

TCC/UNICAMP  
M366a  
1290003118/IE

*Liquidez CC  
Política Juro*



**Trabalho de Monografia**

**Instituto de Economia da Universidade Estadual  
de Campinas – UNICAMP**

**CEDOC/IE/UNICAMP**

**A Abertura Financeira de Países  
Emergentes e o Ciclo de Liquidez  
Recente no Brasil**

**CEDOC/IE/UNICAMP**

Lívia de Bastos Martini RA: 024356

Orientadora: Professora Doutora Daniela Magalhães Prates

*Prof. Daniela Magalhães Prates*

Dezembro de 2006

*2006/03/02*

## **Índice:**

### **Introdução**

Pág 2

### **Capítulo I:** Debate teórico sobre a abertura financeira na década de 1990

Pág 4

### **Capítulo 2:** A Inserção dos Emergentes na Globalização Financeira

Pág 16

### **Capítulo 3:** O Ciclo de Liquidez Recente

Pág 20

### **Capítulo 4:** O Brasil no Ciclo Recente

Pág 25

### **Capítulo 5:** Desenvolvimentos recentes

Pág 31

### **Bibliografia**

Pág 33

### **Anexo Gráfico**

Pág 35

## **Introdução:**

O capitalismo mundial tem passado por um intenso processo de mudanças, resultando em uma nova configuração a que chama-se "Globalização". Não se trata apenas de um aprofundamento da internacionalização, é um momento novo, com características específicas. Esta nova fase se caracteriza principalmente pela grande integração dos mercados, a alta mobilidade de capitais e o predomínio da lógica financeira sobre a lógica produtiva para todas as decisões dos agentes. Braga (2001) utiliza o termo financeirização e mostra que ocorreu um grande descasamento entre as órbitas real e financeira, sendo esta um fator importante da maior vulnerabilidade do sistema financeiro internacional no período recente.

Após a ruptura dos acordos de Bretton Woods, o sistema financeiro internacional optou por abrir mão da estabilidade cambial, adotando políticas de câmbio flutuante, para preservar o movimento de capitais e a autonomia de políticas. [Carneiro, 2002]

A abertura financeira dos países periféricos se insere nesse movimento global pela busca da melhor alocação de recursos que beneficiariam tanto o investidor (que teria mais opções de diversificação para reduzir o risco associado às suas carteiras) quanto o receptor (que contaria com novas fontes de recursos e aprofundaria os mercados locais). [Carneiro 2002]

Porém, a determinação dos destinos dos fluxos de capitais internacionais é regida por um grupo de fatores que reduzem a eficiência alocativa autônoma do sistema. As moedas dos diversos países são divididas em três grupos: a moeda central (o dólar dos EUA), as moedas conversíveis (de economias desenvolvidas) e as inconversíveis (de economias emergentes). Os ativos das diversas economias são influenciados pela posição da moeda do país, de forma que os ativos da

economia central são tidos como seguros, enquanto os das economias de moedas inconvertíveis apresentam um nível elevado de risco.

Os movimentos de capitais, movidos pela lógica financeira de valorização, ficam então subordinados aos movimentos das economias centrais que representam um aumento ou redução da rentabilidade de seus papéis. Em momentos de baixa rentabilidade destes ativos, o capital internacional se desloca para as economias periféricas em busca dos maiores rendimentos resultantes do maior nível de risco envolvido.

O papel das economias emergentes é, portanto, passivo na determinação dos movimentos de capitais internacionais. O *mainstream economics*, no entanto, argumenta que os fundamentos das economias são os fatores mais importantes neste processo.

O objetivo deste trabalho de monografia é analisar o processo de inserção das economias periféricas no sistema financeiro internacional e os efeitos dessa inserção realizada sob condições especiais e diferenciadas dos países centrais.

