quantificação da vulnerabilidade externa dos países periféricos.

I. Capítulo 1 – A dinâmica internacional dos fluxos de capitais

A literatura econômica apresenta uma enorme divergência de opinião quando o assunto em questão é a existência, ou não, de uma ligação entre o advento da globalização financeira e as crises financeiras que se apresentaram no cenário internacional, com mais frequência, nas últimas quatro décadas. Apesar desta divergência, uma percepção sobre a dinâmica dos fluxos de capitais tem se tornado mais aceitável até para os economistas do *mainstream*. Esta percepção se refere aos efeitos que uma grande entrada de fluxos de capitais pode causar no país receptor. Dentre esses efeitos podem ser destacados o acúmulo de fragilidades financeiras e o risco de reversões abruptas dos fluxos.

Este capítulo busca, neste contexto, compreender melhor a dinâmica dos fluxos de capitais durante o período da globalização financeira. A fim de atingir esse objetivo o capítulo foi dividido em duas subseções. A primeira subseção versará sobre a derrocada da ordem mundial de Bretton Woods e a formação da nova ordem em que prevalece a globalização financeira. Dentro desta nova ordem será ainda abordada a inserção diferenciada da periferia dando destaque às assimetrias que assolam os países em desenvolvimento. A partir deste substrato teórico a segunda subseção apresentará, de maneira mais específica, as características do movimento dos fluxos de capitais internacionais, também chamados de Ciclos de Liquidez Internacional.

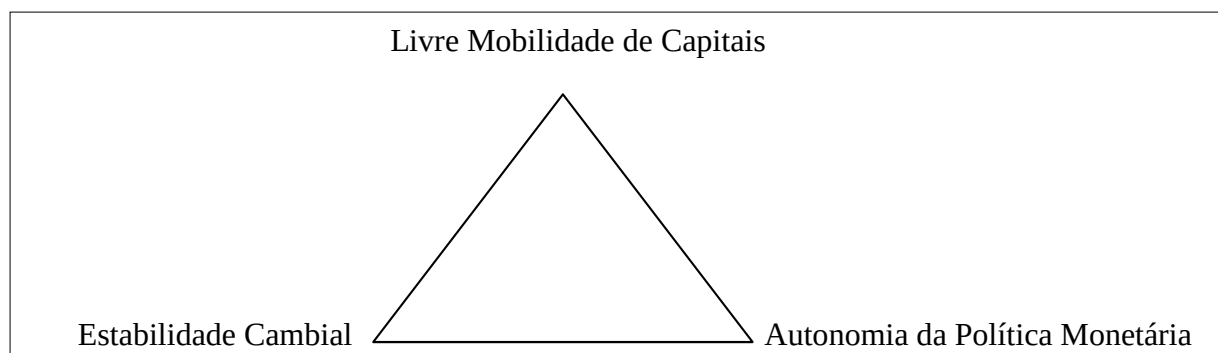
1.1 A globalização financeira e a inserção diferenciada da periferia

O período entre o pós-Segunda Guerra Mundial e meados da década de 1970 foi marcado pela vigência do acordo de Bretton Woods. Durante esses anos a correlação de forças vigente permitiu que a sociedade fosse capaz de, em certa medida, controlar os rumos do capitalismo. Segundo Eichengreen (2000) existiu, neste período, um consenso político, a favor do crescimento e do pleno emprego. Este consenso só foi alcançado, na visão do autor, devido à conquista do sufrágio universal e ao aumento do poder dos sindicatos. Com esses instrumentos teria sido possível potencializar a capacidade da população de vetar políticas econômicas que visassem outros objetivos. Na visão de Helleneir (1994), que segue a vertente da Economia Política Internacional, os Estados Unidos articularam, neste período, uma hegemonia benevolente, baseada em seu poderio produtivo e comercial. Essa forma de hegemonia era uma estratégia durante a Guerra Fria. O plano de ação pressupunha um forte intervencionismo financeiro no exterior para promover o crescimento econômico do Japão e da Europa Ocidental, o que contribuiria para confirmar o poderio dos EUA frente ao sistema concorrente, o socialismo liderado pela União Soviética.

A articulação das economias, com o objetivo de alcançar o pleno emprego e o crescimento, necessitava de uma configuração particular do sistema monetário internacional (SMI). As categorias de análise necessárias para se caracterizar um SMI são expostas por Prates (2005). A autora defende que devem ser observados quatro pilares para se configurar o sistema. O primeiro pilar é a definição da forma da moeda internacional. O segundo se refere à escolha sobre o tipo de regime de câmbio que será vigente. O terceiro é o grau de mobilidade dos capitais. Por fim, o quarto, que segundo a autora é uma característica fundamental, mas que muitas vezes é omitida pela literatura, é a dimensão hierárquica do sistema.

Durante os anos dourados do capitalismo, as características do sistema monetário internacional incluíam o dólar, como divisa chave, plenamente conversível em ouro. O regime de câmbio era fixo, a fim de evitar as desvalorizações competitivas que ocorreram no entre guerras e prejudicaram o comércio exterior. Segundo Eichengreen (2000), como os governos optaram pela autonomia de política monetária, para que fosse possível perseguir o objetivo de pleno emprego, e adotaram o regime de câmbio fixo, o grau de mobilidade dos fluxos de capitais deveria ser restringido para satisfazer a trindade impossível. De acordo com o autor, é impossível obter um arranjo que combine livre mobilidade de capitais, estabilidade cambial e autonomia de política monetária. Esta conclusão advém da análise do modelo Mundell-Fleming de funcionamento de uma economia aberta para o setor externo. A figura 1 representa a configuração do “trilemma”.

Figura 1 - Representação da Trindade Impossível



A articulação deste sistema de Bretton Woods começou a demonstrar seus sinais de fraqueza já no final da década de 1960, com o surgimento do Euromercado e da fase que Chesnais

(1996) denominou de internacionalização financeira indireta e limitada. Neste período, o desenvolvimento produtivo da Alemanha e do Japão superou o desempenho americano. Os EUA passaram a apresentar déficits recorrentes em transações correntes, fato que ameaçou a conversibilidade do dólar, devido ao crescimento do passivo externo desse país. O paradoxo da ordem de Bretton Woods consiste em que, seu próprio sucesso, ou seja, o alcance das metas de reconstrução européia e japonesa com suporte dos EUA, torna-se a semente de sua própria destruição, com o questionamento quanto ao papel do dólar como divisa chave do sistema. Assim, em 1971 o governo dos EUA decreta unilateralmente o fim da conversibilidade do dólar em ouro seguida, em 1973, pelo fim do regime de câmbio fixo.

Concomitante e atrelado com esse processo, derivado da defasagem produtiva e comercial da potência capitalista hegemônica, estava sendo gestada a globalização financeira. De acordo com Helleiner (1994), além do avanço tecnológico e da pressão das forças de mercado que contribuíram, segundo o autor, marginalmente para o desmonte da ordem de Bretton Woods, deve se destacar o papel dos Estados Nacionais neste processo. O autor define que os governos foram responsáveis por algumas “ações e não ações” para a constituição da ordem financeira globalizada. Como exemplo, a Inglaterra, que tinha seu sistema jurídico baseado na *Common Law* não impediu o fornecimento de empréstimos e depósitos em dólar nos bancos ingleses e, simultaneamente, proibiu empréstimos para não residentes em libra, impulsionando assim o desenvolvimento dos mercados financeiros *off-shore*. Na mesma vertente, os EUA restringiram as atividades dos bancos no plano nacional, mas não colocam obstáculos ao desenvolvimento das inovações financeiras por parte dos bancos americanos no Euromercado.

No processo de busca pela libertação das amarras de restrição à mobilidade de capitais os bancos e outras instituições financeiras adentraram em uma concorrência intensa, em que, cada agente buscava oferecer o maior número de serviços financeiros. Braga (1997) descreve algumas das inovações financeiras como os Certificados de Depósitos Negociáveis lançados pelo City Bank, o surgimento dos fundos mútuos, as *Now-negotiable order of withdraw accounts*, as *Cash management accounts* criadas pelo Merrill Lynch, entre muitas outras. As instituições financeiras, motivadas pelo aumento da concorrência, se tornaram “supermercados” de serviços financeiros dificultando assim, os controles e as fiscalizações.

Na medida em que este processo evoluiu as finanças diretas, ou de mercado, se tornam preponderantes. O processo de securitização assumiu grande magnitude e os mercados

de capitais se configuraram como o *locus* de valorização da riqueza. O ano de 1979 marca o final da primeira fase de globalização financeira. Nesse ano muitos agentes duvidaram da capacidade do dólar de continuar como moeda-chave do sistema, alguns chefes de estado inclusive sugeriram aumentar o uso internacional dos direitos especiais de saque (DES) do Fundo Monetário Internacional com o intuito de ocupar o papel do dólar. A fim de reafirmar o poder internacional do dólar Paul Volker, que era então dirigente do Federal Reserve, elevou as taxas de juros americanas a patamares históricos. Com esse movimento os títulos públicos americanos se tornaram “receptáculo” da incerteza no cenário internacional. Assim foi possível reafirmar a hegemonia americana. De acordo com Tavares (1985) esta nova hegemonia, porém, passou a se fundamentar sobre outra base, a base das finanças.

Após a liberalização iniciada pelos EUA e a Inglaterra os outros países centrais começaram um movimento de desregulamentação competitiva no âmbito financeiro. Este período de 1979 a 1985 é denominado por Chesnais (1996) como a segunda etapa da globalização financeira. A terceira etapa, por sua vez foi iniciada em 1985 e não teve delimitação de tempo pelo autor. As principais características da terceira etapa podem ser destacadas como a generalização da arbitragem, a abertura e desregulamentação das bolsas nos países centrais, os choques e as bolhas e a inserção dos mercados emergentes na globalização financeira.

A partir de então, já é possível começar a delinear as principais características desse novo sistema monetário internacional. A forma de moeda chave é a fiduciária, pois o dólar já não é mais conversível em ouro. O regime de câmbio é flutuante, o que concede ao dólar flexibilidade. São retiradas as barreiras de mobilidade do capital. Essas características combinadas fornecem para o sistema, de acordo com Prates (2005) uma instabilidade intrínseca dos preços macroeconômicos. A mesma autora ainda classifica essa fase com “três Fs”, pois o dólar se caracteriza com flexível, financeiro e fiduciário.

É necessário ressaltar também a mudança que ocorreu na lógica do sistema. A financeirização se tornou a lógica de valorização, subordinando a lógica produtiva. Segundo Braga (1997) os agentes passam a administrar títulos e moedas como uma gestão de ativos. As poupanças familiares passaram a ser articuladas pelos grandes Investidores Institucionais – fundos de pensão, fundos mútuos, seguradoras- que atuam no mercado de capitais visando ganhos de curto prazo.

Os Investidores Institucionais pressionam as empresas para que estas gerem ganhos no curto prazo deixando-as constantemente sobre a ameaça de uma aquisição hostil. A governança corporativa é modificada para que se torne possível atender à lógica de maximização do valor do acionista. Os gerentes têm seus incentivos alinhados com o bem estar do acionista quando sua remuneração passa a ser atrelada a opções de ações, além disto, a estrutura da capital da empresa é modificada, dando prioridade a uma maior participação do capital de terceiros, porque esta estrutura força o retorno dos fluxos de caixa ao mercado de capitais. Esta lógica prejudica os investimentos produtivos, pois a empresa aplica estratégias de racionalizar a produção e distribuir o lucro, de acordo com Lazonick & O'Sullivan (2000), e não pode mais reter e reinvestir com o intuito de conquistar o crescimento da empresa no longo prazo. As empresas, no entanto, não são somente vítimas deste processo. As multinacionais incentivam a especulação no mercado de derivativos, e seus ganhos não operacionais são muitas vezes tão relevantes quanto os operacionais.

Cabe ainda caracterizar a dimensão hierárquica e assimétrica do sistema, que é o último pilar que deve ser analisado. Biancareli (2009) ressalta, inspirado pela análise de Prates (2005), que podemos separar as assimetrias em três esferas: a monetária, a financeira e a macroeconômica. De acordo com o mesmo autor, essa hierarquia caracteriza o mundo das finanças globalizadas como desigual no espaço, ou seja, a dinâmica do sistema é mais prejudicial para os países periféricos.

Em relação à assimetria monetária, muitos autores, inclusive do *mainstream*, já defenderam que o dólar, apoiado na importância das instituições financeiras dos Estados Unidos e na dimensão do mercado financeiro domésticos, desempenha um papel excepcional no cenário internacional. De acordo com Krugman (1995) o dólar é a moeda chave do sistema, pois desempenha as três funções da moeda – meio de troca, unidade de conta e reserva de valor – no plano internacional, tanto no meio privado quanto no meio oficial.

De acordo com a Tabela 1, é possível perceber que como meio de troca privado o dólar assume o papel de veículo das transações, com destaque para sua utilização no mercado interbancário. Como unidade de conta privada o dólar denomina os contratos de *commodities* mesmo quando os EUA não são contraparte na transação. Nas negociações de manufaturados o contrato é denominado na moeda do país exportador ou do país com maior peso econômico envolvido, enquanto nas transações financeiras a denominação em dólar é dominante para os

empréstimos. Quanto à função reserva de valor privada os títulos de maior liquidez nos quais os agentes escolhem manter sua riqueza são majoritariamente denominados em dólar.

Analisando a utilização do dólar no meio oficial, Krugman nota que quando os Bancos Centrais vão intervir no mercado interbancário, ação que denota a função meio de troca, eles o fazem utilizando o dólar. Quanto à unidade de conta oficial, a referência cambial é o dólar, ou seja, quando o país está sob o regime de câmbio fixo o dólar é a âncora cambial na maioria das vezes¹. Por fim, a função de reserva oficial remete ao acúmulo de reservas internacional pelos bancos centrais para fazer frente a eventuais dificuldades no fechamento do Balanço de Pagamentos. Quanto ao porque do dólar ser essa moeda central do sistema, o autor defende que é devido às economias de escala, ao peso dos EUA nas transações internacionais, além do fato de que a utilidade de se usar uma moeda como divisa é aumentada pelo próprio uso, conformando assim externalidades positivas.

Figura 2 - Classificação das funções da Moeda utilizada internacionalmente

Funções da Moeda	Meio	
	Privado	Oficial
Meio de Troca	Veículo	Intervenção
Unidade de Conta	Denominação de contratos	Âncora
Reserva de Valor	Detenção de ativos líquidos	Reserva

Sobre a hierarquia monetária e os processos de competição entre as moedas, Cohen (1998) analisou dois processos, a internacionalização e a substituição monetária. O primeiro é o uso internacional da moeda no nível oficial e privado, semelhantemente ao processo discutido por Krugman, e as motivações para tal utilização seriam as economias de escala, a redução dos custos de transação e a vantagem de se aperfeiçoar as principais funções da moeda. O segundo processo que o autor relata é o da substituição monetária que pode tomar tanto a forma de “dolarização” motivada por uma alta taxa de inflação, quanto à de uma união monetária.

¹ Os países que aspiravam participar da união monetária europeia tiveram que atrelar suas moedas ao Euro, assim a função unidade de conta do meio oficial passou a ser exercida em um volume significativo nesta moeda.

O autor esquematiza um modelo vertical que enfatiza as assimetrias da competição monetária. No mais alto patamar, como pode ser observado na Figura 2 abaixo, encontra-se o dólar no papel de *top currency* como sendo a moeda mais estimada e de popularidade universal. Em seguida estão as moedas patrícias, que são usadas para transações internacionais, mas que têm sua influência limitada a algumas regiões. As moedas de elite não têm muita influência fora de sua própria fronteira, mas são atraentes para algumas transações internacionais. As plebéias desempenham todas as funções de moeda dentro de suas fronteiras nacionais, mas não tem uso internacional. As moedas permeadas têm sua função reserva de valor ameaçada no domínio doméstico. As quase moedas por sua vez perdem todas as funções de moeda, mas ainda têm soberania nacional apesar de não ter uso prático. Por fim, as pseudo-moedas tem *status* legal, mas não tem nenhum tipo de impacto econômico.

Figura 3 - Pirâmide monetária do Cohen

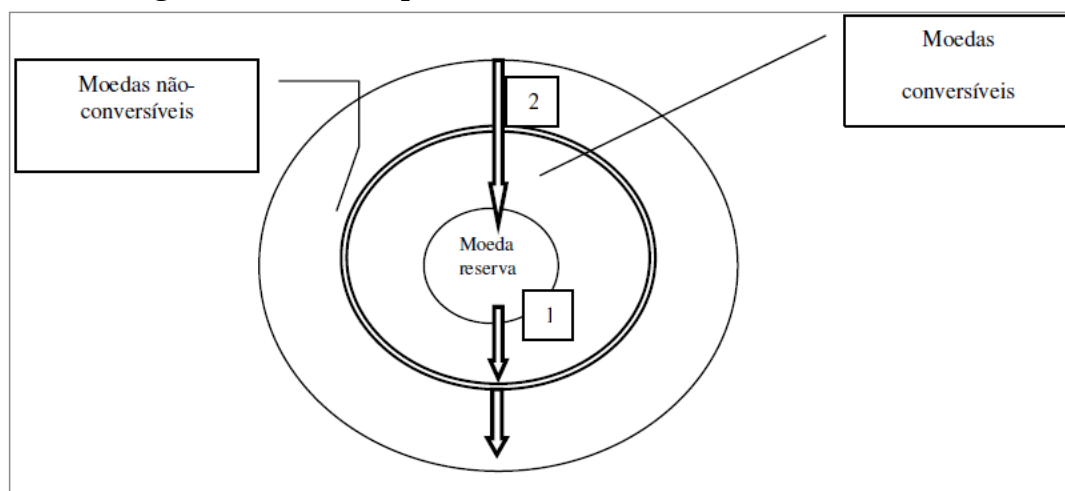


Quanto ao por que do dólar ser utilizado como divisa, uma análise mais apurada pode ser encontrada em Conti (2011). O autor afirma que o tamanho da economia nacional assim como o grau de integração com a economia mundial são fatores relevantes. Uma dimensão ressaltada por Conti, que não é mencionada por análises tradicionais, é o poder geopolítico e o voluntarismo político, ou seja, a tomada de medidas favoráveis para que a moeda nacional assuma *status* de divisa. Quanto à necessidade de se possuir instituições fortes, o autor não consegue estabelecer uma causalidade. Por fim, quanto ao argumento tradicional a favor de políticas macroeconômicas responsáveis, Conti defende que o mais provável seja a causalidade inversa, ou seja, o uso da moeda no plano internacional facilita o desempenho macroeconômico.

Outra assimetria monetária que é derivada do fato de que as moedas dos países periféricos não possuem uso no cenário internacional é o chamado “pecado original”. Este termo cunhado por Eichengreen & Hausmann (2005) denota a impossibilidade que os países periféricos encontram de emitir títulos da dívida denominados em moeda local. A grande relevância dessa teoria é que, diferentemente das explicações convencionais que culpam a falta de credibilidade da política monetária ou a fragilidade da política fiscal dos países em desenvolvimento pela impossibilidade de se endividarem em moeda local, esses autores ressaltam que essa situação é um problema da estrutura do sistema monetário e financeiro internacional, construído sobre uma rígida hierarquia monetária que privilegia emissões de dívidas nas moedas dos principais credores e centros financeiros mundiais.

Em relação à assimetria macroeconômica, a periferia está submetida a um grau restrito de autonomia para a aplicação de políticas o que se reflete no patamar e na volatilidade da taxa de juros. De acordo com Carneiro (1999) a taxa de juros interna de um país periférico tem que igualar o rendimento da taxa de juros do emissor da moeda chave, os EUA, acrescido do risco país e da expectativa de variação cambial ($i_{Br} = i_{EUA} + \text{Risco}_{Br} + \Delta e^*$). O patamar mais baixo da taxa pertence ao país emissor da moeda chave, já que ela é o ativo mais seguro que existe. Caminhando para as extremidades, como demonstra a figura 3, extraída do texto do autor, as taxas de juros aumentam o que restringe em maior grau a política macro dos países com moedas inconvertíveis. Por esse motivo, dentre outros, a trindade impossível não é aplicável a economias periféricas. No caso dos países em desenvolvimento seria mais apropriado discutir uma dualidade impossível, pois esses não podem deixar o câmbio flutuar ao sabor do mercado devido ao elevado grau de *pass trough* e de descasamento de moeda. Sendo assim, esses países só conquistam autonomia de política monetária quando não há livre mobilidade de capitais.