Para tanto, será feita, no capítulo I, uma revisão bibliográfica do debate teórico sobre a abertura financeira na década de 1990, destacando-se a posição contrária das duas principais correntes: a do *mainstream economics* e a corrente heterodoxa. Busca-se com isso, contextualizar a discussão por trás do movimento efetivo de abertura financeira das economias periféricas na década de 1990.

No capítulo II analisam-se as especificidades da inserção periférica no sistema financeiro mundial e as principais consequências para estas economias. Destacam-se especialmente as diferenças entre a inserção dos países latino-americanos e dos asiáticos, assim como o papel importante da China.

O capítulo III trata do ciclo de liquidez recente e busca mostrar suas principais características. A ênfase é dada para a interação e a influência sobre o ciclo comercial caracterizado por uma alta dos preços das *commodities* básicas.

Já no capítulo IV, procura-se mostrar as conseqüências do ciclo de liquidez atual para o Brasil, destacando possíveis pontos de vulnerabilidade, assim como ganhos de estabilidade frente aos movimentos de capitais internacionais. Analisam-se os movimentos de capitais recentes para o país, contrastando-os com o ciclo de liquidez da década de 1990.

Por fim, a título de exemplo, destacam-se no capítulo V os eventos ocorridos em maio deste ano com o objetivo de demonstrar a conclusão alcançada de que a melhor situação das economias periféricas, e em especial do Brasil, é conseqüência do maior volume de entrada de capitais internacionais e não o contrário (ou seja, o maior volume dos fluxos de capitais internacionais não foi atraído por uma melhora nos fundamentos das economias periféricas).

## **Capítulo I:**

### **Debate teórico sobre a abertura financeira na década de 1990**

Após a década de 80 do século passado, teve lugar um processo cada vez maior de integração das economias emergentes ao mercado financeiro internacional. Podem ser citados alguns fatores que impulsionaram este processo: o avanço nas comunicações e na tecnologia, que facilitaram essa integração

internacional de mercados; novas oportunidades de ganhos financeiros que surgiram após a crise da dívida externa na década de 1980 e as medidas liberais adotadas por esses países na tentativa de solucionar o prolongado período de crise econômica. [Akyüz, 1992]

Os programas de ajuste e reformas recomendados por instituições internacionais como o FMI, o Banco Mundial e o governo dos EUA para a solução das crises de dívida externa de economias emergentes pregavam a adoção dessas medidas liberalizantes. Portanto, essas medidas não foram adotadas de maneira completamente voluntária, mas sim como resposta a pressões destes organismos para a liberalização dos mercados.

Desde a década de 1980, duas correntes teóricas se opõem tanto em relação à abertura financeira dos países emergentes quanto aos determinantes dos fluxos de capitais internacionais para esses países. A corrente do *mainstream economics* prega uma seqüência ideal de reformas que levaria os países em desenvolvimento a uma inserção adequada que acarretaria ganhos para estas economias, principalmente no que se refere aos investimentos externos. A corrente heterodoxa refuta as idéias do *mainstream* mostrando que há grandes problemas que decorrem dessa estrutura proposta por eles, principalmente porque os países emergentes apresentam especificidades em relação aos países desenvolvidos em termos de estabilidade econômica e principalmente de moeda (as moedas dos emergentes são inconvertíveis e ficam bem em baixo na hierarquia internacional de moedas). [Prates, 1999]

Em relação aos determinantes dos fluxos de capitais, no debate da primeira metade dos anos 90, o *mainstream economics* defendia que os fatores internos, como os programas de ajuste e as reformas neoliberais (que melhorariam os

fundamentos destes países), seriam os principais condicionantes destes fluxos. Já o pensamento heterodoxo enfatizava o papel preponderante dos fatores externos aos países periféricos (sobre os quais eles não tem nenhum controle), como a evolução das taxas de juros e o crescimento econômico ou recessão nos países centrais [Prates, 1999]

- ***Mainstream Economics***

O argumento convencional mais tradicional em prol da abertura financeira se ancora em fundamentos neoclássicos de eficiência alocativa. Segundo a teoria ortodoxa, a abertura financeira levaria a uma melhor alocação dos recursos e a um aumento do nível de investimento em âmbito mundial. Sendo assim, os países emergentes – nos quais há escassez de capital – teriam acesso à poupança externa. Além disso, a abertura financeira corrigiria algumas distorções de mercado existentes nesses países, decorrentes do modelo de crescimento adotado (industrialização por substituição de importações). Com a abertura há uma perda de autonomia de formulação de políticas econômicas, mas os ganhos de eficiência alocativa mais do que compensam essas perdas. [Akyüz, 1993]

Como pano de fundo para esta teoria estão algumas hipóteses básicas. A atividade financeira é concebida como intermediação entre poupadores e investidores, não podendo ser dissociada do lado real da economia, ou seja, do investimento, da produção e do consumo de bens. Além disso, os mercados financeiros são assumidos como eficientes, portanto sem falhas. Ambas as hipóteses valem para mercados domésticos, assim como para o sistema financeiro internacional como um todo. [Akyüz, 1992]

O *mainstream* elabora, então, um conjunto de medidas indispensáveis para a retomada do desenvolvimento nas economias periféricas, que ficou conhecido

como "Consenso de Washington". Este incluía "um programa de ajuste macroeconômico, com estabilização monetário-fiscal ortodoxa seguido de um pacote de reformas estruturais" (Cintra, 1999). As recomendações de ações se dividem em duas partes: a primeira envolve a obtenção de um superávit fiscal (através de uma disciplina fiscal, priorização do gasto público em serviços básicos para a população, reforma tributária); depois devem ser adotadas as medidas de liberalização dos diversos mercados – financeiro, de câmbio, de trabalho e de bens e serviços. (Cintra, 1999)

Após a crise dos países latino-americanos no final dos anos 70, a proposta inicial de abertura financeira foi revista. Concluiu-se que estas crises teriam sido decorrentes da má implementação das reformas propostas. A partir de uma verificação empírica do caso desses países, estabeleceu-se uma seqüência ótima de reformas, que determinava que fosse feita, em primeiro lugar, a estabilização da economia e só depois deveria ser adotado o pacote de reformas liberalizantes. Considerava-se que os resultados negativos trazidos pela abertura foram conseqüência de desequilíbrios em outros setores da economia e que só em uma economia estável e com equilíbrio fiscal, a abertura financeira seria virtuosa e sustentável. [Akyüz, 1992]

As reformas visam primeiramente resolver falhas dos mercados de trabalho e de bens (no que se refere a controle de preços), equilibrar as contas do governo e eliminar a instabilidade de preços (inflação). Esses fatores influenciariam o funcionamento da economia e não permitiriam que esta absorva todos os benefícios trazidos pela abertura financeira. [UNCTAD, 2003]

A abertura financeira deveria também ser adotada após a abertura comercial. Esta última levaria a uma reestruturação do setor produtivo nacional,

causando uma maior concentração da produção nos setores de bens comercializáveis, o que traria benefícios para a economia. Porém, esta reestruturação não aconteceria com uma valorização do câmbio resultante da maior entrada de divisas estrangeiras devido à abertura financeira. [Akyüz, 1992]

Se fosse obedecida a ordem das reformas liberalizantes, a abertura financeira direcionaria fluxos de capitais para as economias emergentes. A liberalização financeira nestes países faria com que suas taxas de juros aumentassem acima do nível mundial, devido à escassez relativa de capital nesses mercados. Assim, seriam atraídos fluxos de capitais internacionais para esses mercados. Com o livre movimento de capital no mercado financeiro internacional, a abertura financeira levaria a uma melhor alocação dos recursos e a uma equalização das taxas de retorno dos investimentos em âmbito mundial. [Akyüz, 1993]