Figura 4 - A Hierarquia do sistema monetário internacional



Fonte: Carneiro, 1999.

A última categoria de assimetria é a financeira. Ela está relacionada a dois tópicos, ao volume dos fluxos de capitais que fluem para a periferia e aos determinantes desses fluxos. Em relação ao volume, Prates (2005) advoga que apenas uma parcela marginal dos fluxos é alocada nos países emergentes. Esses mercados são menos líquidos e apresentam maior risco e, conseqüentemente, maior rentabilidade. Quando a aversão ao risco dos grandes investidores aumenta, eles retiram essa parte marginal de capital que estava alocada nos países periféricos e fogem para qualidade, ou seja, basicamente para os títulos do tesouro americano. O problema é que em relação ao tamanho do mercado de capitais dos países emergentes esses fluxos de capitais não são marginais, sendo assim, quando os investidores se retiram do mercado geram efeitos instabilizadores.

O segundo aspecto da assimetria financeira se refere aos determinantes dos fluxos de capitais para países emergentes. O principal ponto a ser ressaltado é que os principais determinantes são externos aos países periféricos. Eles são derivados de fatores estruturais, como o funcionamento da dinâmica financeira internacional, e também conjunturais, como a correspondência da fase do ciclo econômico que se encontram os países centrais e também ao patamar da taxa de juros do país emissor da moeda-chave.

Sintetizando todas as assimetrias o quadro que surge, de acordo com Biancarelli (2008), é a oscilação na disponibilidade de financiamento externo para países em desenvolvimento. Assim, são formados os ciclos de liquidez internacional, tópicos de interesse deste trabalho que serão investigados profundamente na próxima subseção.

1.2 Os ciclos de liquidez internacional

A partir do quadro desenhado, sobre as características da globalização financeira e o papel peculiar em que os países em desenvolvimento foram colocados, é possível analisar a dinâmica dos fluxos de capitais internacionais. O destaque é dado nesta subseção para a compreensão do funcionamento e dos determinantes das fases dos ciclos de liquidez internacional. Serão apresentadas, primeiramente, as análises mais convencionais e posteriormente as contribuições da literatura heterodoxa sobre o tema.

Dentre as análises mais tradicionais, Reinhart & Reinhart (2008) apontam que, com a retirada das restrições aos fluxos de capitais, as “bonanças” se tornaram mais freqüentes. A fim de compreender a definição de “bonanças” é necessário iniciar com a presunção destes autores de que o melhor indicador para fluxos de capitais seria o acúmulo de reservas menos o resultado da conta de transações correntes, medindo assim os recursos adquiridos através da emissão líquida de passivos do país de origem². Dos 181 países da amostra seis nunca sofreram uma bonança, dentre os que sofreram a duração média foi de 3 anos.

Quando o crescimento desacelera nas economias avançadas, e a taxa de juros declina, os investidores buscam por maior rentabilidade nos mercados emergentes canalizando para esta região um grande volume de fluxos de capitais. A primeira ressalva feita pelos autores é que a “bonança” não deve ser entendida como um fato positivo para o país receptor. As evidências estatísticas mostram que no ano da bonança os países sofrem deterioração na conta de transações correntes. Quanto ao comportamento do câmbio antes da bonança há apreciação da moeda do país receptor, mas quando ocorre a retirada dos fluxos a moeda se deprecia rapidamente. Quanto aos efeitos da bonança a ocorrência de crise financeira é maior, os

² Essa medida foi utilizada, pois permitiu aumentar o banco de dados disponível para a pesquisa tanto em termos da quantidade de países quanto do maior número de anos. O índice de referência utilizado foi o balanço das transações correntes como percentual do PIB. A primeira tentativa foi a de usar os passos de Milesi-Ferreti e Razin, a ideia subjacente destes autores era que eventos mais longos podem prover mais informações sobre os determinantes da redução dos déficits em conta corrente do que as flutuações de curto prazo. Para ser qualificado o evento teria que satisfazer três requisitos: (1) Uma redução média do déficit de pelo menos 3 pontos percentuais do PIB por um período de três anos com respeito aos três anos depois do evento; (2) O déficit máximo depois da reversão não pode ser maior que o déficit mínimo dos três anos que precederam a reversão; (3) A média do déficit em conta corrente deve ser reduzida em pelo menos um terço. Esta primeira tentativa fracassou e os autores então decidiram usar um algoritmo alternativo que fornecia um tratamento uniforme entre os países e também uma boa flexibilidade para permitir variações significantes na conta corrente entre os países. O limiar escolhido para definir a bonança foi o vigésimo percentil, mas como a freqüência de distribuição variou muito entre os países este limiar comum produziu pontos de corte muito específicos de país para país.

default soberanos podem ocorrer com até seis anos de atraso e a correlação com a volatilidade macroeconômica é positiva e estatisticamente significativa.

A possibilidade de acesso aos mercados de capitais pelos países emergentes não depende somente das “bonanças”. De acordo com Calvo & Reinhart (2000) esses países perdem rotineiramente o acesso ao mercado de capitais devido a “paradas súbitas” (*sudden stops*) nos fluxos de capitais, involuntárias do ponto de vista dos países receptores. Esta reversão aumenta a probabilidade de ocorrência posterior de crises cambiais e bancárias. Os autores destacam ainda que as crises bancárias são muito mais severas que as cambiais, pois são contracionistas e acarretam recessão. Para definir uma fase como uma parada súbita é necessário o cumprimento de três requisitos:

1. Conter ao menos uma observação onde a queda nos fluxos de capital ano a ano está pelo menos dois desvios padrões abaixo da média da amostra;
2. A fase de parada súbita acaba assim que a mudança nos fluxos de capitais excede um desvio padrão abaixo da média da amostra;
3. A favor da simetria, o começo da parada súbita é determinada como pela primeira vez em que a mudança dos fluxos de capital cai um desvio padrão abaixo da média da amostra;

Assim que ocorre a parada súbita o país que sofreu com a reversão tem duas possibilidades de ação. A primeira envolve diminuição das reservas internacionais, opção que acarreta aumento da vulnerabilidade externa. A segunda opção é forçar a diminuição do déficit em transações correntes, através da redução do produto e do emprego.

Apesar do avanço teórico contido nessas visões com a constatação do prejuízo que as reversões abruptas nos fluxos de capitais trazem para os países alvos, a solução que Calvo & Reinhart (2000) propõem deixa a desejar. A solução apontada é a dolarização, ou seja, se os países em desenvolvimento reprimissem suas moedas e passassem a utilizar o dólar como moeda em suas fronteiras nacionais o problema de descasamento de moeda e dos ataques especulativos seria amenizado. Esta solução claramente não se atenta às grandes dificuldades a que os países que sofrem deste tipo de substituição monetária estão submetidos. Como exemplo dessas dificuldades encontra-se a incapacidade do Banco Central servir como prestador de última instância, pois não lhe é permitido emitir dólar

Em trabalho mais recente, o FMI (2011) relatou que as entradas de capitais exacerbam os riscos econômicos e de fragilidade financeira dos países em desenvolvimento. A partir desta constatação se tornou importante para compreensão desses fenômenos econômicos analisar melhor tanto a dinâmica dos fluxos quanto as medidas instrumentais capazes de administrar os fluxos de capitais. A fim de completar tal feito o FMI primeiramente classificou os fenômenos em três etapas graduais:

1. Surto (*Surge*): Ocorre quando os fluxos de entrada de determinado período excedem significativamente sua tendência de longo prazo (por um desvio padrão de diferença) e são grandes em sua magnitude absoluta (maior que 1,5% do PIB anual);
2. Episódio (*Episode*): É uma série de no mínimo quatro trimestres contendo surtos. O fim de um episódio é o pico dos fluxos cumulativos, o ponto em que as entradas brutas se tornam negativas;
3. Onda (*Wave*): Uma onda refere-se a um grande número de episódios acontecendo em vários países ao mesmo tempo, refletindo assim um ajuste nos portfólios dos investidores;

A partir dessas definições foi possível observar que entre o primeiro trimestre de 1990 e o segundo trimestre de 2010 ocorreram 718 incidentes de surto e que esses incidentes não são distribuídos igualmente dentro do período. Podem ser verificados dois agrupamentos, sendo que o primeiro se inicia no primeiro trimestre de 1990 e termina no segundo trimestre de 1998, o segundo grupo, por sua vez, se inicia no quarto trimestre de 2006 e termina no segundo trimestre de 2008. Durante todo o período analisado o primeiro trimestre de 2009 foi o único período em que não foi registrado nenhum surto, demonstrando a severidade da crise de 2008. Quanto aos episódios os 48 países em desenvolvimento da amostra foram submetidos a 158 episódios nos 20 anos analisados, sendo que regiões como América Latina e Europa Emergente foram as mais atingidas. Um fator relevante sobre os episódios é que apesar deles começarem em cada país em um momento diferentes há uma tendência de que eles terminarão juntos devido a fatores externos como o aumento da aversão ao risco.

Neste trabalho do FMI (2011) são delimitadas 3 ondas. A primeira ocorreu nos anos 1990, sendo que o destino prioritário era a Ásia e 40% dos fluxos eram compostos por Investimento Direto Externo. Na segunda onda, que se iniciou em 2002, os fluxos se destinaram para a Europa Emergente majoritariamente sob a forma de empréstimos bancários.

Por fim a última onda teria se iniciado pós-crise de 2008, os fluxos se encaminharam para várias regiões emergentes, menos para a Europa Emergente, principalmente sob a forma de portfólio, que são os mais voláteis. É relevante notar que com o passar dos anos os fluxos que formaram essas ondas tiveram sua magnitude, sua duração e sua volatilidade ampliadas.

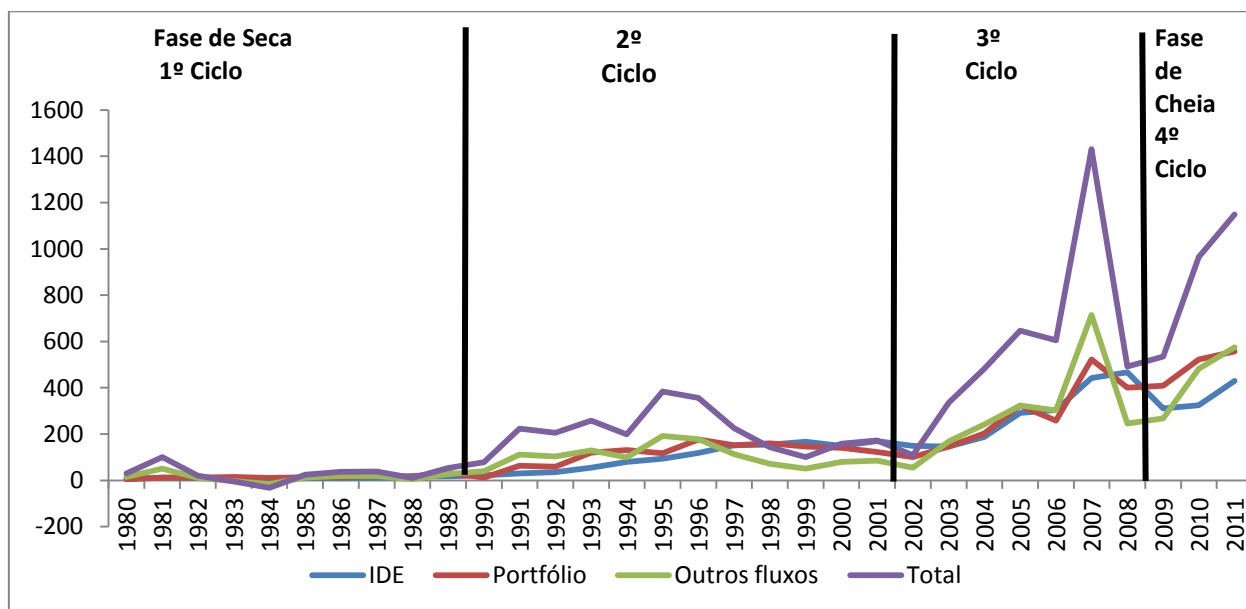
Dentre os fatores que são responsáveis pela formação de tais ondas encontram-se duas categorias: os fatores externos (*push*), e os fatores internos (*pull*), que podem ser conjunturais ou estruturais. Os fatores externos conjunturais englobam a diminuição da taxa de juros dos EUA, a queda na aversão ao risco dos investidores e problemas nos balanços (*balance sheet*) dos países desenvolvidos. Os fatores externos estruturais abrangem a diversificação de portfólio em nível internacional e o baixo potencial de crescimento dos países desenvolvidos. Os fatores internos conjunturais podem ser resumidos em três categorias: a alta dos preços das *commodities*, a alta taxa de juros doméstica e baixa inflação. Os fatores internos estruturais envolvem a melhor qualidade dos balanços dos países emergentes quando comparada aos países desenvolvidos, o alto potencial de crescimento dos emergentes e a abertura comercial.

Apesar dos avanços registrados nessas pesquisas do *mainstream* as análises ainda são muito conservadoras. Os estudos mostram, apenas parcialmente, o caráter prejudicial que os fluxos de capitais têm para os países receptores. Ademais, as soluções propostas por esses autores são insuficientes, pois não consideram as características intrínsecas da arquitetura do sistema monetário e financeiro internacional. Portanto, é necessário partir para uma literatura heterodoxa que forneça uma análise mais crítica e que compreenda historicamente os nexos e as causas do fenômeno dos ciclos de liquidez internacional.

Uma análise de cunho heterodoxa sobre este fenômeno é realizada por Akyüz (2011), em que o autor defende a existência de quatro ciclos de capitais para as economias periféricas. O primeiro se inicia com a expansão de liquidez devido aos petrodólares e aos déficits dos EUA, no início de 1970, o que contribui para o aumento da concessão de empréstimos sindicalizados com juros variáveis para a periferia. Em 1979, quando ocorre o segundo choque do petróleo e os EUA começam a política monetária contracionista, o preço das *commodities* cai e os juros da dívida aumentam deixando os países com problemas no balanço de pagamento e escassez de divisas. Os países da América Latina passam toda a década de 1980 com restrição externa e excluídos do mercado de capitais internacional. Esse primeiro ciclo não é considerado por Biancareli (2007) como ciclo de liquidez da globalização financeira, pois o autor considera que os países emergentes só se inseriram nesta ordem global

na década de 1990. Os ciclos que são considerados como pertencentes à globalização financeira podem ser observados no Gráfico 1³, separados de acordo com o tipo de fluxo.

Gráfico 1 - Fluxos de capitais líquidos para os países em desenvolvimento de 1980 – 2011 (US\$ bilhões)



Fonte: FMI. Elaboração própria.

O segundo ciclo se inicia com a expansão da liquidez causada pelos cortes nos juros dos EUA e do Japão, que foram realizados para que esses países saíssem da recessão. Na América Latina, o Plano Brady, de reestruturação da dívida, é um condicionante que facilita que esses países tenham acesso novamente ao mercado de capitais. A década de 1990 é marcada pela abertura financeira e adoção de outras políticas liberalizantes pelos países periféricos, que incentivam e facilitam a absorção dos capitais. O fim deste ciclo ocorreu com a crise da Ásia, que acarretou corte nos empréstimos bancários à periferia e reversão dos fluxos de portfólio.

O ciclo que se iniciou nos anos 2000, que é o terceiro do pós guerra, teve como impulso a redução dos juros nos EUA em resposta ao estouro da bolha “.com”. Uma peculiaridade deste ciclo, que será estudada adiante, é a sua coincidência com o ciclo de preço prolongado das *commodities*. Diferentemente das outras reversões nos fluxos de capitais, esse ciclo terminou devido a um problema originado nos países centrais, a crise do *subprime* e o colapso do Lehman Brothers em setembro de 2008. Os países periféricos que a partir do

³ Apesar do primeiro ciclo se iniciar em 1970 não foi possível desenhar a fase de cheia porque os dados da base do FMI se iniciam em 1980.

segundo ciclo começaram com a estratégia de acúmulo de reservas tiveram nesta fase de reversão dos fluxos do terceiro ciclo um raio de manobra de política econômica maior do que os anteriores.

A fase de reversão do terceiro ciclo, segundo Akyüz (2011), foi muito curta e já em 2009, quando o Federal Reserve implanta a política de *quantitative easing*, os juros dos países centrais caem, a liquidez internacional aumenta e os fluxos de capitais voltam para a periferia buscando maior rentabilidade. Quanto ao final desse ciclo já existem sinais de uma possível reversão, e caso essa hipótese de reversão se confirme, esse quarto ciclo seria considerado o mais intenso e o mais curto de todo o período. No entanto, também há a possibilidade de ser apenas a conformação de mini-ciclos. A tensão prevalecente na zona do euro levou o IIF (2012) a reduzir as projeções dos fluxos destinados aos mercados emergentes tanto em 2011 quanto para o ano de 2012. Segundo este relatório, em 2011 os fluxos teriam fechado o ano em um montante de US\$ 910 bilhões e cairiam em 2012 para US\$ 746 bilhões.

Esta dinâmica dos ciclos de liquidez internacional já havia sido explicada como intrínseca a uma economia monetária de produção por Minsky (1982;1977). Neste movimento o próprio sucesso da economia leva os agentes a tomarem maiores riscos, as operações de crédito são feitas com uma margem menor de segurança e a estrutura financeira⁴ se torna cada vez mais frágil. Desta maneira períodos de prosperidade sustentada podem levar endogenamente a reversão passando pelas fases de retomada, boom, euforia, pânico e recessão/depressão.

A análise desses quatro ciclos permite, portanto, uma melhor compreensão do papel subordinado e periférico que os países emergentes representam na rota dos fluxos de capitais internacionais. As alternações de fases de “bonança” e “paradas súbitas”, secas e cheias, “*boom and burst*” prendem a atenção de diversos economistas. Deve se salientar que relevantes economistas estão caminhando para a concordância de que as principais causas desses movimentos são externas aos países emergentes, apesar da relevância dos fatores internos, como política macroeconômica e a gestão dos fluxos de capitais, para a determinação da distribuição regional dos fluxos. Outro ponto comum é que a vulnerabilidade

⁴ De acordo com Minsky (1982) existem três tipos de estruturas financeiras: Hedge, Especulativa e Ponzi. A estrutura hedge é aquela em que a firma está em uma situação robusta consegue servir o principal e os juros de suas dívidas, ou seja, o fluxo de caixa líquido é positivo com margem de segurança. Com a estrutura especulativa o agente passa dificuldades financeiras de curto prazo, mas é sólida a longo prazo. Por fim, na estrutura ponzi a renda corrente é menor que os compromissos correntes e o estoque de renda capitalizada é menor que o estoque de dívida capitalizada.

externa desses países é exacerbada devido à volatilidade e a especulação implícita desses fluxos de capitais.

II. Capítulo 2 - Ciclos de preços das *commodities*

Os benefícios e malefícios da especialização do aparelho produtivo de uma economia nacional são um tema que gera debate entre algumas escolas de pensamento. Primeiramente, na visão ortodoxa acredita-se que os países comercializam entre si porque possuem diferentes dotações de recursos e podem assim obter economias de escala. As conclusões desses autores são baseadas em diversos modelos de comércio exterior como o Ricardiano, o de Heckscher-Ohlin e o do Comércio Padrão, expostos, por exemplo, por Krugman & Obstfeld (2009). Apesar de alguns pontos de divergência entre esses modelos, de uma maneira geral, eles defendem que os países devem se especializar na produção de bens que sejam intensivos em fatores dos quais o país é relativamente bem dotado. Os países em desenvolvimento deveriam, portanto se especializar na produção de bens primários, dada sua abundância de terra e mão de obra desqualificada, e importar o quanto fosse necessário de bens industrializados das economias avançadas. Desta maneira a economia nacional estaria utilizando seus recursos de maneira mais eficaz e poderia, através do comércio exterior, expandir suas escolhas de consumo.

Diversas críticas podem ser feitas a estes modelos, dentre as quais a análise estática e a não diferenciação entre a operação do modo de produção capitalista em economias estruturalmente e historicamente diferentes. Esta crítica foi reforçada pelos economistas da Cepal, que buscaram salientar a diferença do funcionamento do sistema na periferia e no centro. Na linha teórica cepalina o autor mais relevante que debateu este tema foi o economista argentino Raul Prebisch. De acordo com Rodríguez (1981), que realizou uma coletânea da Cepal, devido às especificidades históricas a periferia é inicialmente atrasada, quanto à tecnologia e organização, frente ao centro. Este atraso relativo promoveu nas economias periféricas um “desenvolvimento para fora” no qual o progresso técnico era implantado somente no complexo exportador que coexistia com setores atrasados. Para esses economistas a especialização e a heterogeneidade estrutural são, portanto, características negativas presentes na estrutura produtiva dos países periféricos.

Além da condição inicial atrasada, o *gap* entre a periferia e o centro tende a aumentar ao longo do tempo por dois motivos ressaltados pela escola. O primeiro é a diferença entre as produtividades do trabalho e o segundo, que mais interessa a este trabalho é a deterioração dos termos de troca. Para a periferia os termos de troca podem ser definidos como o poder de compra de uma unidade de bens primários - exportação majoritária das economias latino americanas- frente aos bens industriais. A escola alega que esta relação é um fenômeno

comprovável, porém difícil de medir devido a problemas estatísticos. As causas dessa deterioração estão relacionadas ao excesso de mão de obra na periferia e também à maior pressão que os empresários do centro podem fazer sobre os empresários da periferia que se encontram na base da cadeia produtiva. Esses fatores permitem que, durante as diversas fases do ciclo econômico, os preços dos produtos periféricos sejam pressionados.

Este problema é estrutural e inerente ao sistema, segundo economistas da Cepal, e persiste mesmo quando as economias periféricas iniciam seu “desenvolvimento para dentro”, em outras palavras a substituição de importações. Condições estruturais, como a mudança da hegemonia inglesa para a americana, e conjunturais, como as grandes Guerras Mundiais, teriam contribuído para a formação de um déficit externo crônico na Balança Comercial. Esse déficit advém da existência de uma menor elasticidade-renda da demanda pelos bens primários vis-à-vis os bens industrializados; assim, quando a renda aumenta ocorrem mudanças no padrão de consumo que não favorecem a demanda por bens primários. Além desse último fator, o centro também cria novos insumos através do progresso tecnológico e se torna menos dependente das matérias primas exportadas pela periferia. Desta maneira a periferia estaria exposta à tendência ao desequilíbrio externo e à deterioração dos termos de intercâmbio.

Outra explicação teórica que pode elucidar a deterioração dos preços é a diferença entre a estrutura de mercado de bens industrializados e das *commodities*. A regra de formação de preços de Kalecki (1985) demonstra que os bens industrializados têm suas alterações de preço determinadas pelo custo, ou seja, devido à existência de capacidade produtiva ociosa a produção desses bens é elástica e quando a demanda aumenta os produtores são capazes de atendê-la através da elevação do volume produzido. Segundo o autor, empresas produtoras de bens industrializados geralmente estão localizadas em mercados em que existe algum grau de oligopólio, assim, essas firmas conseguem estabelecer um *mark-up* sobre os seus custos para determinar o preço da mercadoria vendida. O autor alega que as matérias primas e alimentos possuem uma regra de formação de preços diferente daquela dos bens industrializados. Os bens primários sofrem alterações de preços devido ao comportamento da demanda, pois a oferta de produtos agrícola e minerais é relativamente inelástica e os preços desses bens também sofrem com os movimentos especulativos. Desta maneira, se torna difícil o equilíbrio entre a produção de bens primários e sua demanda no curto prazo. Portanto, os preços desses

bens caem bastante com a contração da atividade econômica, mas também sobem bastante com a sua expansão.

A escola desenvolvimentista critica a especialização produtiva e a exportação majoritária de *commodities* com base em argumentos como a deterioração dos termos de troca desses produtos no longo prazo e ao seu baixo valor agregado. No entanto, as últimas décadas trouxeram fatores que levaram expoentes do desenvolvimentismo questionar esses pressupostos. Primeiramente, a industrialização dos países asiáticos pós 1970 conduziu a um processo denominado por Singer (1971) de “commoditização” das manufaturas. Na medida em que a produção industrial se deslocou, com a reorganização das transnacionais e fragmentação das cadeias produtivas, para o Sudeste Asiático, os bens industriais passaram a ser produzidos com abundância de mão de obra, o que gerou uma tendência de queda no preço dos produtos eletrônicos.

Além da queda de preço dos bens industrializados, a partir do início de 2002, o preço das *commodities* passou a ascender consistentemente até meados de 2008, conformando o primeiro⁵ ciclo de preços das *commodities*, também denominado ciclo pré-crise. Surpreendentemente após um pequeno período de baixa em maio de 2009 os preços das *commodities* voltam a subir configurando a fase ascendente do segundo ciclo de preços, ou ciclo pós-crise⁶. Os novos fatores que alavancaram esses ciclos levaram Maria da Conceição Tavares a declarar que a dicotomia entre industrialização e produção de *commodities* se tornou datada e, além disso, que não existem mais centro e periferia nos moldes definidos pela Cepal (Antunes, 2010). Cabe portanto a este trabalho verificar quais foram os fatores que influenciaram estes ciclos e se essas mudanças, conjunturais ou estruturais, acentuam ou amenizam a vulnerabilidade externa dos países em desenvolvimento. A fim de atingir este objetivo este capítulo será composto de dois subitens. O primeiro subitem tratará do ciclo de preços das *commodities* pré-crise. O segundo versará sobre o ciclo pós-crise.

⁵ A nomenclatura utilizada nesta seção segue análise de Prates (2011) trabalho no qual a autora defende a existência de um primeiro ciclo de preço das *commodities*, também chamado de ciclo pré-crise de 2008, e de um segundo ciclo denominado também de ciclo pós-crise de 2008. Não se pretende com essa nomenclatura ignorar as oscilações passadas dos preços desses bens, mas sim, contextualizar melhor de acordo com os propósitos deste trabalho.

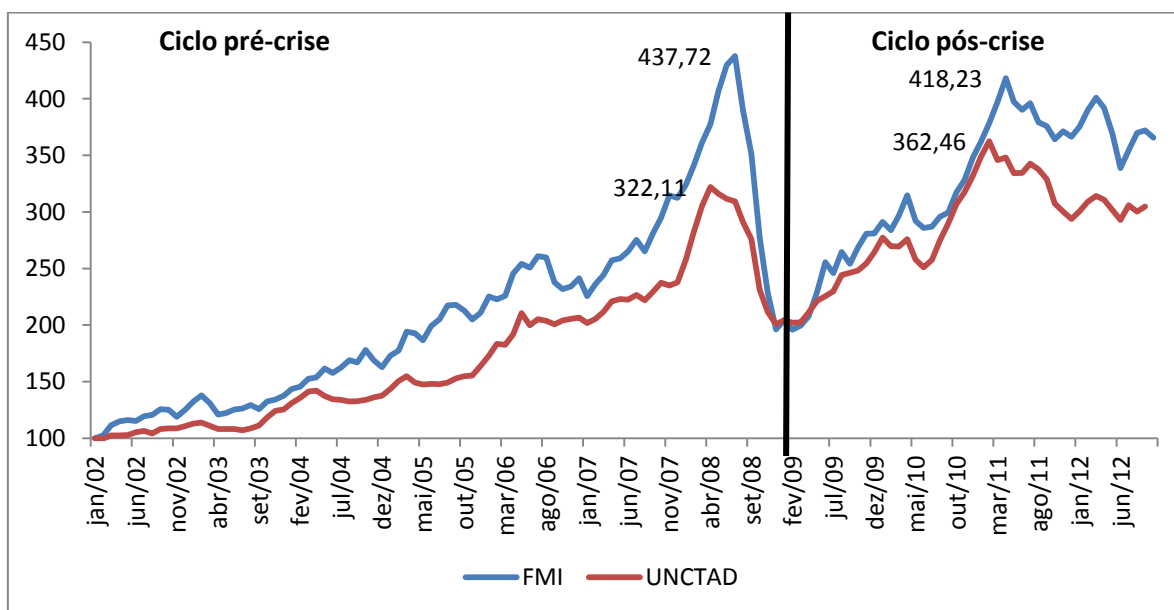
⁶ Com a terminologia pós-crise não se pretende afirmar que a crise de 2008 já tenha se concluído, a intenção é demarcar o momento do epicentro da crise com a quebra do Lehman Brothers em setembro de 2008.

2.1 O Ciclo de preços das *commodities* pré-crise

O primeiro ciclo de preços das *commodities*, também chamado de ciclo pré-crise adentrou em sua fase ascendente no início de 2002. Conjunturalmente alterando a tendência instável e baixista dos preços, esse ciclo, que coincidiu com o terceiro ciclo de fluxos de capitais de acordo com a tipologia de Akyüz (2011), foi incorporado ao debate entre diversos economistas para se discutir e compreender as causas dessa elevação de preço e a durabilidade deste movimento. Este primeiro ciclo foi revertido, de acordo com Prates (2011) de maneira abrupta, juntamente com o agravamento da crise *subprime* nos últimos meses de 2008, o que torna necessário também levantar hipóteses sobre o porquê de tão rápida reversão.

No ciclo pré-crise, o começo da trajetória ascendente pode ser verificado quando se observa o índice de preços de *commodities* do FMI e também o da UNCTAD, como pode ser visto no Gráfico 2. Apesar do índice do FMI demonstrar uma tendência mais acentuada os dois caminham na mesma direção. É importante também notar que houve uma mudança no ritmo de crescimento dos preços a partir de novembro de 2007 quando a escalada se torna mais rápida.

Gráfico 2 - Trajetória dos índices de preços das commodities de Jan/2002 a Out/2012 (Jan/2002=100)

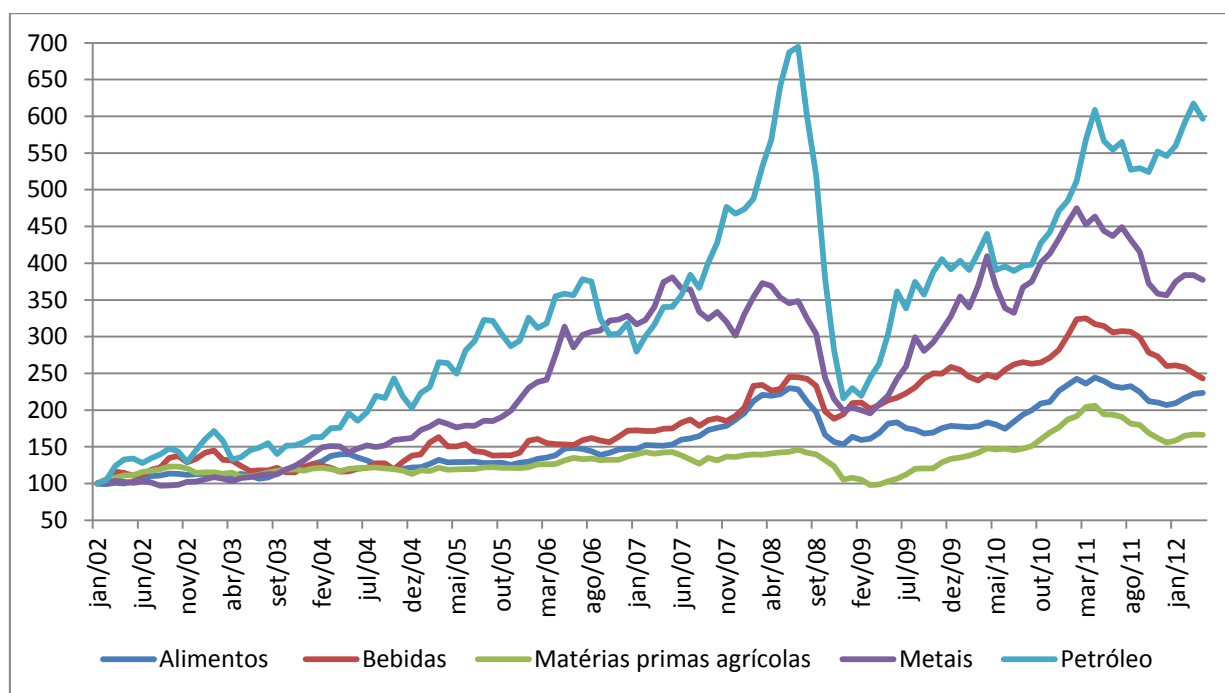


Fonte: FMI e UNCTAD. Elaboração Própria.

O índice de preços do FMI pode ser desagregado em subcategorias, como demonstra o Gráfico 3. Claramente no ciclo pré-crise o principal grupo responsável pela ascensão do índice geral foi o Petróleo. De acordo com Freitas (2009) o petróleo sofreu durante este período um descompasso entre o crescimento da demanda, impulsionada pelo desenvolvimento dos países asiáticos, e a rigidez da oferta, dado o desinteresse da OPEP por ampliar a produção e a dificuldade de se explorar novas áreas.

Os alimentos não alcançaram patamar tão expressivo quanto às outras subcategorias, porém, assim como o Petróleo a pressão sobre os preços está relacionada ao descasamento de oferta e demanda. A demanda aumentou devido ao crescimento da renda nos países em desenvolvimento. A oferta, por sua vez, foi pressionada por choques climáticos e pelo baixo nível de estoque. Outro fator que deve ser destacado é a influencia que o aumento do preço do petróleo exerceu sobre os preços dos alimentos. Dado o encarecimento da matriz energética principal a demanda por fontes alternativas se avolumou tornando assim atraente a produção de biocombustíveis. Esse movimento incentivou a substituição de culturas de alimentos básicos para a produção de milho e óleos vegetais que seriam então transformados em etanol e biodiesel. Além deste fator o preço do petróleo também acarreta a alta do preço dos alimentos através da via dos fertilizantes.

Gráfico 3 - Evolução dos índices de preços de commodities selecionadas, Jan/2002 a Abril/2012 (Jan/2002=100)



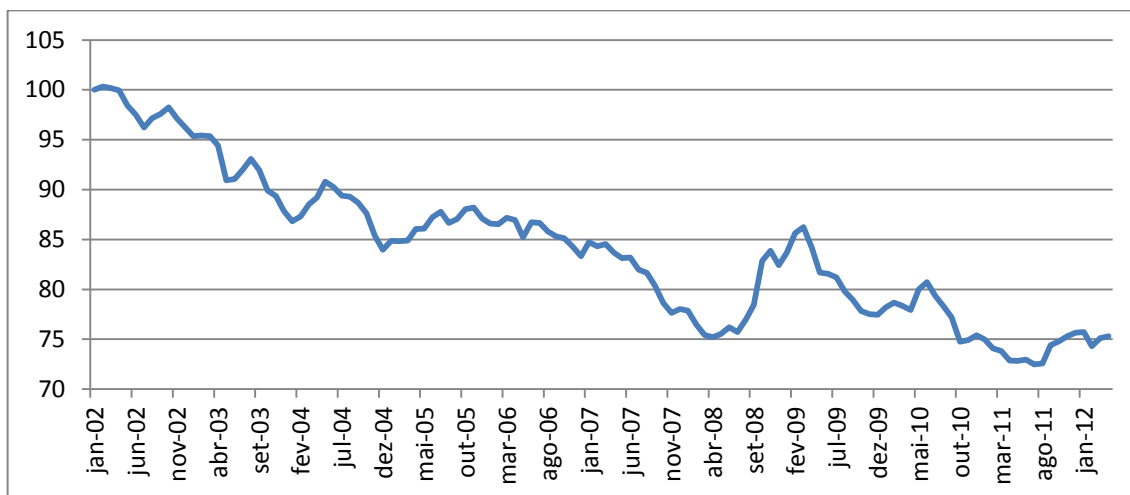
Fonte: FMI. Elaboração Própria.

É interessante destacar a abrangência desta alta, que envolveu diversas categorias de *commodities*. A abrangência sugere que além dos fatores específicos de cada grupo dos bens primários existiu uma tendência subjacente a todos os grupos, e esses fatores devem ser analisados. De acordo com Prates (2007) um importante elemento foram as condições macroeconômicas globais vigentes. Neste cenário macroeconômico devem ser destacados dois quesitos: o patamar dos preços-chave e as condições de crescimento da economia mundial.

Com relação aos preços-chave, a autora alega que os juros baixos, que prevaleceram nos países centrais neste momento, contribuíram para dois fatores. O primeiro fator está relacionado à redução do custo de carregamento dessas *commodities*. O segundo fator refere-se à relação entre a baixa taxa de juros e o surgimento de uma bolha especulativa no mercado de derivativos, que passou a contaminar o preço *spot* das mercadorias. Essas mudanças no mercado de derivativos serão mais bem analisadas posteriormente.

O câmbio, por sua vez, é outro preço-chave de extrema importância para o mercado de *commodities*. Durante o período analisado a taxa de câmbio efetiva real do dólar teve uma trajetória constante de depreciação, como pode ser verificado no Gráfico 4. No final de 2008, quando a crise *subprime* se tornou sistêmica, os agentes tiveram sua preferência pela liquidez exacerbada e voltaram para moeda chave do sistema levando a uma apreciação desta moeda. Um fator relevante a destacar é que as *commodities* são cotadas em dólar e assim a desvalorização desta moeda impulsiona três efeitos. O primeiro refere-se ao fato de que os produtores de bens primários elevam seus preços para compensar as perdas cambiais. Em segundo lugar, como o dólar está desvalorizado aumenta o poder de compra dos países que tiveram suas moedas valorizadas, estes, portanto, demandarão mais *commodities* pressionando os preços. Por fim, a desvalorização do dólar tem como contraparte um aumento da busca de *hedge* cambial no mercado de derivativos.

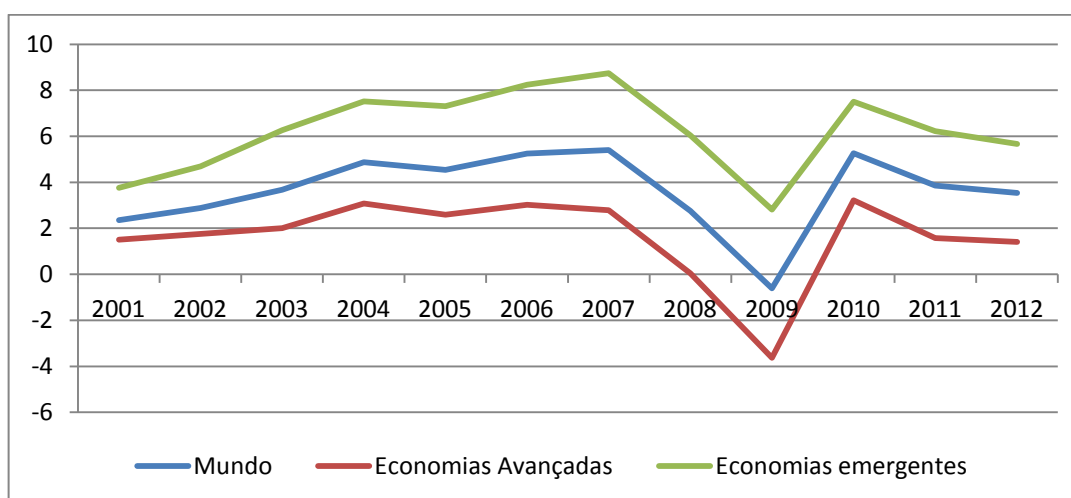
Gráfico 4 - Taxa de câmbio real efetiva do Dólar, Jan/2002 a Abril/2012



Fonte: BIS. Elaboração Própria.