Outro fator resultante da abertura financeira seria o aumento do nível de poupança privada. A teoria neoclássica considera que a determinação da poupança dos agentes se dá através da interação entre oferta e procura por empréstimos, sendo a taxa de juros o seu preço. Através da liberalização financeira, seria removida a pressão sobre a taxa de juros, permitindo a esta um movimento mais livre, o que leva a um aumento da propensão a poupar dos agentes. [Akyüz, 1993]

A abertura financeira, de acordo com a formulação do *mainstream*, levaria a um aprofundamento da atividade financeira em âmbito nacional, abaixando também os custos de transações deste tipo. Os mercados financeiros internos também se desenvolveriam com a abertura. [Akyüz, 1993]

Após as crises das economias emergentes na década de 1990, foi realizada outra rodada de análise sobre as causas do baixo crescimento destes países.

Williamson (2004) cita primeiramente o efeito prejudicial da seqüência de crises, que teriam um efeito em cadeia sobre todas as economias emergentes. Já que todos os países utilizaram algumas técnicas<sup>1</sup> para atrair capitais para a região, muitos ficaram mais vulneráveis às reversões de humores do mercado. [Williamson, 2004]

O resultado insatisfatório da abertura econômica como fator dinâmico, por sua vez, se deveu a uma outra série de fatores. As reformas chamadas de “primeira geração” não teriam sido efetivamente completadas, as reformas de “segunda geração” não teriam sido implementadas e a falta de preocupação dos países emergentes com a equidade social não teria permitido um crescimento econômico efetivo. [Williamson, 2004]

Um dos grandes objetivos da nova agenda seria diminuir a vulnerabilidade dos países emergentes a crises externas. Para isso, prega-se o estabelecimento de altos níveis de reservas de moeda estrangeira, taxa de câmbio flexível, política monetária rígida com objetivo de manter a inflação controlada e em um nível baixo, superávits orçamentários e aumento da poupança doméstica para aumentar os investimentos domésticos independentemente de capitais externos. [Williamson, 2004]

Dentre as reformas de primeira geração<sup>2</sup> que não teriam sido completadas, a mais importante seria a do mercado de trabalho. A pouca flexibilidade deste mercado seria o fator responsável pelo pouco aumento do emprego formal nas economias emergentes. Além disso, prega-se a necessidade de continuar as reformas no sentido de garantir um maior acesso das exportações emergentes aos

---

<sup>1</sup> Esses países fizeram uso de taxa de câmbio fixa, ou de *crawling peg*, a um nível sobrevalorizado para a moeda, além de uma política fiscal procíclica.

<sup>2</sup> Estas são as reformas originalmente propostas para garantir o equilíbrio e a estabilidade macroeconômicos necessários para a abertura da economia.

mercados centrais. O avanço teria se dado principalmente na área das importações, mas não das exportações. Por último, deve ser terminado o processo de privatizações, de maneira cuidadosa e consciente, para garantir que os setores funcionem propriamente em mãos privadas. [Williamson, 2004]

Uma nova rodada de reformas é proposta para alterar principalmente o funcionamento das instituições. O objetivo é uma ação estatal para garantir a infraestrutura e o ambiente necessário para o sucesso dos negócios privados. Sendo assim, seria necessário implementar reformas para criar mecanismos de difusão de conhecimento científico e de tecnologia, para criar a infraestrutura de uma economia de mercado e para regulamentar propriamente o funcionamento do mercado financeiro interno (com medidas como regulação preventiva, transparência na divulgação de informações e da contabilidade, entre outras). [Williamson, 2004]

Por último, acredita-se que todas essas reformas devem ser implementadas sem que se perca de vista a agenda social. Sem uma melhor distribuição da riqueza criada pela economia, o crescimento sustentado que traz benefícios gerais para a sociedade fica impossibilitado de existir. Portanto, diz-se necessário realizar melhoras na área de educação e do microcrédito, realizar esforços no sentido de uma reforma agrária e criar mecanismos para melhor distribuir a riqueza nova (através de impostos progressivos, por exemplo). [Williamson, 2004]