Com relação às condições de crescimento da economia mundial, é importante destacar a sincronia que vigorou neste momento. As economias emergentes e em desenvolvimento foram responsáveis neste momento pelo papel de “locomotiva do mundo”. O crescimento excepcional desses países movimentou o comércio mundial e alavancou o crescimento também nas economias avançadas que conseguiram combater a recessão do estouro da bolha “.com”. Analisando o Gráfico 5 é possível perceber a trajetória de crescimento conjunto dessas regiões com destaque para economias emergentes que alcançaram uma taxa de crescimento de 8,7% no ano de 2007.

Gráfico 5 - Taxa de crescimento do PIB de regiões selecionadas, 2001 a 2012¹

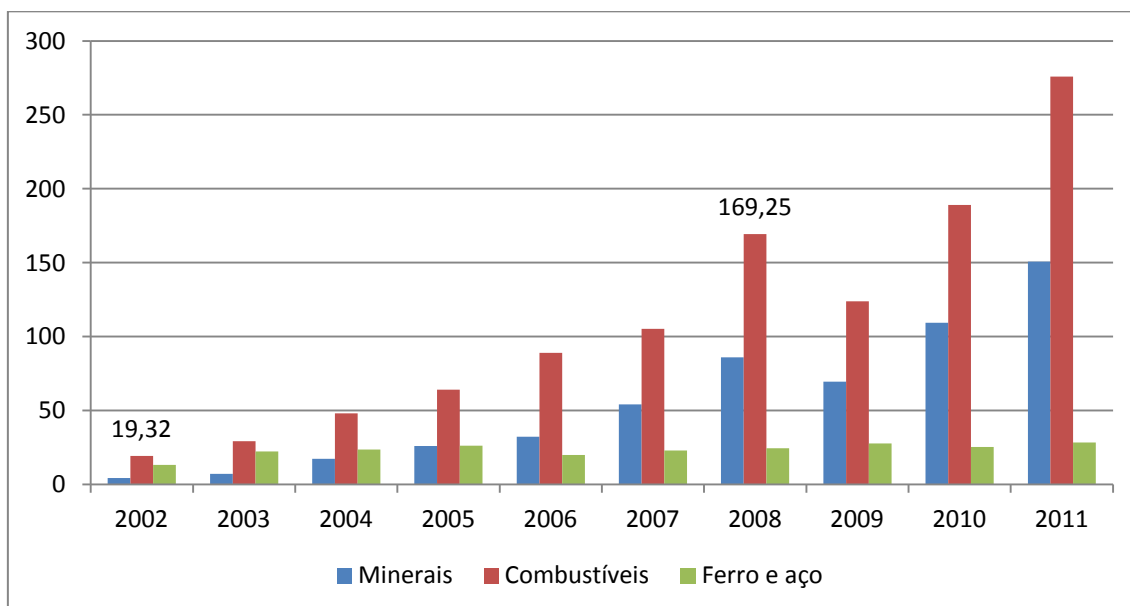


Fonte: FMI/WEO. Elaboração própria.

¹ Previsão para o resultado do ano 2012.

Há, no entanto, um país que claramente se destaca na contribuição para o crescimento econômico global da última década, que é a China. A China atravessa um processo de industrialização em setores intensivos em *commodities*, como o automotivo, metalúrgico e de construção, e também está vivenciando um processo de urbanização no qual uma grande massa da população que vivia no campo se mudou para as cidades e experimentou um aumento de renda média, pressionando assim também, os produtos alimentares. Como pode ser observado no Gráfico 6, que mostra o volume de importações da China de algumas *commodities* selecionadas, o caso mais expressivo é o crescimento das compras de combustíveis. Essa categoria que engloba o petróleo, produtos de destilação e combustíveis minerais tinha um valor de importação igual a US\$19,32 bilhões no ano de 2002 e alcançou no ano de 2008 a cifra impressionante de US\$169,25 bilhões. Devido esta trajetória de expansão nas importações de *commodities* pela China, os economistas passaram a determinar a influência da demanda deste país sobre o preço dos bens primários de “Efeito China”. Mesmo que o crescimento chinês não se sustente infinitamente nesses patamares, esse efeito ainda persistirá no médio prazo. O resultado desse processo sobre os preços das *commodities* aparenta contribuir para uma mudança duradoura de patamar nesses preços.

Gráfico 6 - Evolução das importações chinesas de algumas commodities selecionadas, 2002 a 2011 (US\$ milhão)

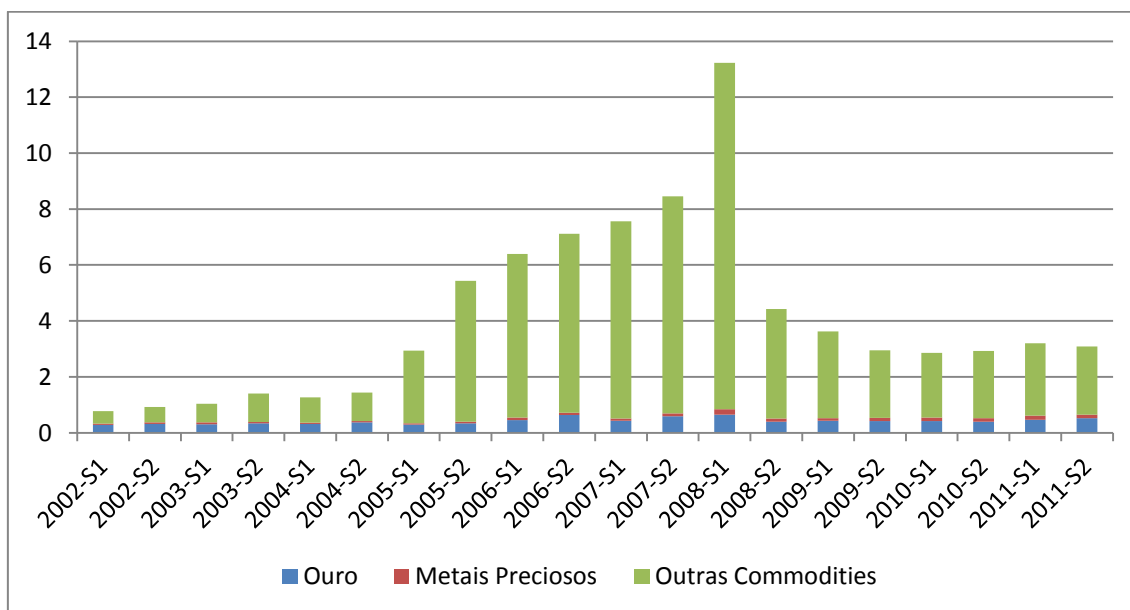


Fonte: Trademap. Elaboração Própria.

Um último fator essencial para a compreensão da trajetória dos preços das *commodities* no ciclo pré-crise foi o movimento de financeirização das *commodities*. De

acordo com Mayer (2010) os investidores adentraram no mercado de bens primários na década de 1990, porém, somente após o estouro da bolha “.com” que eles aumentaram suas posições neste mercado. O gráfico 7 demonstra essa alavancagem nos contratos de derivativos principalmente a partir do primeiro semestre de 2005.

Gráfico 7 - Valor Nocial dos derivativos de commodities, S1/2002 a S2/2011 (US\$ Trilhão)



Fonte: BIS. Elaboração própria.

Neste processo, as *commodities* passaram a ser consideradas uma classe de ativos comparável a ações e títulos, mas que tinha características diferenciais. A primeira característica era a presença de uma correlação negativa entre o comportamento das *commodities* e das outras classes de ativos durante o ciclo de negócios, sendo assim esse novo ativo financeiro cedia à carteira do investidor uma segurança contra a inflação e a depreciação do dólar. Além desse fator, o preço dos bens primários eram menos voláteis do que o retorno dos títulos e ações, dessa maneira o investidor conseguia diminuir o desvio padrão da carteira e assim o seu risco.

A entrada desses investidores no mercado de derivativos de *commodities* alterou a regra de precificação desses bens. Essa nova regra se originou do fato que os especuladores do mercado de derivativos não se baseiam nos fundamentos de oferta e demanda para compor suas posições, pelo contrário, os especuladores passaram a atuar nesse mercado de acordo com a lógica de valorização financeira. Quando a posição dos especuladores neste mercado é maior do que a dos agentes que estão buscando *hedge* (produtores e compradores de

commodities no lado real da economia) é a convenção dos especuladores que determinará o preço dos bens primários.

Enquanto a convenção dos investidores era de que os preços continuariam ascendendo esta própria expectativa contribuiu para que os preços *spot* aumentassem e assim, a fase de expansão do ciclo foi sustentada. No entanto, quando a crise de 2008 se tornou sistêmica, os agentes fugiram para a liquidez e buscaram se desfazer de suas posições no mercado de *commodities*. O peso desses especuladores aumentou a volatilidade do mercado, principalmente dos mercados que eram menos líquidos. Um fator importante, que antes não estava presente neste mercado, como comprovado pela correlação negativa que existia entre os bens primários e as outras classes de ativos, foi o efeito de transmissão. Isto porque a estratégia dos investidores leva em conta suas posições em todos os outros mercados, dentre eles os cambiais e os de ações. Este fator é, portanto, o principal responsável pela queda abrupta do índice de preços das *commodities* que pode ser verificado no gráfico 2.

Quando se realiza um balanço do ciclo pré-crise é possível resumir os seus principais condicionantes e a causa de sua abrupta reversão. Primeiramente foi destacado que a ascensão dos preços foi sustentada pela conjuntura macroeconômica favorável que inclui o crescimento global sincronizado, a baixa taxa de juros dos países centrais e a depreciação do dólar, pelo “Efeito China”, pelos desequilíbrios entre oferta e demanda e pela sustentação da convenção positiva dos especuladores. A reversão abrupta, por sua vez, foi uma resposta das decisões de portfólio dos investidores. Por fim, como ressalta Mayer (2010) é importante frisar que esses investidores alteraram a regra de formação de preços das *commodities* e a presença de especuladores nesses mercados transmite a lógica de valorização financeira e aumenta assim a volatilidade dos preços.

2.2 O ciclo de preços das *commodities* pós-crise⁷

Após a queda abrupta dos preços das *commodities* derivada da mudança de convenção dos agentes, vinculada aos efeitos da crise financeira internacional de 2008, a maioria dos economistas não poderia prever qual seria a próxima tendência dos preços dos bens primários. Certamente as expectativas não eram tão positivas quanto o retorno da ascensão dos preços que realmente ocorreu. No entanto, a partir de janeiro de 2011, com a piora do cenário europeu, os preços voltaram a declinar. Apesar do declínio, ainda não é possível discernir se o que está ocorrendo é um mini-ciclo ou se realmente já está havendo uma reversão do ciclo

⁷ Os dados desta seção estão contidos nos gráficos da seção 2.1.

pós-crise. Por tanto é necessário analisar a existência de novos fatores que alavancaram este ciclo pós-crise e que não estavam presentes no ciclo pré-crise. Devem ser também observados quais fatores, que já estavam presentes no primeiro ciclo, tiveram sua importância majorada no segundo.

O vale do ciclo pós-crise foi muito estreito. O preço das *commodities* se estabilizou no primeiro trimestre de 2009 e após esse curto espaço de tempo os índices tanto do FMI quanto da UNCTAD já mostram a recuperação dos preços, como pode ser verificado no gráfico 2. É importante ressaltar que em menos de um ano, e depois de uma queda violenta, os preços chegaram perto do patamar alcançado no pré-crise pelo índice do FMI e até ultrapassaram o topo do pré-crise de acordo com o índice da UNCTAD. As subcategorias que foram as principais responsáveis por essa retomada foram, de acordo com os dados do gráfico 3, o petróleo e os metais. O petróleo, porém, é o único grupo que não atinge o topo do patamar do primeiro ciclo, todos os outros grupos alcançam pontos de inflexão mais altos.

A partir da análise de Prates (2010) é possível notar que esta nova fase de ascensão dos preços ocorreu em um estágio muito precoce da recuperação da produção industrial global. Os investidores basearam-se nas expectativas de que as gigantescas reações anti-cíclicas dos Estados no pós-crise seriam o necessário para afastar o cenário de depressão, sendo este um fator específico deste ciclo. Dessa maneira os especuladores aumentaram novamente seu apetite pelo risco e recompuseram suas posições compradas no mercado de derivativos de *commodities*.

Dentre os fatores que estavam presentes no primeiro ciclo, três voltaram a aparecer como alavancas para a nova ascensão de preços. Primeiramente, relacionado mais ao grupo de *commodities* agrícolas, ocorreram novamente choques climáticos e quebra de safra. Um segundo fator foi o comportamento dos preços-chaves da economia. As medidas de política monetária tomadas pelos países centrais levaram a uma redução ainda maior das taxas de juros e sua manutenção em patamares muito baixos. Apesar do *quantitative easing* do FED não ter alcançado seu objetivo de incentivar o investimento e promover algum grau de inflação, um de seus efeitos colaterais foi a depreciação da taxa de câmbio real efetiva do dólar a partir de maio de 2009, que pode ser verificada no gráfico 4.

O último fator foi a retomada consistente do crescimento dos países emergentes e em desenvolvimento, como pode ser observado no gráfico 5. É necessário destacar que

diferentemente da economia mundial e dos países avançados que tiveram ambos taxas de crescimento negativas no ano de 2009, os países emergentes e em desenvolvimento desaceleraram o crescimento que era de 8,7% em 2007 para 2,8% em 2009. Mais uma vez deve ser concedida especial atenção para o crescimento chinês. De acordo com os dados do *World Economic Outlook* do FMI a China cresceu 9,2% no ano de 2009 e foi responsável pelo impulso a retomada do crescimento mundial. Além de seu crescimento a China também contribuiu para a elevação dos preços das *commodities*, pois aproveitou os preços relativamente baixos para recompor seus estoques.

No início de 2011, porém o cenário de crescimento começou a ser modificado. As medidas de austeridade fiscal começaram a ser implantadas nos países centrais em uma fase muito frágil da recuperação, juntamente com a piora no cenário da zona do euro. Esses fatores sinalizam a possibilidade da economia mundial sofrer um *Double dip*. Uma recessão mundial neste momento seria ainda mais perigosa do que a que sucedeu a crise de 2008, isto porque os Estados das economias avançadas não têm mais o raio de manobra que existiu para aplicar políticas monetárias e fiscais capazes de impulsionar a demanda agregada. Esta incerteza que permeia os mercados foi transmitida para o mercado de derivativos de *commodities* fazendo com que os índices de preços começassem a declinar a partir de abril de 2011, movimento que pode ser verificado no gráfico 2.

As perspectivas relacionadas aos fundamentos de oferta e demanda das *commodities* para os anos de 2012 e 2013 podem ser analisadas separadamente por grupos, de acordo com o *Global Forecasting Service* (2012). A oferta de petróleo crescerá pouco, principalmente por causa dos países não pertencentes a OPEP. Esses países já foram, no ano de 2011, afetados por muitos conflitos geopolíticos que, provavelmente, persistirão nos próximos anos dificultando assim, a extração de petróleo. Com relação à demanda, prevalece à preocupação com o futuro incerto do crescimento da Zona do Euro e dos EUA, mas espera-se que o crescimento sustentável dos emergentes forneça um contrapeso. Com esses fatores, a expectativa para o preço do petróleo, baseadas nos fundamentos, é de que ele continuará volátil.

O comportamento do preço das matérias primas industriais será, provavelmente, o de recuo no ano de 2012 e sustentação dos preços em 2013, dado o crescimento previsto da China e dos emergentes e a continuidade do *quantitative easing* nos EUA e na Inglaterra. Com relação às *commodities* agrícolas os seus preços continuarão altos quando comparados

aos padrões históricos. Esse comportamento é devido ao baixo nível de estoques, ao crescimento populacional, à urbanização dos países em desenvolvimento e à produção de biocombustíveis. Outro motivo que assola essa categoria são as mudanças climáticas, o comportamento da “La niña” no ano de 2012, por exemplo, pode complicar as condições de oferta.

Todas essas previsões sobre o petróleo, as matérias primas industriais e os produtos agrícolas estão baseadas, no entanto, no comportamento provável das condições de oferta e de demanda. O fator da convenção vigente entre os investidores financeiros, que se mostrou determinante para a volatilidade dos preços nos dois ciclos de preços das *commodities*, continuará imprevisível.

O segundo ciclo de preços das *commodities* foi, portanto, impulsionado pela expectativa positiva de suficiência das ações anticíclicas dos Estados frente à crise de 2008, pela queda na taxa de juros e desvalorização do dólar e pelo crescimento dos países emergentes, com destaque para a China. As incertezas que permeiam a Zona do Euro quanto a um possível *Double dip* da economia global estão levando a uma queda do nível de preços das *commodities* nos primeiros meses de 2012. Caso este ciclo venha a se reverter, ele será caracterizado pela sua intensidade e curta duração, contribuindo para acentuar a vulnerabilidade externa dos países que dependem majoritariamente da exportação desses produtos.

III. Capítulo 3 - Vulnerabilidade externa: uma análise quantitativa

Após a definição nos capítulos anteriores das causas e dos efeitos dos ciclos de liquidez internacional e dos ciclos de preços das *commodities* se torna necessário analisar quantitativamente como esses ciclos afetaram os países latino-americanos. A vulnerabilidade externa é aqui entendida como a probabilidade de eclosão de crises cambiais e no balanço de pagamentos, a exposição ao risco de uma reversão abrupta e as consequências desta reversão para cada país dependendo da posição de cada um deles em relação aos fluxos de capitais e à composição da balança comercial.

O intuito deste capítulo é realizar análises com indicadores que permitam a comparação da situação de liquidez, solvência e da balança comercial dos três países da amostra, quais sejam Argentina, México e Brasil. Assim o capítulo se encontra dividido em quatro subseções. A primeira aborda o índice de liquidez explicitando a capacidade que o país tem de cumprir com suas obrigações no curto prazo. A segunda subseção apresenta o índice de solvência que aborda a vulnerabilidade externa de médio e longo prazo. A terceira trará uma análise da composição das balanças comerciais, de acordo com o valor agregado, e sintetiza essas informações com um índice de cobertura das importações de manufaturados pelas exportações de manufaturados. Por fim, a última subseção traz a maior contribuição, buscando combinar em um único indicador a vulnerabilidade externa de médio e longo prazo com a composição da pauta exportadora.