Segundo a descrição da UNCTAD (2003), após as crises da década de 1990 uma parte dos teóricos do *mainstream economics* passou também a incorporar o caráter de curto prazo intrínseco aos fluxos de capitais no ambiente de mundialização financeira e o papel dos fatores externos como condicionantes destes fluxos. Vendo os efeitos instabilizantes destes fluxos especulativos sobre os

países emergentes, a possibilidade de adoção de controles passou a ser considerada. Estes controles devem ser específicos para conter os fluxos mais de curto prazo em alguns setores específicos da economia, e não devem ter como objetivo restringir o movimento dos fluxos internacionais, apenas proteger as economias dos efeitos perversos de uma possível reversão destes fluxos. [Stiglitz, 2000]

- **Corrente Heterodoxa**

A abertura financeira, segundo a teoria heterodoxa, levaria à instabilidade financeira através de efeitos sobre o risco e o custo do capital, independentemente da ordem em que são realizadas as reformas.

De acordo com Akyuz (1992), pode-se qualificar a abertura financeira das economias em três níveis distintos: as *inward transactions*, *outward transactions* e as negociações com moeda estrangeira em território nacional. As *inward transactions* dizem respeito à permissão de residentes para captarem recursos nos mercados externos e de não residentes para aplicarem no mercado doméstico. As *outward transactions* dizem respeito à liberação do acesso de residentes a ativos externos e à permissão do endividamento de não-residentes no mercado nacional. O terceiro nível de abertura equivale a uma permissão da realização de transações no mercado interno em ou denominadas em moeda estrangeira. Considera-se a abertura financeira com um sentido mais amplo do que a liberalização dos fluxos de capitais, pois também inclui este último nível de abertura.

A experiência recente dos países periféricos envolveu a abertura principalmente as duas primeiras modalidades. O início dos processos de abertura financeira destes países geralmente ocorreu sob a forma de permissão aos agentes internos a tomar empréstimos no mercado externo, mesmo em países em que o

mercado financeiro doméstico continuava muito regulado. A permissão de compra de ações por estrangeiros nos mercados nacionais foi mais incentivada recentemente, durante os processos de privatizações da década de 1990. [Prates, 1999]

A permissão da realização de transações com moeda externa nos mercados internos teria o objetivo de prevenir a saída de capitais e atrair reservas de moedas estrangeiras para o sistema bancário. O que aconteceu, no entanto, foi um impulso à substituição de moedas, que levou diversas economias à dolarização. [Akyüz, 1993]

O grande diferencial entre economias periféricas e centrais, no entanto, é a existência de mercados não tão regulados e maneiras de burlar as regulamentações de abertura imposta pelos governos. Na verdade, o grau de abertura financeira dos países periféricos se torna muito maior do que o previsto pelas autoridades. E mesmo o grau de abertura financeira regulamentado é muito maior do que a liberalização do comércio em muitos países periféricos. [Akyüz, 1992]

Segundo a teoria heterodoxa, após realizada a abertura financeira, os preços dos ativos, as taxas de juros e de câmbio sofrem grande influência dos fluxos de capitais internacionais. Segundo a teoria keynesiana de escolha de ativos, os ativos internos devem ter taxas de retorno esperado maior ou igual às taxas de ativos de países desenvolvidos para que sejam feitos investimentos. Portanto, políticas cambiais e monetárias dos demais países passam a determinar os preços-chave internos, bem como os preços dos ativos, por causarem alterações nas expectativas dos agentes nacionais e internacionais. Conseqüentemente, há uma

grande perda de autonomia de realização de políticas econômicas em âmbito nacional. [Keynes, 1936 e Prates, 1999]

A visão heterodoxa vê como principal determinante para os fluxos de capitais internacionais as oportunidades de ganhos financeiros de curto prazo, ao contrário do *mainstream*, que elabora toda sua teoria baseada em fluxos de investimento, que são mais de longo prazo e envolvem maior risco. É considerada necessária a adoção de controles de capitais para regular estes movimentos de capitais especulativos, mesmo por uma parte do *mainstream*, mas a teoria heterodoxa vai além disso ao dizer que nem com controles as economias periféricas ficariam totalmente imunes às flutuações do mercado financeiro internacional. [Prates, 1999 e Carneiro, 2006]

Dentre os ativos existentes no mercado financeiro internacional podem ser evidenciados dois grandes grupos. Existem ativos denominados na mesma moeda, mas emitidos por países diferentes. Estes ativos passaram por um processo de nivelamento de taxas de retorno. Porém, os ativos denominados em moedas diferentes recebem respostas distintas no mercado internacional. Não há nivelamento de taxas de retorno, pois os retornos dos ativos devem também incluir o prêmio de risco associado a cada moeda – quanto mais instável e imprevisível os movimentos de uma economia, maior o risco que o investidor está correndo e, portanto, maior o prêmio que lhe deve ser oferecido para tornar o ativo atraente. A partir de indicações das taxas de juros oferecidas por cada um desses ativos, o mercado vê oportunidades de ganhos na especulação contra as diversas moedas, o que leva a uma maior instabilidade nos mercados monetários. [Akyüz, 1992]

Para a teoria heterodoxa, os movimentos de capitais são regidos por um elemento especulativo dominante e muito variável, capaz de causar reversões

repentinas nos fluxos independentes dos fundamentos apresentados pelos países.  
[Akyüz, 1992]

Nas economias periféricas, a situação é ainda pior, pois estas apresentam muita instabilidade e pouca habilidade de controlar e influenciar de forma eficaz os movimentos de capitais através de políticas econômicas. Assim, surgem muitas oportunidades de ganho de curto prazo através da especulação. As expectativas dos agentes e a percepção dos mercados passam então a ter muito mais importância na determinação dos fluxos de capitais internacionais. Os fundamentos e a conjuntura econômica têm sua influência reduzida e os desequilíbrios podem acontecer independentemente desses fatores. [Akyüz, 1992]

A teoria heterodoxa também se contrapõe ao pensamento do *mainstream* no que se refere aos efeitos da abertura financeira sobre a poupança privada, a profundidade do mercado financeiro, a eficiência alocativa e sobre o custo das atividades financeiras. O pensamento ortodoxo prega que todos esses fatores sofreriam modificações positivas com a liberalização financeira. [Akyüz, 1993]

O nível de atividade financeira em uma economia não é um bom indicador dos efeitos positivos do processo de abertura. Os efeitos deste processo podem ocorrer sobre a intermediação das operações financeiras ou então podem significar apenas uma realocação de recursos em direção aos setores financeiros, com maior influência da lógica especulativa do que em setores produtivos. Sendo assim, o aprofundamento da atividade financeira no mercado nacional não seria necessariamente um fator positivo. [Akyüz, 1993]

A corrente heterodoxa tece críticas às hipóteses utilizadas pelo *mainstream* para a formulação de que uma melhor eficiência alocativa resultaria da abertura financeira. São considerados mercados perfeitos e homogêneos, então os preços

dos ativos e os preços-chave das economias seriam meros reflexos dos fundamentos de cada país. Porém, existem severas falhas de mercado – principalmente em economias emergentes – que não permitem o pleno funcionamento dos mecanismos de regulação. Sendo assim, a abertura leva a uma maior volatilidade das taxas de juros e câmbio e dos preços de ações e de ativos das economias sem que haja uma efetiva melhora na alocação. [Akyüz, 1992]

A eficiência produtiva pode ser definida, em um sentido mais amplo, como a habilidade dos mercados de realizar atividades financeiras ao mais baixo custo possível. A abertura deveria facilitar essas transações e conseqüentemente abaixar seus custos. Porém, pela influência sobre a volatilidade dos preços da economia, pelo aumento dos riscos do credor e do devedor (como definidos por Keynes) e pelo aumento das margens de intermediação, o custo das atividades financeiras aumenta com a abertura financeira.