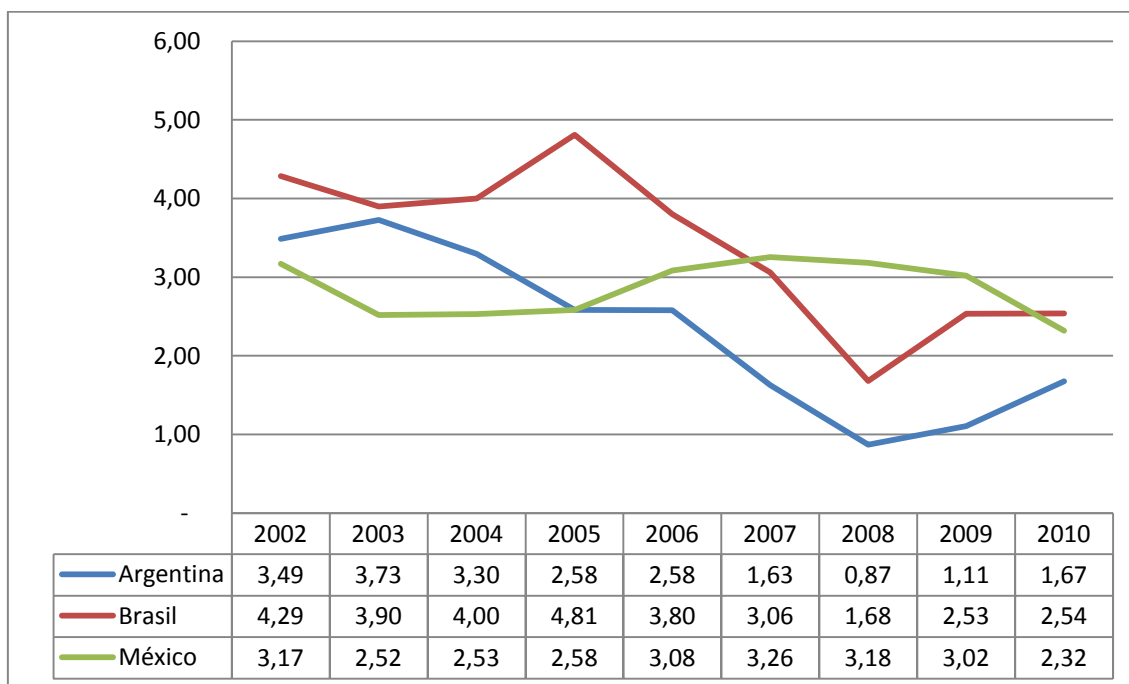
3.1 Indicador de Liquidez

A fim de analisar a vulnerabilidade externa dos países latino-americanos no curto prazo, é necessário observar o desempenho que estes apresentam em relação ao indicador de liquidez. O indicador que será analisado é o mais tradicional, de acordo com a definição de Prates (2003), sendo expresso pela razão entre o passivo externo de curto prazo e as reservas líquidas. O Passivo externo de curto prazo é obtido pela soma do estoque da dívida de curto prazo com o estoque de investimentos de portfólio. Este indicador foi denominado “L” e é representado pela fórmula a baixo. Quando o indicador é igual a um significa que as reservas internacionais são justamente equivalentes aos passivos externos de curto prazo, assim é desejável que os países obtenham um índice igual ou menor do que um para possuir uma posição externa segura de curto prazo. No entanto, se o indicador é maior do que um significa que aquele país é vulnerável e pode não conseguir cumprir seus compromissos externos de curto prazo frente a uma reversão.

$$L = \frac{\text{Estoque da dívida de curto prazo} + \text{Estoque de Investimento de portfólio}}{\text{Reservas internacionais}}$$

Como pode ser observado no Gráfico 8, que apresenta o indicador de liquidez para a Argentina, México e Brasil no período de 2002 para 2010, todos os países apresentaram uma melhora na vulnerabilidade externa de curto prazo. A Argentina que começou o período com um índice de 3,49 passou por um declínio constante até 2008 quando o indicador mostra uma pequena recuperação e passa a alcançar em 2010 o patamar de 1,67 - o que qualifica o país como o que possui a melhor condição resistência externa de curto prazo. No entanto, deve-se ressaltar que o grau de abertura financeira da Argentina é menor do que o dos outros países da amostra. Assim, como o numerador do índice é composto pelo estoque de portfólio isto contribui para que o resultado do indicador seja baixo.

Gráfico 8 - Indicador de liquidez para Argentina, Brasil e México de 2002 a 2010



Fonte: BCB, Indec, Banxico e External Debt Hub. Elaboração Própria.

O indicador de liquidez do Brasil estava no patamar de 4,29 no início do período, o que o qualifica como o pior colocado da amostra. Após uma elevação em 2005 o indicador

caiu constantemente até 2008 quando voltou a crescer e terminou o ano de 2010 com um patamar de 2,54, sendo novamente o pior colocado no quesito liquidez. No início deste período o Brasil ainda dependia do empréstimo de reservas do Fundo Monetário Internacional. A forte entrada de fluxos de capitais e os resultados positivos da balança comercial permitiram que o país sanasse o empréstimo com o FMI a partir de 2005 e acumulasse um confortável montante de reservas. A atratividade dos ganhos financeiros no país fez com que a rubrica estoque de portfólio aumentasse 337% de 2002 para 2010. Um fenômeno importante presente nesse estoque de portfólio foi a crescente parcela que passou a ser denominada em moeda local. Esse efeito contribuiu para que o indicador de liquidez sofresse o resultado oposto do esperado no ano da crise.

O México apresentou uma tendência mais estável que os outros dois países variando em torno de um indicador igual a 3 pontos. O grau de abertura financeira do México é maior do que o da Argentina. Em 2011 o estoque de carteira do México era de US\$ 304.872 enquanto o da Argentina era de US\$ 37.188, ou seja, o equivalente a 8,2 vezes. O estoque de portfólio do Brasil, por sua vez atingiu o patamar de US\$ 602.903 sendo 16,2 vezes maior que o da Argentina e 2 vezes maior que o do México.

A tendência de melhora no indicador de liquidez que pode ser verificada para os três países tem uma explicação comum. Depois das diversas crises dos países em desenvolvimento (México 1995; Leste asiático 1997; Rússia 1998; Turquia 1994 e 2001; Brasil 1999; Argentina 2002) o acúmulo de reservas, principalmente a partir dos anos 2000, se tornou um fenômeno crescente, em especial entre diversos países emergentes, que tomaram essa medida como proteção contra pânico do mercado financeiro e paradas súbitas nos fluxos de capitais. As reservas internacionais detidas pelo banco central podem ser consideradas como a primeira linha de defesa em conjunturas de instabilidade, sendo assim, elas seriam acumuladas, de acordo com Rodrik (2005), por um “motivo precaucional”. Assim, esse colchão de segurança que os países começaram a cultivar no início da década foi o responsável pela diminuição da vulnerabilidade externa de curto prazo, medida por este ângulo, a que esses países estão expostos.

3.2 Indicador de Solvência

Quando a vulnerabilidade externa se refere ao médio e longo prazo será utilizado um indicador de solvência para analisar a situação dos países em desenvolvimento. A questão a ser verificada é a capacidade de geração de divisas do país para saldar compromissos mais

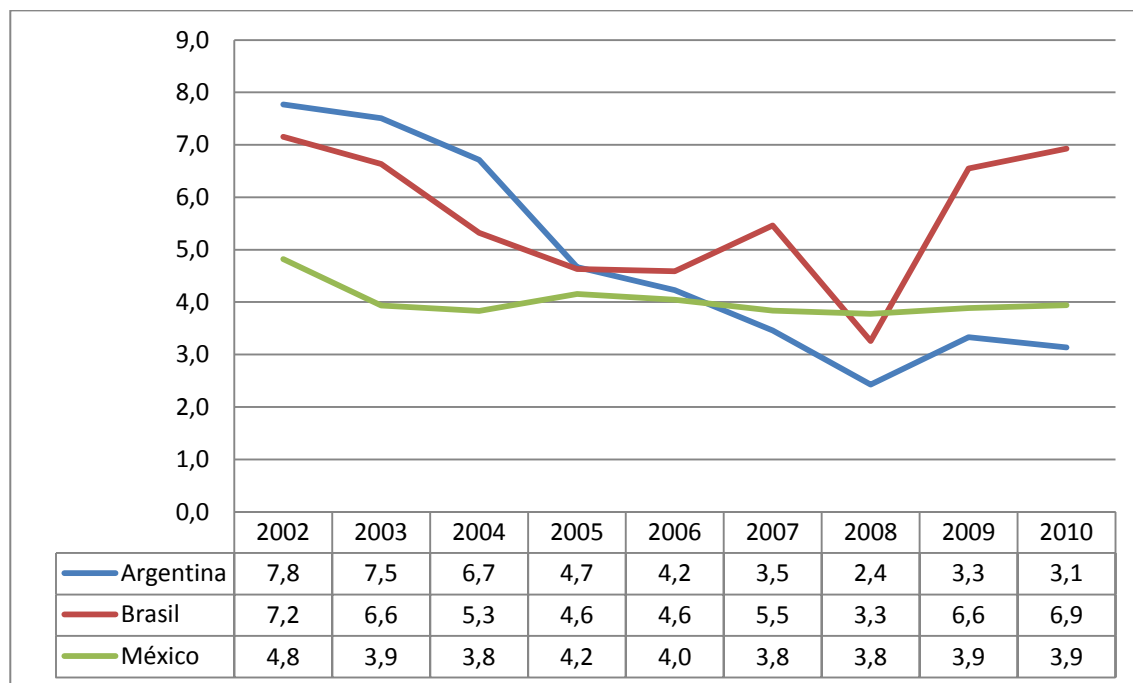
longos. No caso dos emergentes a geração de divisas se restringe basicamente às exportações dado que, habitualmente, as demais contas das transações correntes tem saldo negativo ou equilibrado. Nesta subseção o indicador escolhido foi baseado na proposta feita por Prates (2003).

Diferentemente dos indicadores tradicionais, a autora utiliza um indicador de solvência mais amplo, ele é obtido pela relação entre o passivo externo líquido e as exportações. O passivo externo líquido é a diferença entre o passivo externo bruto e as reservas internacionais. Por sua vez, o passivo externo bruto é dado pela soma do estoque de investimento direto externo, pelo estoque de dívida externa total e o estoque de investimento de portfólio. Esse indicador foi denominado “S” e é representado pela fórmula a baixo. O objetivo é que os países com uma situação externa de longo prazo confortável apresentem um indicador menor ou igual a um, pois isto significa que com as divisas geradas através das exportações acumuladas de um ano é possível cumprir todos os compromissos de longo prazo. Um indicador maior do que um demonstrará que aquele país é vulnerável no longo prazo e pode não conseguir cumprir com todos seus compromissos financeiros.

$$S = \frac{\text{Estq IDE} + \text{Estq Dívida Externa} + \text{Estq de Pórtifólio} - \text{Reservas}}{\text{Exportações}}$$

O comportamento do indicador de solvência pode ser observado no Gráfico 9. A Argentina foi o país que teve o melhor desempenho do indicador de solvência, tendo registrado no ano de 2002 um índice de 7,8 este indicador caiu 5,4 pontos consistentemente até 2008. No entanto, deve-se ressaltar que essa melhora era esperada dado que o ano base da análise foi um ano de forte crise cambial e financeira na Argentina. Com a crise internacional de 2008 o indicador argentino sofre uma leve piora e termina o período no patamar de 3,1 em 2010 mantendo-se como o melhor colocado entre os países da amostra. O indicador mexicano não sofreu nenhuma melhora expressiva e manteve-se durante todo o período em torno de um índice de 4 pontos. Por fim, o Brasil tinha em 2002 um indicador de 7,2 este declinou até 2008 com a exceção de um pequeno repique em 2007. A partir de 2008 o indicador sofre uma grande recuperação e termina 2010 registrando 6,9 pontos, quase a marca do início do período analisado o que lhe concede a pior colocação da amostra.

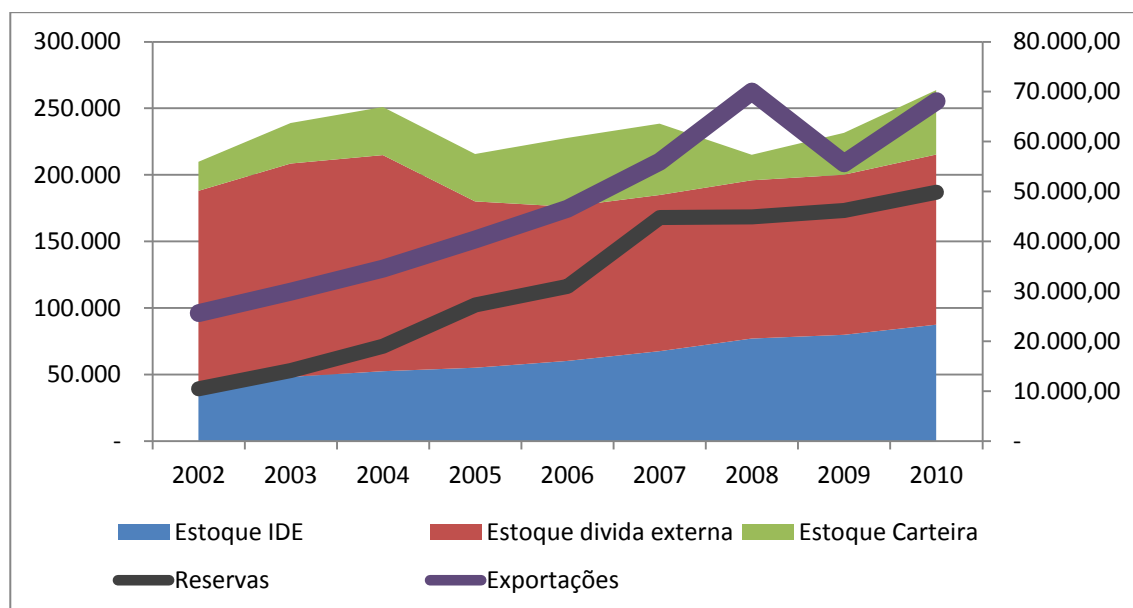
Gráfico 9 - Indicador de solvência para Argentina, Brasil e México de 2002 a 2010



Fonte: BCB, Indec, Banxico, Unctad e External Debt Hub. Elaboração Própria.

A fim de explorar os porquês do movimento do indicador de solvência se torna necessário analisar a trajetória dos componentes do índice. O Gráfico 10 apresenta o valor dos estoques de passivo no eixo esquerdo e as reservas e exportação no eixo direito para a Argentina. No ano de 2002 a estrutura dos passivos era composta por 69% de estoque de dívida externa, 21% de estoque de IDE e apenas 10% de estoque de portfólio. Já no último ano observado apesar do estoque de dívida externa continuar representativo ele cai 12% em números absolutos e diminui em participação passando a representar 48% dos passivos, o estoque de IDE 33% e o de portfólio 18%. As reservas cresceram 375%, partindo de US\$10.489 em 2002 para US\$49.828 em 2010.

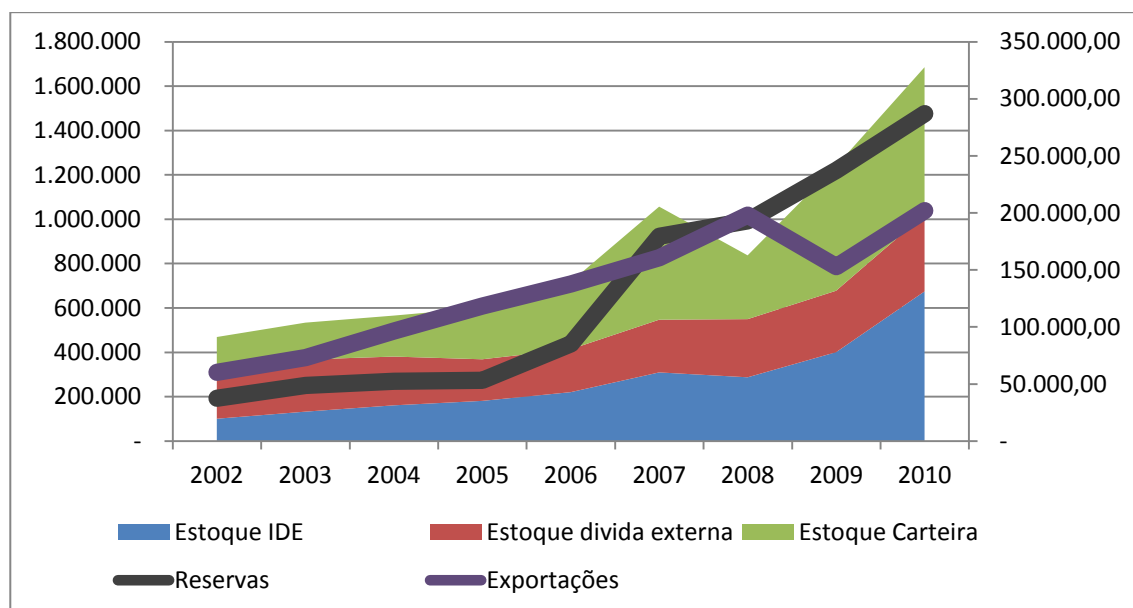
Gráfico 10 - Componentes do indicador de solvência da Argentina de 2002 a 2010 (US\$ Milhões)



Fonte: BCB, Indec, Banxico, Unctad e External Debt Hub. Elaboração Própria.

Os itens que compõem o indicador de solvência do Brasil podem ser vistos no Gráfico 11. A composição dos passivos brasileiros sofreu grande alteração, pois em 2002 o estoque da dívida externa representava uma parcela de 49%, o IDE 21% e o portfólio 29%. No ano de 2010 a dívida passou a ser o item de menor representatividade com 21%, seguido do portfólio com 39% e o IDE com 40%. Dentre os itens que compõem o índice os crescimentos mais expressivos foram das reservas de 665% que partiram de US\$37.513 em 2002 para US\$288.113 em 2010 e do estoque de IDE que cresceu 569% saindo de US\$100.862 em 2002 para US\$674.763 em 2010. Em comparação com a Argentina a estrutura de passivos do Brasil em 2010 era mais volátil devido a forte participação dos investimentos de carteira. No entanto enquanto 18% da dívida externa do Brasil era de curto prazo essa rubrica representava 27% da dívida argentina. O passivo mais estável é o investimento direto externo que tem expressiva representatividade nos dois casos, porém é maior no Brasil.

**Gráfico 11 - Componentes do indicador de solvência do Brasil de 2002 a 2010
(US\$ Milhões)**

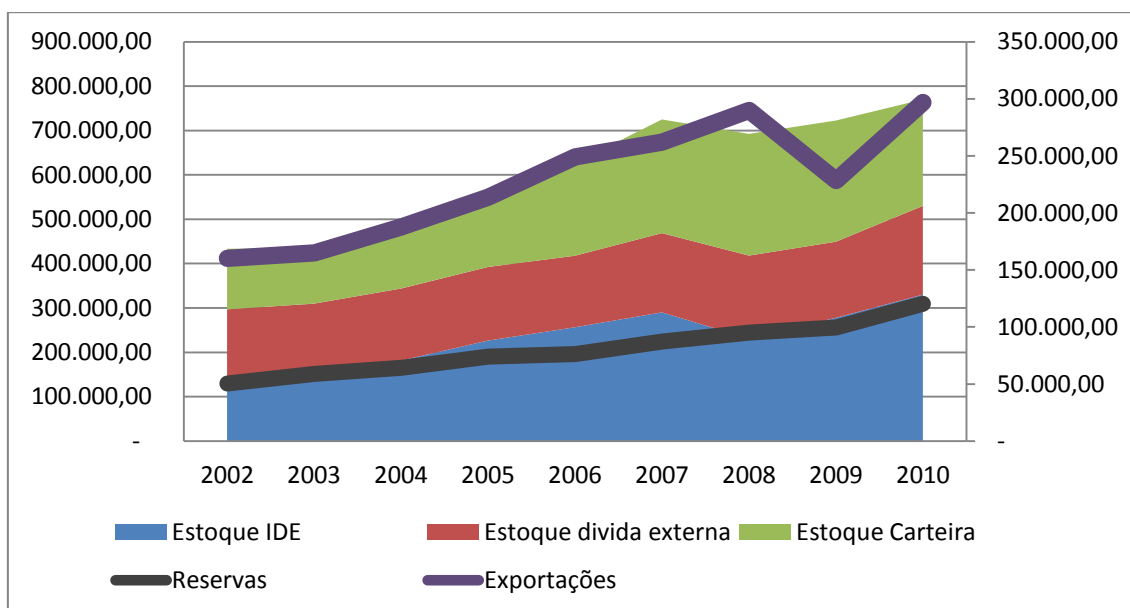


Fonte: BCB, Indec, Banxico, Unctad e External Debt Hub. Elaboração Própria.

Os componentes do indicador de solvência do México se encontram explicitados no Gráfico 12. A estrutura de passivos no México no ano de 2002 era bem equilibrada, a dívida externa representava 36%, o IDE 32% e o portfólio 32%. No ano de 2010 a estrutura sofrera leves alterações e de acordo com as novas parcelas a dívida externa passou a ter uma fatia de 26%, o IDE 43% e o portfólio 31%.

Em comparação com o Brasil e a Argentina os componentes do México não tiveram crescimentos exorbitantes. Os maiores destaques foram o IDE com 138% e as Reservas com 136%, esse crescimento equilibrado foi o que possibilitou a manutenção do indicador em torno de um patamar. Dentre os países da amostra o México é o que possui a estrutura de passivos mais conservadora devido a maior participação do estoque de IDE. Além deste fato o país também possui uma pequena parcela de dívida de curto prazo dentro do estoque de dívida total que equivale a 19%, semelhante à parcela brasileira.

Gráfico 12 - Componentes do indicador de solvência do México de 2002 a 2010 (US\$ Milhões)



Fonte: BCB, Indec, Banxico, Unctad e External Debt Hub. Elaboração Própria.

De acordo com o indicador de solvência, a vulnerabilidade externa de médio e longo prazo do Brasil e da Argentina piorou após a crise de 2008 enquanto o México ficou estável. Não é possível, no entanto, atribuir um único fator para esse movimento nos três países cada um deles possui uma especificidade da estrutura de passivos e também esse componentes apresentaram ritmos de crescimento diferentes.

3.3 Análise da Balança Comercial⁸

A composição da balança comercial de acordo com o valor agregado reflete a estrutura produtiva de um país. Assim é possível compreender se o país é dependente da exportação de *commodities* e qual é a capacidade que o parque industrial nacional tem de agregar valor, entre outras conclusões. Nesta seção será analisada a pauta de exportação e de importação de acordo com a separação entre *commodities* e bens manufaturados por intensidade tecnológica. Após realizar este diagnóstico a seção ainda apresentará um indicador de cobertura das

⁸ Nesta análise a divisão entre *commodities* e bens manufaturados seguiu os critérios da UNCTAD. Dentro da categoria *commodities* se encontram, portanto, alimentos, bebidas, combustíveis, pedras preciosas, matérias primas agrícolas, minérios e metais. Por sua vez a categoria de bens manufaturados abrange produtos químicos, máquinas, equipamentos de transporte, ferro e aço, fibras têxteis, fios, tecidos e roupas. Cabe ressaltar que esta é apenas uma dentre muitas divisões possíveis.

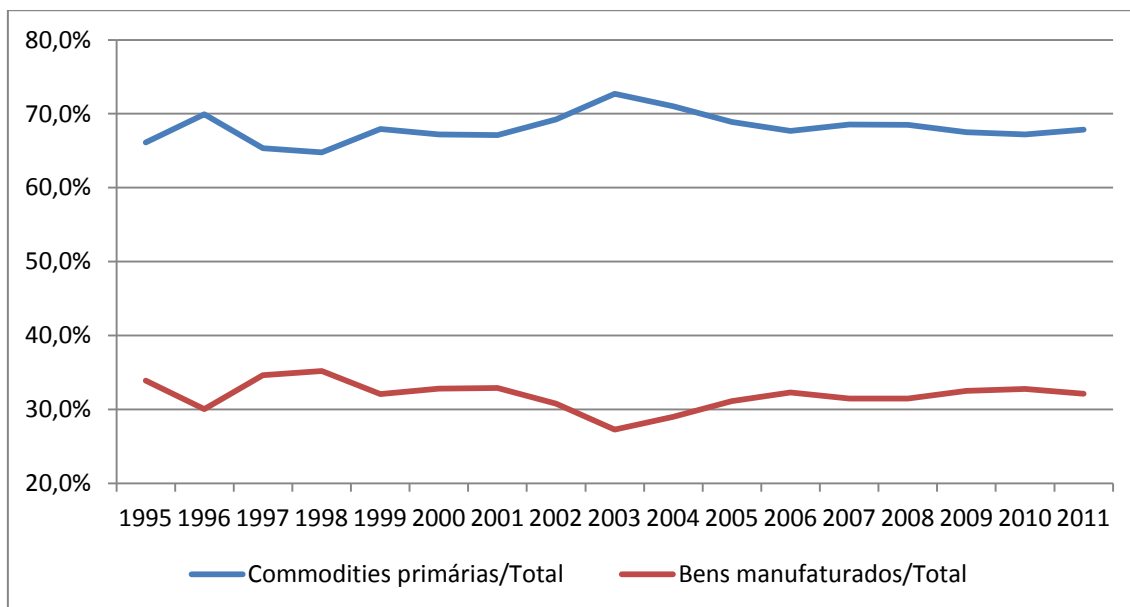
importações de manufaturados pelas exportações de manufaturados permitindo assim a comparação entre os casos da Argentina, do México e do Brasil.

3.3.1 Argentina

A Argentina é um país que possui 51% do seu território voltado para atividades agrícolas sendo que apenas 7% da força de trabalho se dedica a esta atividade, UNCTAD (2012). Esta conformação produtiva se reflete na composição da pauta exportadora como pode ser verificado no Gráfico 13. No período de 1995 a 2011 a participação das *commodities* no total das exportações variou dentro de uma banda de 64,8% a 72,7% com uma trajetória estável o que demonstra uma especialização na produção desses itens primários.

De acordo com UNCTAD (2012), que analisa a dependência dos países em relação às *commodities* com dados de 2010 o valor das exportações de *commodities* da Argentina é referente a 12% do PIB deste país. Dentro do total de *commodities* exportadas os alimentos representam 76%, seguido da categoria dos combustíveis com uma participação de 15%, minérios e metais com 8% e matérias primas agrícolas com 2%. Em relação aos principais produtos exportados encontram-se alimentos para animais, gorduras e óleos vegetais e sementes e frutos oleaginosos.

Gráfico 13 - Composição da pauta de exportação da Argentina de 1995 a 2011

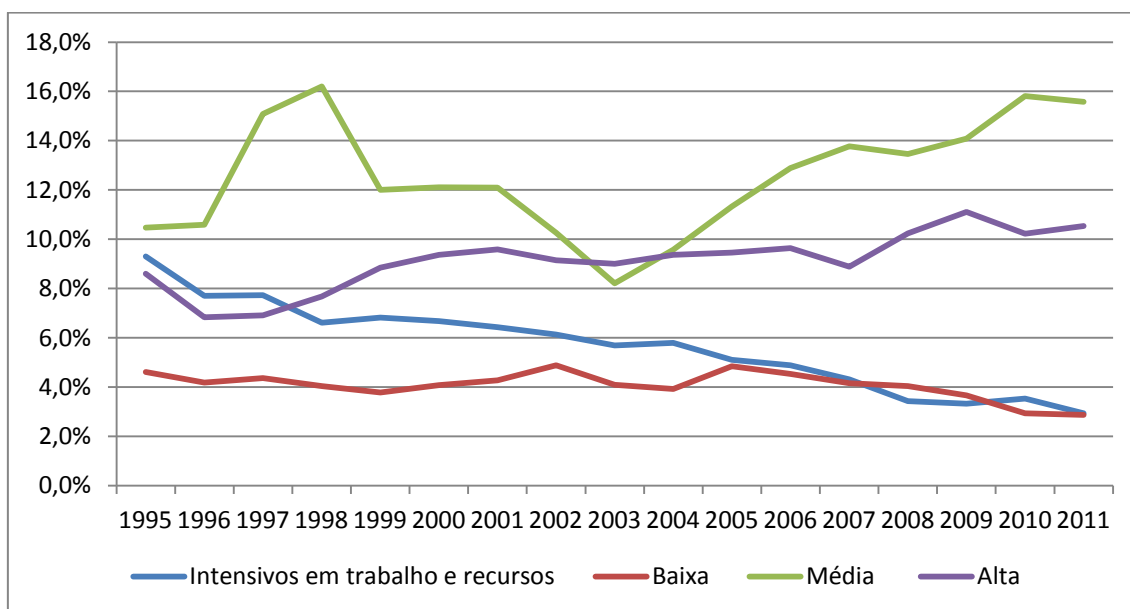


Fonte: Unctad. Elaboração própria.

Os bens manufaturados têm uma pequena participação na pauta de exportação argentina. Durante o período observado esta participação atingiu um mínimo de 27,3 % no

ano de 2003 e um máximo de 35,2% em 1998. O gráfico 14 permite ver qual a participação dos manufaturados na pauta de exportação de acordo com a intensidade tecnológica. Os itens intensivos em trabalho e matéria prima e os bens de baixa tecnologia apresentaram um declínio constante no período analisado alcançando uma participação de apenas 3% em 2011. Os bens de média tecnologia sofreram uma grande queda na participação até 2003 e depois reverteram a trajetória terminando o período próximo ao patamar inicial de 16%. Por fim, os bens manufaturados de alta tecnologia tiveram um crescimento reduzido, porém consistente e registrando no final do período uma participação de 10,5%.

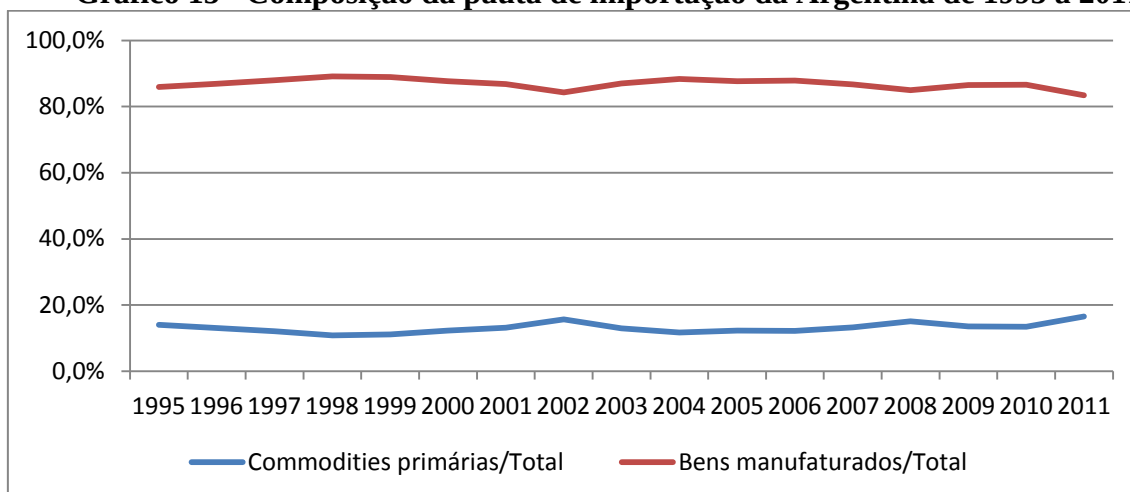
Gráfico 14 - Participação dos bens manufaturados na pauta de exportação da Argentina de acordo com a intensidade tecnológica de 1995 a 2011



Fonte: Unctad. Elaboração própria.

Enquanto a pauta de exportação da Argentina é solidamente baseada em *commodities* a tendência reversa se apresenta na pauta de importação. De acordo com o Gráfico 15 durante todo o período observado a importação de bens manufaturados esteve sempre perto de uma participação de 85%. Os três principais grupos de produtos importados têm alto valor agregado, em primeiro lugar se encontram os automóveis em segundo lugar máquinas e em terceiro lugar os equipamentos eletrônicos. A importação de *commodities* é pequena em torno de 15% e o principal grupo de produtos engloba os combustíveis minerais e petróleo.

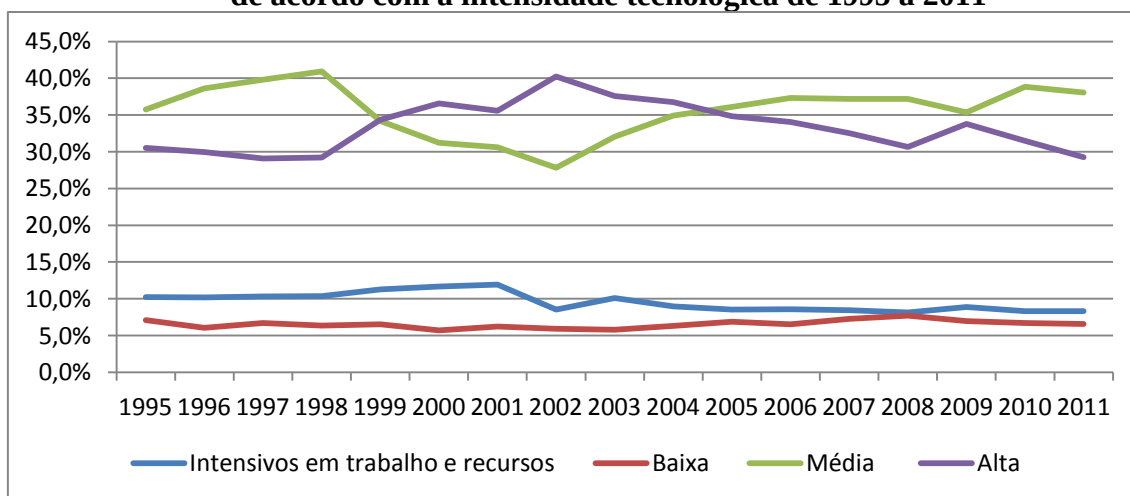
Gráfico 15 - Composição da pauta de importação da Argentina de 1995 a 2011



Fonte: Unctad. Elaboração própria.

Dentro da parcela aproximada de 85% de importação de bens manufaturados o Gráfico 16 permite analisar como é a participação desses de acordo com o grau de intensidade tecnológica. Os bens intensivos em mão de obra e recursos minerais e os bens de baixa tecnologia apresentaram uma tendência estável ao longo do período e juntos não ultrapassaram uma participação de 20%. Os bens de média tecnologia iniciaram o período como a categoria mais representativa com uma participação de 35,8%, a partir do ano de 1998 começou a perder representatividade e alcançou uma participação mínima de 27,8% em 2002 quando voltou a recuperar sua parcela terminando o período com 38,1% em 2011. Os bens de alta tecnologia tiveram uma tendência oposta aos de média e alcançou no ano de 2011 a segunda maior parcela de participação com um patamar de 29,2%.

Gráfico 16 - Participação dos bens manufaturados na pauta de importação da Argentina de acordo com a intensidade tecnológica de 1995 a 2011



Fonte: Unctad. Elaboração própria.

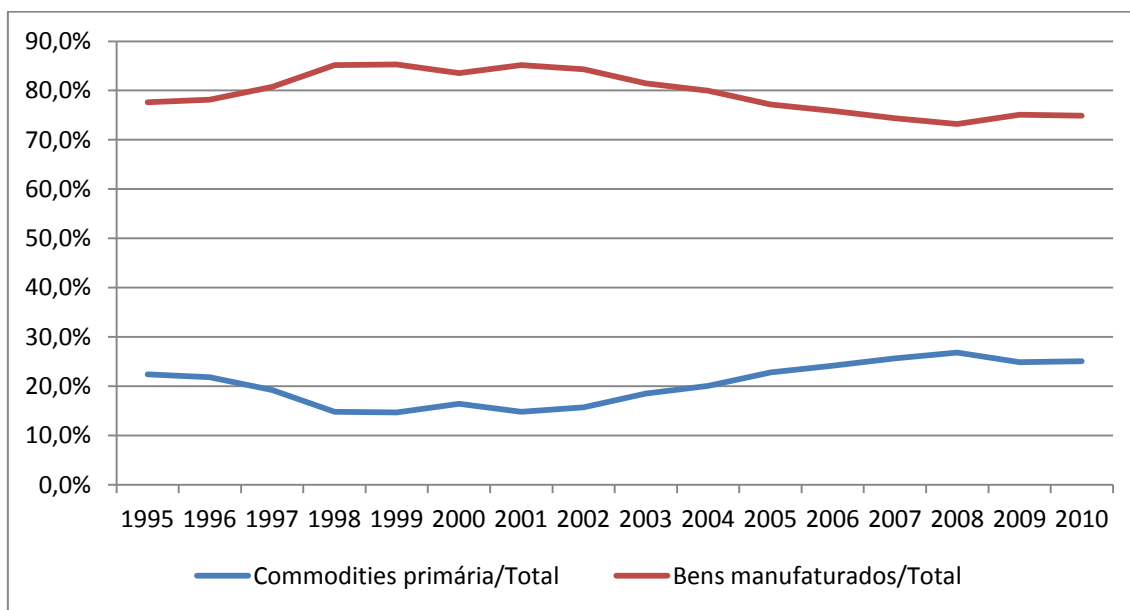
Uma análise global da Balança comercial argentina reflete, portanto, uma pauta de exportação calcada em commodities e uma pauta de importação extremamente rígida dependente da importação de bens manufaturados de média e alta tecnologia. Essa estrutura conduziu ao longo do período analisado à obtenção de pequenos superávits comerciais os quais a Argentina tem tentado preservar com medidas de proteção a sua indústria local.

3.3.2 México

O México possui 28% do seu território voltado para atividades agrícolas sendo que 24% da força de trabalho se dedica a esta atividade o que demonstra uma produção mais intensiva em mão de obra quando comparado com a Argentina, UNCTAD (2012). De acordo com os dados da pauta exportadora no gráfico 17 que abrange o período de 1995 a 2011 a participação das *commodities* no total das exportações variou dentro de uma banda de 14,7% a 26,8% com uma trajetória ascendente durante os anos 2000. No entanto, considerando que o México é um país periférico as *commodities* tem uma participação modesta na pauta.

Segundo UNCTAD (2012) com dados de 2010 o valor das exportações de *commodities* do México é referente a 7% do PIB deste país. Dentro do total de *commodities* exportadas combustíveis representam 54%, seguido da categoria alimentos com 26%, minérios e metais com 19% matérias primas agrícolas com 1%. Quanto aos principais produtos exportados encontram-se petróleo e alguns derivados e ouro não monetário.

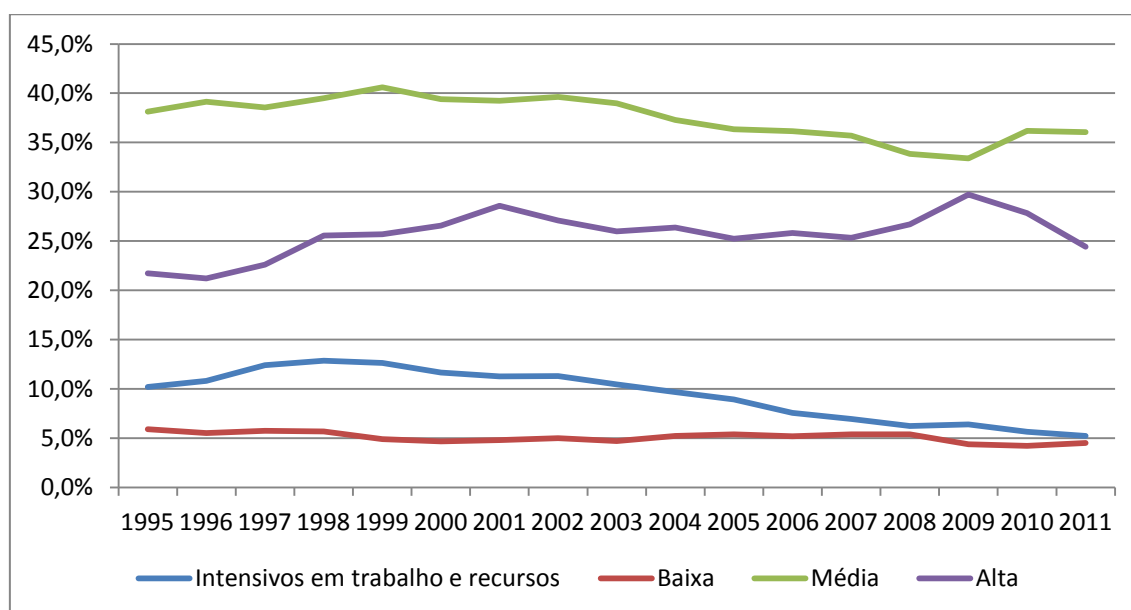
Gráfico 17 - Composição da pauta de exportação do México de 1995 a 2011



Fonte: Unctad. Elaboração própria.

Os bens manufaturados têm uma expressiva participação na pauta de exportação do México e este fenômeno deve ser atribuído principalmente à presença das indústrias maquiladoras que agregam pouco valor à produção. Durante o período observado esta participação esteve sempre acima de 73%. O gráfico 18 permite ver qual a participação dos manufaturados na pauta de exportação de acordo com a intensidade tecnológica para o México. Os itens intensivos em trabalho e matéria prima apresentaram uma trajetória descendente estabilizando no patamar de 5% ao final da década. Os bens de baixa tecnologia ficaram estabilizados com uma participação de 5%. Por sua vez, os bens de média tecnologia possuem a participação mais expressiva 40% a 33% ao longo da década. Por fim, os bens manufaturados de alta tecnologia tiveram um crescimento reduzido até 2009 alcançando um ponto máximo de 29,7% começaram a declinar a partir de então.