A teoria heterodoxa define como principal problema a sustentabilidade dos fluxos de entrada de capitais. A configuração de taxas de juros e de câmbio nas economias emergentes determinadas pela interação com o mercado internacional faz com que se torne muito difícil de sustentar a entrada contínua de capital internacional. [Akyüz, 1992]

A resposta ideal para um aumento de entrada de capital estrangeiro, principalmente sob a forma de capital especulativo, seria um aumento correspondente do investimento interno em setores produtores de bens comercializáveis. Isto ajudaria a combater a apreciação do câmbio, bem como ajudaria a aumentar a produtividade dos setores com capacidade para gerar mais comércio externo. Porém, os altos juros e a apreciação do câmbio que atraem capitais externos também tornam mais difíceis os investimentos internos, que são a

base para o crescimento e para a continuidade dos próprios fluxos de capitais.  
[Akyüz, 1992]

## **Capítulo 2:**

### **A Inserção dos Emergentes na Globalização Financeira**

A globalização financeira, processo de integração dos mercados de capitais de diversos países, não pode ser pensada como um novo passo da internacionalização do capitalismo. Esta nova fase tem características muito específicas que surgiram de mutações do processo anterior e deve, por isso, ser considerada como uma nova fase do capitalismo. [Braga, 2001] A inserção dos países emergentes neste movimento tem grandes especificidades que diferenciam este processo daquele das economias desenvolvidas. A liberalização financeira e a maior mobilidade de capitais tiveram efeitos muito diferentes nas diversas economias.

O movimento de incorporação das economias periféricas à globalização atinge uma maior intensidade na década de 1990. Os fluxos privados têm uma maior dominância neste processo, estando em sua maioria sob a forma de investimentos de portfólio nos quatro primeiros anos da década de 90 e depois passando a liderança para os fluxos de investimento direto para as economias latino-americanas. Os fluxos para os emergentes neste período são muito voláteis e sofrem grandes impactos das crises. [Carneiro, 2002]

Análises do *mainstream* qualificam essa mudança de rumo dos fluxos de capitais internacionais para os países emergentes como sendo resultado tanto do aumento da poupança financeira de agentes das economias centrais e sua maior necessidade de diversificação, como da queda dos rendimentos dos países centrais a partir do início dos anos 1990 (fato este ilustrado pela queda das taxas de juros norte americanas ilustrada no gráfico 1 do anexo). O maior rendimento dos ativos dos países emergentes e seu maior grau de liberalização financeira foram também fatores de atração para estes fluxos [FMI, 1997]. Porém, o primeiro grupo de fatores é tido como mais importante para o movimento dos capitais.

As economias periféricas, possuidoras de moedas inconvertíveis, adotaram o regime de câmbio flutuante após as crises do final da década de 90 e se integraram ao sistema financeiro internacional caracterizado principalmente pela elevada mobilidade de capitais. Este processo teve algumas consequências exclusivas às economias emergentes, que culminaram por aumentar sua vulnerabilidade externa. Carneiro [2002] identifica quatro consequências que geram sérios problemas para os emergentes: acumulação excessiva de reservas, apreciação da taxa de câmbio, deterioração dos balanços dos bancos e aumento da volatilidade dos mercados financeiros locais.

A entrada maciça de capitais estrangeiros nas economias periféricas levou tanto a um maior acúmulo de reservas como a uma forte valorização das moedas inconvertíveis. O nível elevado de reservas apresenta custos para sua esterilização e um descasamento de rendimentos das aplicações, que resulta também em custos. [Rodrik, 2006].