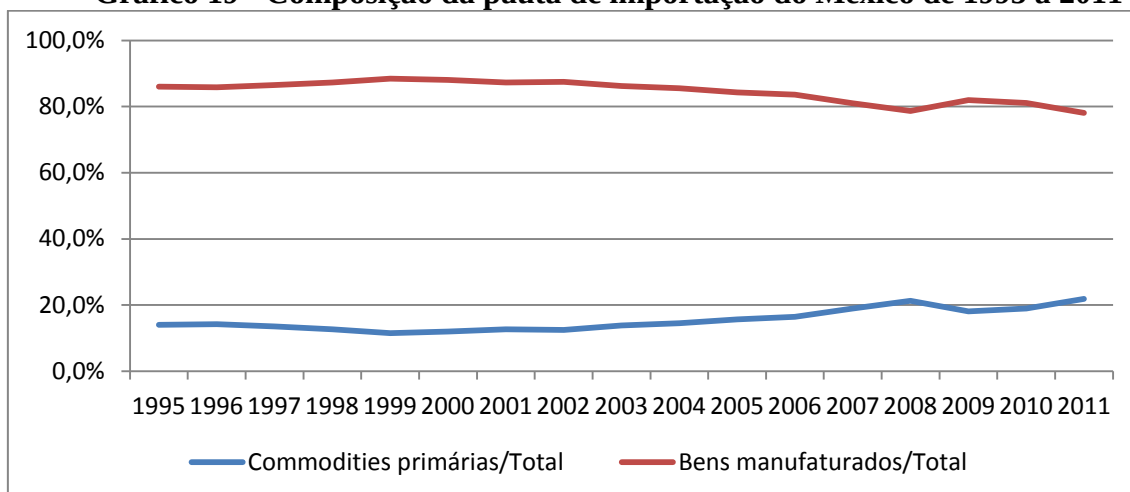
Gráfico 18 - Participação dos bens manufaturados na pauta de exportação do México de acordo com a intensidade tecnológica de 1995 a 2011



Fonte: Unctad. Elaboração própria.

A pauta de importação do México é muito semelhante à sua pauta de exportação. O Gráfico 19 mostra a composição das importações mexicanas. No ano de 1995 a participação dos bens manufaturados era de 86% sofrendo uma pequena queda até 2011 quando atingiu 78,1%. Os principais grupos de produtos importados são os equipamentos elétricos, as máquinas e os veículos. O principal item de *commodities* importado é o petróleo já refinado.

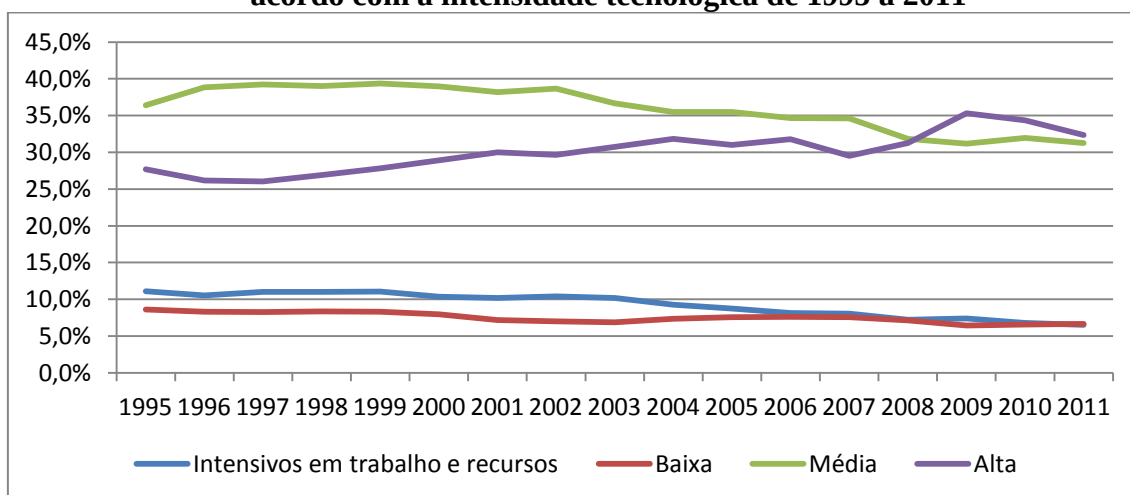
Gráfico 19 - Composição da pauta de importação do México de 1995 a 2011



Fonte: Unctad. Elaboração própria.

Quanto à intensidade tecnológica contida nos bens manufaturados importados pelo México o Gráfico 20 apresenta uma redução na participação dos bens intensivos em mão de obra e recursos naturais. As duas categorias mais representativas para a pauta são a de média tecnologia que alcança uma parcela de 31,3% das importações e a de alta tecnologia com 32,4%.

Gráfico 20 - Participação dos bens manufaturados na pauta de importação do México de acordo com a intensidade tecnológica de 1995 a 2011



Fonte: Unctad. Elaboração própria.

A balança comercial do México possui um perfil mais equilibrado devido ao papel que a indústria de montadoras desempenha. Assim a pauta de exportação possui um valor agregado significativo dada a exportação de bens de média e alta tecnologia. No entanto, a rigidez na pauta de importação permanece, dada a grande parcela de insumos para as montadoras que é importada além da necessidade comum que os países periféricos têm de importar itens com maior valor agregado que não podem ser produzidos no parque industrial

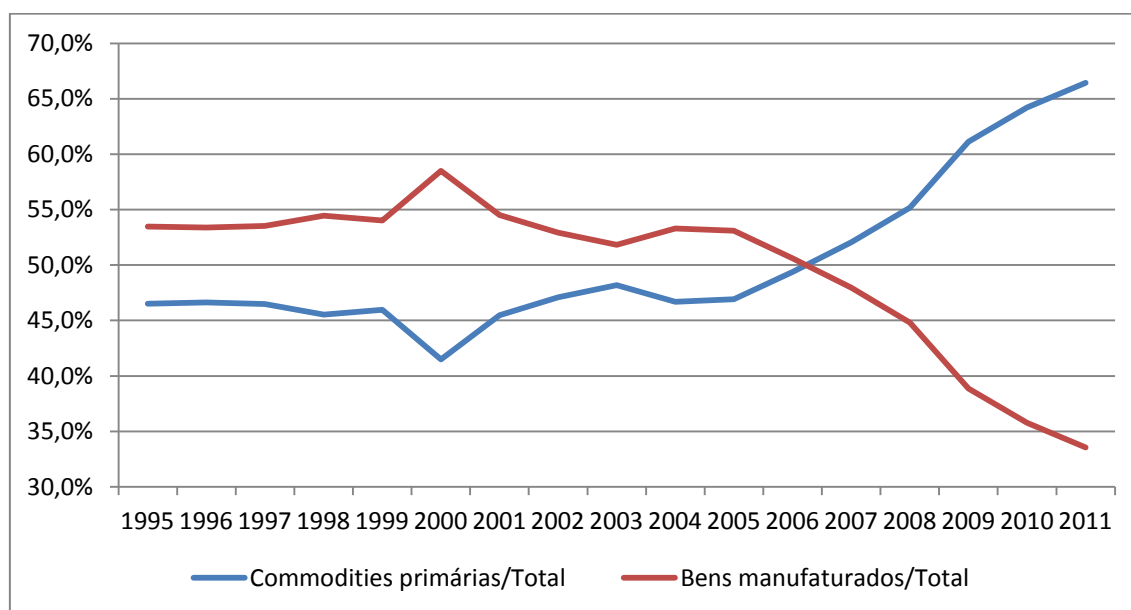
nacional. O México sofreu ao longo do período muitos anos de déficit na balança comercial e tem apresentado no início desde 2010 superávits irrisórios.

3.3.3 Brasil

No Brasil 31% do território é destinado para agricultura e, atualmente, esta atividade emprega 11% da força de trabalho, UNCTAD (2012). A participação das atividades primárias no total da economia brasileira também se reflete na balança comercial, assim, o Gráfico 21 apresenta, primeiramente, a composição da pauta exportadora do Brasil. Durante o período de 1995 a 2011 a participação das *commodities* no total das exportações variou drasticamente com um mínimo de 41,5% no ano 2000 para um máximo de 66,4% em 2011. Essa variação pode ter sido influenciada tanto pelo *boom* no preço das *commodities* quanto pelas condições adversas que a indústria brasileira encontrou nesta década de 2000 como a valorização cambial e a desarticulação de algumas cadeias produtivas.

Com dados referentes a 2010 o relatório UNCTAD (2012) apresenta que, naquele ano, o valor das exportações de *commodities* do Brasil foi equivalente a 6% do PIB deste país. Dentro do total de *commodities* exportadas os alimentos representam 52%, seguido da categoria dos minérios e metais com uma participação de 27%, combustíveis com 15% e matérias primas agrícolas com 6%. Em relação aos principais produtos exportados encontram-se minérios de ferro, petróleo, sementes e frutos oleaginosos.

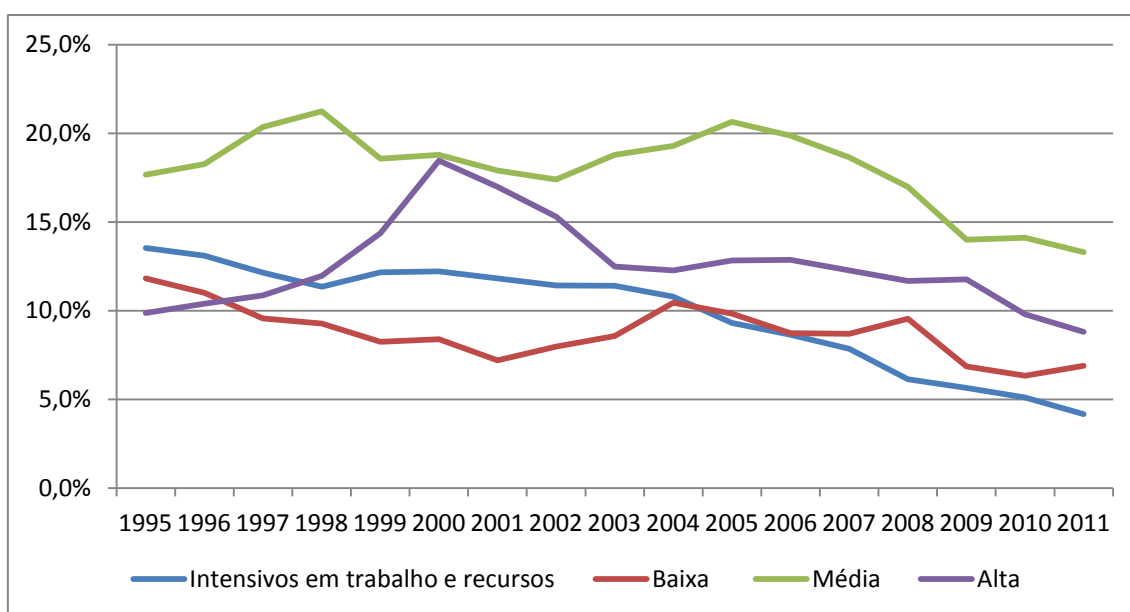
Gráfico 21 - Composição da pauta de exportação do Brasil de 1995 a 2011



Fonte: Unctad. Elaboração própria.

O declínio da participação dos bens manufaturados na pauta de exportação brasileira é vertiginoso e contínuo desde o início dos anos 2000. Durante o período observado esta participação caiu de 58,5% em 2000 para 33,6% em 2011. O gráfico 22 permite ver qual a participação dos manufaturados na pauta de exportação, de acordo com a intensidade tecnológica, para o Brasil. Todas as categorias apresentaram declínio de 1995 para 2011: os itens intensivos em trabalho e matéria prima caíram de 13,5% para 4,2%; os bens de baixa tecnologia foram de 11,8% para 6,9%; os bens de média tecnologia, que são os mais representativos para a pauta, decaíram 17,7% para 13,3%; por fim, os bens manufaturados de alta tecnologia variaram de 10% em 1995 com um pico de 18,5% em 2000 e retornando próximo do patamar inicial no fim do período com uma participação de 8,8%.

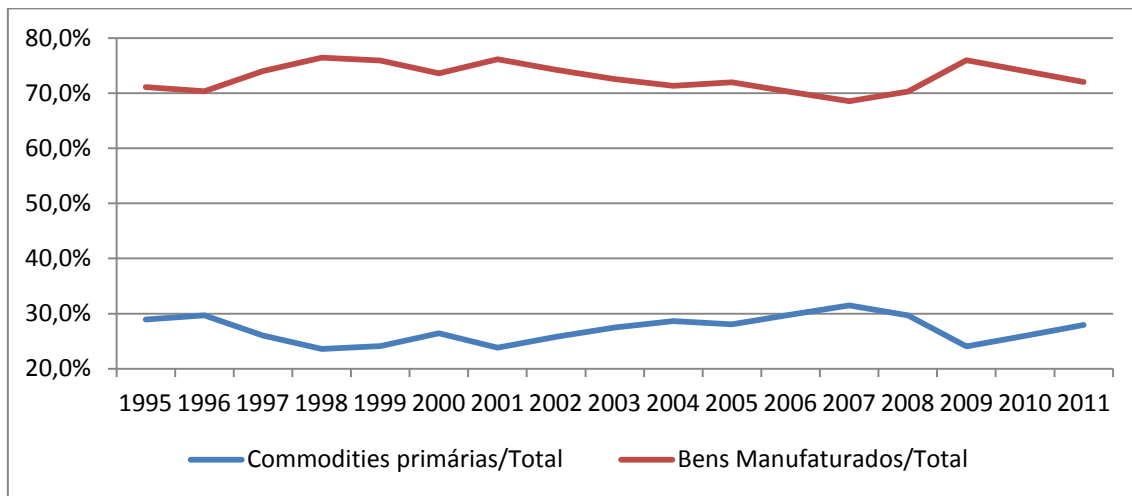
Gráfico 22 - Participação dos bens manufaturados na pauta de exportação do Brasil de acordo com a intensidade tecnológica de 1995 a 2011



Fonte: Unctad. Elaboração própria.

Assim como a tendência presente nos outros países latino-americanos já analisados, a pauta de importação do Brasil é extremamente dependente de bens manufaturados, os dados podem ser verificados no Gráfico 23. Apesar de alguma variação ao longo do período observado a participação dos bens manufaturados que era de 71,1% em 1995 atingiu 72% em 2011. Os principais grupos de produtos importados são máquinas, equipamentos elétricos e veículos. Apesar da participação das *commodities* na pauta de importação não ser muito relevante há uma categoria de produtos que possui destaque a qual abrange o petróleo refinado, o bruto e os gases.

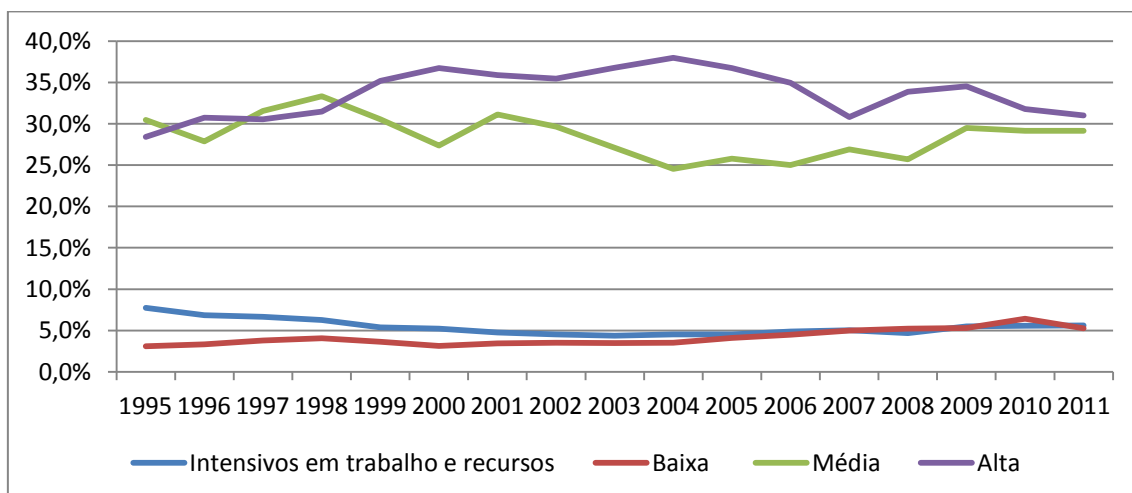
Gráfico 23 - Composição da pauta de importação do Brasil de 1995 a 2011



Fonte: Unctad. Elaboração própria.

O Gráfico 24, que mostra os bens manufaturados importados pelo Brasil de acordo com a intensidade tecnológica, confirma uma tendência estável e uma participação reduzida dos bens intensivos em mão de obra e recursos naturais e dos bens de baixa tecnologia que somados refletem uma parcela de 10,9% em 2011. Os bens de média intensidade tecnológica representaram 29,1% das importações de 2011 atrás apenas dos bens de alta tecnologia que registraram uma participação de 31%.

Gráfico 24 - Participação dos bens manufaturados na pauta de importação do Brasil de acordo com a intensidade tecnológica de 1995 a 2011



Fonte: Unctad. Elaboração própria.

A balança comercial do Brasil sofreu, portanto, uma grande piora na sua composição. A pauta de exportação perdeu valor agregado durante o período o que aparece claramente na

inversão das participações de bens manufaturados e das *commodities*. Enquanto foi registrada uma piora da qualidade dos bens exportados houve uma manutenção do padrão rígido da pauta de importação. Assim, o resultado da balança comercial só conseguiu ser positivo na última década devido à espetacular ascensão do preço das *commodities*.

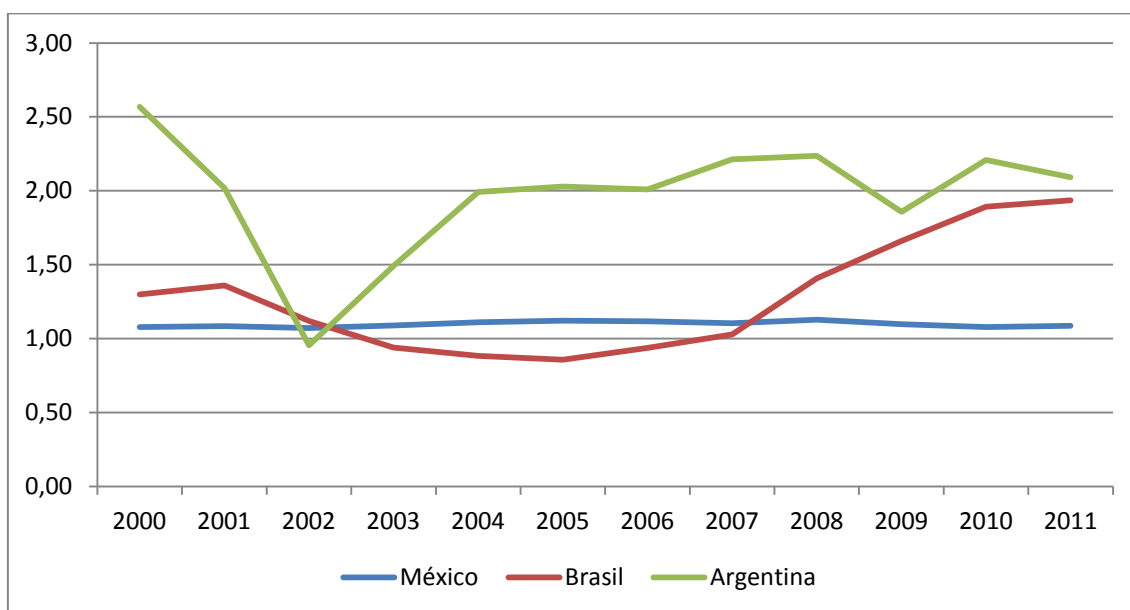
3.3.4 Índice de Cobertura

A análise da composição da Balança Comercial da Argentina, do México e do Brasil permitiu observar diferentes padrões na pauta de exportação. A Argentina com uma forte dependência da exportação de *commodities* durante todo o período; o México, que exporta majoritariamente bens manufaturados; e o Brasil que sofreu uma inversão nas participações durante o período, pois no início dos anos 2000 exportava uma maior parcela de bens manufaturados e terminou a década com um grande peso das *commodities* na pauta de exportação.

Apesar das diferenças quanto ao conteúdo exportado a pauta de importação dos três países é muito semelhante. A participação dos bens manufaturados no total das importações é maior do que 70% em todos os casos. Dentro desta categoria ainda há uma grande dependência dos bens manufaturados de média e alta tecnologia, o que confere uma rigidez à pauta de importação. Inclusive os principais produtos importados são os mesmos (máquinas, elétricos e veículos) apesar de se alternarem na ordem do ranking de acordo com cada país.

A fim de compreender a relação entre a pauta de exportação e importação de cada país foi desenhado um índice de cobertura. Este índice é composto no numerador pelas importações de bens manufaturados e no denominador pelas exportações de bens manufaturados. O Gráfico 25 apresenta o comportamento deste índice ao longo dos anos 2000.

Gráfico 25 - Índice de cobertura para México, Brasil e Argentina de 2000 a 2011



Fonte: Unctad. Elaboração própria.

O índice de cobertura da Argentina teve uma queda drástica no ano de 2002 que deve ser atribuída à crise cambial e conseqüente restrição externa, após esse período o índice se estabilizou próximo ao patamar de 2 pontos. O índice do México demonstra claramente o papel da sua indústria maquiladora, pois é estável e próximo a 1 ponto, ou seja, os bens manufaturados exportados pelo México contém muitos itens manufaturados importados. Por fim, a trajetória do índice brasileiro mostra o caminho de diminuição das exportações de manufaturados com a manutenção do valor importado de bens manufaturados o que explica a piora do índice de cobertura do Brasil que termina o período próximo ao patamar de 2 pontos.

3.4 Vulnerabilidade combinada

Após analisar o problema de solvência, de liquidez e da Balança Comercial de cada um dos países da amostra é necessário combinar os fatores. De acordo com Akyuz (2011) os países periféricos mais vulneráveis são aqueles que estão expostos à dupla fase de bonança, ou seja, que se beneficiaram da cheia dos fluxos de capitais e da alta dos preços das *commodities*. A fim de testar empiricamente esta hipótese buscou-se neste trabalho desenvolver um índice que abrangesse esse duplo fenômeno.

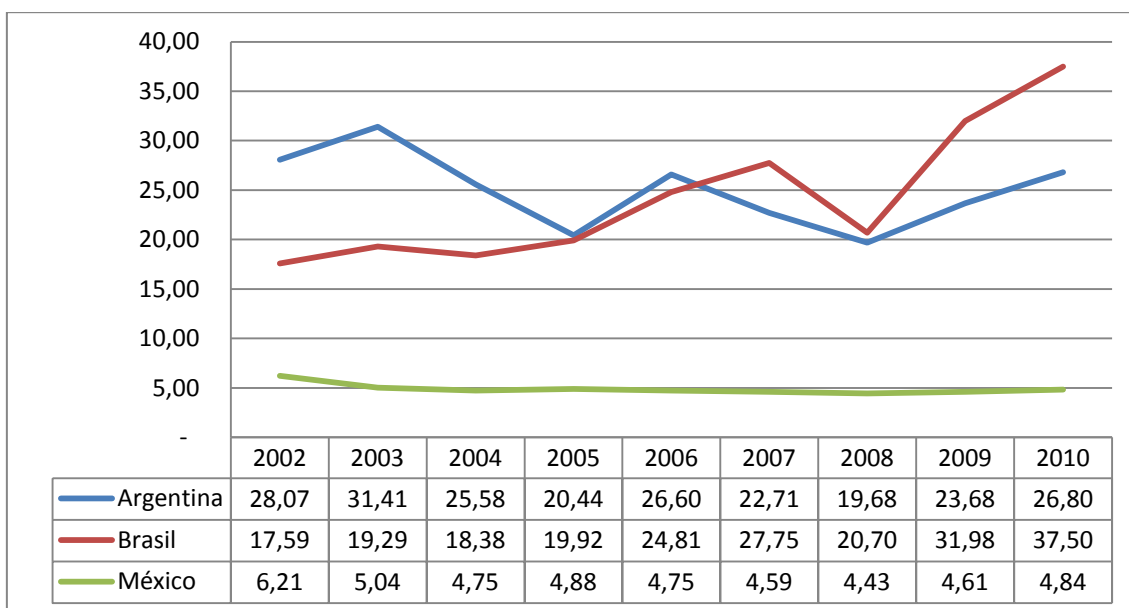
O índice de solvência comparou as obrigações financeiras de longo prazo com a capacidade do país de gerar divisas através das exportações. No entanto, a análise da composição da Balança Comercial dos países da amostra permitiu concluir que a Argentina e

o Brasil são dependentes da exportação *commodities*. Com o fenômeno dos ciclos de preços das *commodities* um país dependente da exportação desses bens se torna mais vulnerável devido à volatilidade dos preços. A capacidade de geração de divisas consistentes seria, portanto, advinda da exportação de bens manufaturados. Assim, o índice de vulnerabilidade combinada (VC) refletirá a capacidade de suprir as obrigações financeiras com a geração de divisas provenientes da exportação de bens manufaturados, de acordo com a fórmula abaixo. O objetivo é que os países com uma baixa vulnerabilidade combinada apresentem um indicador menor ou igual a um, pois isto significa que com as divisas geradas através das exportações de bens manufaturados acumuladas de um ano é possível cumprir todos os compromissos de longo prazo. Um indicador maior do que um demonstrará que aquele país é vulnerável no longo prazo e pode não conseguir cumprir com todos seus compromissos financeiros.

$$VC = \frac{\textit{Estq de Dívida Ext.} + \textit{Estq de IDE} + \textit{Estq de Portfólio} - \textit{Reservas}}{\textit{Exportação de Manufaturados}}$$

Ao combinar a vulnerabilidade externa de longo prazo presente na estrutura dos passivos com a vulnerabilidade presente na composição da Balança comercial surgem alguns comportamentos diferentes. De acordo com o Gráfico 26, que apresenta o indicador de Vulnerabilidade Combinada, quando se considera apenas a exportação de bens manufaturados como uma fonte de geração de divisas menos volátil os índices referentes à Argentina e ao Brasil sofrem um aumento significativo. Isto implica que esses países estão mais expostos à reversão do ciclo de fluxos de capitais e do ciclo de preços das *commodities* do que se supunha analisando apenas o indicador de solvência.

Gráfico 26 - Indicador de vulnerabilidade combinada para a Argentina, Brasil e México de 2002 a 2010



Fonte: BCB, Indec, Banxico, Unctad e External Debt Hub. Elaboração Própria.

No caso da Argentina o indicador parece descrever uma trajetória cíclica no período observado alcançando três picos e dois vales. A amplitude da oscilação é de 11,46 pontos considerando a máxima de 31,41 em 2003 e a mínima de 19,68 em 2008. Esse comportamento alto e oscilante do indicador de vulnerabilidade combinada difere da trajetória declinante apresentada pelo indicador de solvência. A divergência é devida à pequena fração das exportações da Argentina que envolvem bens manufaturados, em torno de 30%.

O indicador de vulnerabilidade combinada do Brasil teve uma tendência fortemente ascendente, com exceção do vale no ano de 2008. O indicador saiu do patamar de 17,59 em 2002 para 37,5 em 2010, que são extremamente altos quando comparados com o indicador de solvência puro. Essa tendência de elevação do indicador de vulnerabilidade combinada de 2002 a 2008 é oposta a tendência do indicador de solvência no mesmo período. Esse comportamento ocorreu porque enquanto as exportações de *commodities* aumentaram 282% no período, as exportações de manufaturados cresceram apenas 176%. A aceleração do aumento da vulnerabilidade combinada também é devida à inversão drástica da composição da pauta de exportações quando a parcela dos bens manufaturados cai de 53,1% em 2006 para 33,6% em 2011.

Quanto à análise do indicador de vulnerabilidade combinada o México é o país da amostra que se encontra em melhores condições. Devido à pequena participação de *commodities* na sua pauta exportadora o índice de vulnerabilidade combinada diverge do de solvência em aproximadamente um ponto apenas. No ano de 2010 enquanto a vulnerabilidade combinada marcava 4,84 pontos a solvência registrou 3,9.

O desenvolvimento do indicador de vulnerabilidade combinada foi útil, portanto, para comprovar a hipótese de que países expostos à dupla bonança, ou seja, à cheia dos fluxos de capitais e à alta do preço das *commodities*, estão em piores condições de resistir a fatores desestabilizadores ou a choques externos. Dentre os países analisados o Brasil obteve um destaque negativo, isto porque o país se deixou influenciar pelas condições favoráveis dos mercados de *commodities*. Consequentemente, o perfil do Brasil no comércio internacional no ano de 2011 é de um exportador majoritário de *commodities*. A este perfil ainda se soma a abertura financeira do Brasil, que no período foi a maior dentre os países da amostra, e, apenas em 2010, durante o governo Dilma, começaram a ser implementadas medidas de gestão mais ativa dos fluxos de capitais. Esses fatores em conjunto foram os responsáveis pela trajetória obtida com o indicador de vulnerabilidade combinada.

IV. Conclusão

A mutação do capitalismo a partir da década de 1970, que passou a ser regido pela lógica da globalização financeira acarretou diversas implicações. A dinâmica dos fluxos de capitais em busca de maiores rendimentos conformaram os ciclos de liquidez internacional. Além disso, a lógica financeira também se tornou intrínseca aos mercados de *commodities* contaminando a formação dos preços e acentuando sua instabilidade. A análise desses dois fatores permitiu a conclusão de que eles contribuem para aumentar a vulnerabilidade externa dos países periféricos.

A hipótese central que esse trabalho se propôs a testar foi baseada na tese de Akyuz (2011). O autor alega que há uma grande probabilidade de que a reversão do ciclo de liquidez internacional coincida com a fase descendente do ciclo de preços das *commodities*. Dessa maneira os países que estiverem expostos aos dois fenômenos serão os mais prejudicados. A fim de comprovar tal afirmação foi realizada uma análise quantitativa com indicadores tradicionais de liquidez e solvência além do desenvolvimento de um indicador de vulnerabilidade que combinou a estrutura dos passivos com a pauta de exportação.

O comportamento dos indicadores, de uma maneira geral, confirmou a tendência esperada. A vulnerabilidade externa de curto prazo, expressa no indicador de liquidez, foi decrescente para os três países da amostra. Esse resultado similar foi motivado pelo fator comum de acúmulo de reservas pelo motivo precaucional. A trajetória do indicador de solvência também esteve de acordo com as hipóteses, pois a partir dos anos 2000 o comércio internacional teve um crescimento expressivo o que alavancou a possibilidade das economias em questão gerarem divisas.

A análise da Balança Comercial, por sua vez, forneceu três quadros muito distintos. A Argentina com uma pauta majoritariamente baseada na exportação de *commodities*, o México exporta uma grande parcela de bens manufaturados e o Brasil, que antes exportava mais bens manufaturados, atualmente pode ser considerado um exportador de *commodities*. Apesar dos diferentes comportamentos da pauta de exportação a pauta de importação dos países da amostra é muito similar. Rígida em relação à importação de bens manufaturados de média e alta tecnologia, com grande dependência da importação de máquinas, equipamentos elétricos e veículos.

O desenvolvimento do indicador de vulnerabilidade combinada, que consiste na grande especificidade e contribuição deste trabalho para o debate, permitiu confirmar a

hipótese da dupla bonança de Akyuz (2011). O México que manteve-se como exportador de bens manufaturados está em melhor condição de resistência diante da reversão dupla dos ciclos. A Argentina, beneficiada pela alta dos preços das *commodities* e, em menor medida, pela cheia dos fluxos de capitais e o Brasil que se beneficia das duas bonanças teriam maiores dificuldades de resistir aos choques externos.

A partir desta análise alguns pontos surgiram como possíveis aprofundamentos na análise da vulnerabilidade externa das economias periféricas. Primeiramente ressaltou-se a necessidade de se continuar acompanhando os movimentos dos fluxos de capitais e dos preços das *commodities* para verificar mudanças nas tendências e estar alerta para uma possível reversão dos ciclos. Em segundo lugar, uma análise interessante, principalmente para o caso do Brasil, seria verificar a composição dos passivos de acordo com a moeda de denominação e as conseqüências que esta parcela dos passivos denominados em moeda local acarreta para a periferia. Por fim, em terceiro lugar, uma análise mais estrutural se voltaria para a questão se houve, ou não, com a crise de 2008 e seus desdobramentos na Europa uma potencial mudança permanente no binômio risco/retorno dos agentes em relação às aplicações nos países em desenvolvimento.

REFERÊNCIAS

ANTUNES, C. “*Não tem mais centro e periferia*” afirma Maira da Conceição. Folha de São Paulo. 2010. Disponível em < <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/797136-nao-tem-mais-centro-e-periferia-afirma-maria-da-conceicao.shtml>>.

AKYÜZ, Y. *Capital flows to developing countries in a historical perspective: Will the current boom end with a bust?*. Research Paper nº37. Geneva: South Centre, 2011.

BANCO CENTRAL DO BRASIL, base de dados. Disponível em < <http://www.bcb.gov.br/pt-br/paginas/default.aspx>> Último acesso 08/11/2012

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS, base de dados. Disponível em < <http://www.bis.org/>> Último acesso 19/12/2012

BANXICO, base de dados. Disponível em < <http://www.banxico.org.mx/>>. Último acesso 08/11/2012

BIANCARELI, A. *A globalização financeira e os países em desenvolvimento: em busca de uma visão crítica*. Artigo apresentado no I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. Campinas, 2008.

BIANCARELI, A. *International liquidity cycles to developing countries in the financial globalization era*. Artigo apresentado na XI Reunión de Economía Mundial. 2009.

BRAGA, J. Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo. In: Tavares, M. & Fiori, J.(org) *Poder e Dinheiro: uma política de globalização*. Petrópolis, 1997.

CALVO, G. *Capital flows and capital market crises: the simple economics of sudden stops*. Journal of Applied Economics 1 , p. 33-54, 1998.

CALVO, G.; REINHART, C. *When capital inflows come to a sudden stop: Consequenses and policy options*. Washington DC: International Monetary Fund, 2000.

CARDARELLI, R.; ELEKDAG, S.; KOSE, A. *Capital inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses*. Economic Systems, 34 (4), 2010.

CARNEIRO, R. *Globalização financeira e inserção periférica*. Revista Economia e Sociedade, Campinas, nº13 p. 58-92, 1999.

CHESNAIS, F. *A mundialização do capital*. Ed Xama, 1996

COHEN, B. *The geography of Money*. Ithaca: Cornell University Press, 1998.

CONTI, B. *Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas*. Unicamp/ Université de Paris XII. Tese de Doutorado, 2011.

EICHENGREEN, B. *A globalização do capital: uma história do Sistema Monetário Internacional*. São Paulo: Editora 34, 2000.

_____; HAUSMANN, R. Introduction: debt denomination and financial instability in emerging market economies. In: *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging-market economies*. Chicago: University of Chicago Press, 2005.

_____. Original sin: the road to redemption. In: *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging-market economies*. Chicago: University of Chicago Press, 2005.

FARHI, M. *O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil: Mercados financeiros, taxa de câmbio, preços e política monetária*. Política Econômica em Foco, nº7, Nov 2005/Abril 2006.

FMI. *Recent Experiences in Managing Capital Inflows — Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework*. Washington: IMF, 2011.

FREITAS, M. Inflação mundial e preços de commodities. In: BIASOTO, G. et al (org). *Panorama das economias internacional e brasileira*. São Paulo: Ed. Fundap, 2009.

FURCERI, D., GUICHARD, S.; RUSTICELLI, E. *Episodes of Large Capital Inflows and the Likelihood of Banking and Currency Crises and Sudden Stops*. OECD Economics Department Working Papers n. 865. Paris: OECD Publishing, 2011.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL, Base de dados. Disponível em < <http://www.imf.org/external/data.htm>>. Último acesso 19/12/2011.

GLOBAL FORECASTING SERVICE. Economist Intelligent Unit, *The Economist*. Janeiro, 2012.

GONÇALVES, R. *Globalização econômica e vulnerabilidade externa*. Trabalho apresentado no Seminário “Economia Global, Integração Regional e Desenvolvimento Sustentável”. Rio de Janeiro: Universidade Federal Fluminense, 1998.

HELLEINER, E. *States and the reemergence of global finance, from Bretton Woods to the 1990's*. Ithaca and London: Cornell University Press, 1994.

IIF. *Capital flows to emerging market economies*. IIF Research note, January 2012.

INDEC, base de dados. Disponível em < <http://www.indec.mecon.ar/>>. Último acesso 09/11/2012

INTRACEN base de dados Trade Map, Disponível em <<http://www.trademap.org/>>. Último acesso 19/12/2011.

KALECKI, M. *Teoria da dinâmica econômica*. São Paulo: Nova Cultural, 1985.

KRUGMAN, P. The international role of the dollar: theory and prospects. In: Krugman (1995) *Currencies and crises*. Cambridge: MIT Press, 1995.

LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. *Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance*. Economy and Society. v 29 nº1, 2000.

MAYERS, J. *The financialization of commodity markets and commodity price volatility*. Dullien, 2010.

MINSKY, H. The financial instability hypothesis: an interpretation of Keynes and an Alternative to “standard theory”. *Nebraska Journal of economics and business*. Vol.16 nº1 pp 5-16, 1977.

_____. *Can “it” happen again?*. New York: M.E.Sharp, 1982.

OSTRY, J. D. et al. *Managing capital inflows: what tools to use?* IMF Staff Discussion Note 11/06. Washington: IMF, 2010.

PRATES, D. *A abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais*. Revista de Economia Política, v.19 nº1, 1999.

_____. *Crises financeiras nos países emergentes: uma interpretação heterodoxa*. Tese de Doutorado. Campinas: IE-UNICAMP, 2002.

_____. A permanência da vulnerabilidade externa. In *Política Econômica em Foco*, n.1, mai/2003-ago/2003 (seção II), boletim do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica do Instituto de Economia da Unicamp. Campinas: UNICAMP, 2003.

_____. *As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional*. Revista de Economia Contemporânea nº9, 2005.

_____. *A alta recente dos preços das commodities*. Revista de Economia Política, v.27, nº3, 2007.

_____.; MARÇAL, E. O papel do ciclo de preços das commodities no desempenho recente das exportações brasileiras. *Análise Econômica*, nº49, 2007.

_____. *O novo ciclo de preços das commodities*. Boletim de Economia 2 – Grupo de Economia / Fundap. Temas setoriais, p.11-23, março 2011.

REINHART, C.; REINHART, V. *Capital flows bonanzas: an encompassing view of the past and present*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research (Working Paper nº 14321), 2008.

RODRÍGUEZ, O. *Teoria do subdesenvolvimento da Cepal*. Rio de Janeiro: Ed. Forense-Universitária, 1981.

RODRIK, D. *The social cost of foreign Exchange reserves*. Harvard University, 2005

TAVARES, M. C. A retomada da hegemonia norte-americana. *Revista de Economia Política*, 5 (2), abril-junho, 1985.

UNCTAD. *The state of commodity dependence 2012*. United Nations, Geneva. Abril, 2012.

UNCTAD STAT, base de dados. Disponível em <
<http://unctadstat.unctad.org/ReportFolders/reportFolders.aspx>>. Último acesso 08/11/2012

WORLD BANK, base de dados. Disponível em <
<http://databank.worldbank.org/data/home.aspx>>. Último acesso 08/11/2012