Já a valorização cambial gera um movimento de pressão duplo sobre a balança comercial, pois diminui os custos de importações (o que prejudica muito a

indústria local, forçada a competir com os produtos importados de baixo custo) e reduz a competitividade das exportações (o que resultou em uma grande queda das exportações de manufaturados principalmente dos países latino-americanos). [Carneiro, 2002]

O movimento oposto, no entanto, é uma fonte também muito importante de vulnerabilidade. As fases descendentes dos ciclos de liquidez são caracterizadas por *sudden stops*, ou seja, a entrada de capital internacional se reduz drasticamente em um período muito curto de tempo, fazendo com que tenha que ser gasta uma grande parte das reservas acumuladas no período de cheia e que o câmbio se desvalorize muito como consequência disso.

Há uma grande diferença na inserção da América Latina e da Ásia no processo de globalização financeira. Até a crise asiática em 1997, esta região recebeu muito mais recursos do que a América Latina. Este movimento se inverteu nos anos subsequentes e a redução dos fluxos para os países asiáticos foi sensível, como mostram os gráficos 9 e 10 (ver anexo gráfico).

Desde a década de 1980, os países asiáticos receberam muito mais capitais internacionais do que os latino-americanos. Com as diversas crises de dívida externa que estes últimos enfrentaram, o nível de recursos internacionais chegou quase a zero. Esta grande diferença é atribuída por Carneiro (2002) ao papel desempenhado pelas economias centrais de referência para os dois grupos de países: os EUA no caso da América Latina e o Japão no caso da Ásia. Este último atuou como líder no processo de desenvolvimento regional das economias asiáticas, formando o chamado "Paradigma dos Gansos Voadores". As economias formam uma cadeia de fornecimento de matérias primas e importação de produtos intensivos em tecnologia de forma que todas fiquem interligadas e

interdependentes levando a um crescimento regional apoiado no papel de liderança do Japão ("ganso líder"). Outra característica muito importante desse desenvolvimento integrado é a possibilidade de interação com as outras economias fora desta região pela grande competitividade dos bens produzidos pelos "gansos".

Já os EUA não tiveram esse papel central de impulsionar o desenvolvimento dos emergentes latino-americanos. Não houve uma integração produtiva como no caso do Japão, nem a realização de investimentos mais pesados.

A inserção latino-americana, em especial, se deu após o longo período de escassez de capitais que caracterizou a década de 1980, a década perdida. A renegociação das dívidas externas dos diversos países nos moldes do Plano Brady foi um importante determinante dos fluxos de capitais internacionais desta época. Em geral, o excesso de recursos disponíveis foi utilizado por estas economias para a realização de programas de estabilização com a ancoragem cambial como base para o controle da inflação. A piora dos fundamentos destas economias é uma consequência direta deste processo devido à maciça entrada de capitais e aos diferenciais de rendimentos. [Biancareli, 2006]

Estes diversos fatores instabilizantes levaram os países emergentes a enfrentarem algumas crises. Destacamos aqui a crise do México em 1994, a dos países asiáticos em 1997, a russa em 1998, a brasileira em 1999, a da Turquia em 2001 e, finalmente, a crise argentina em 2002.

Todas estas crises tiveram traços comuns, como destaca Biancareli [2006]: a "deterioração prévia dos resultados em conta corrente, a perda acelerada de reservas (...) diante do ataque especulativo às taxas de câmbio controladas, a acentuada desvalorização cambial e a adoção do câmbio flutuante, e, em maior ou menor medida, a contaminação do sistema financeiro pela crise, que se transforma em também em crise bancária e em alguns casos em crise fiscal".

Comparando mais diretamente as duas primeiras crises mencionadas, a crise mexicana teve um caráter mais regional, com a reversão dos fluxos de portfólio e empréstimos de curto prazo para os países da América Latina, com uma recuperação relativamente rápida dos mercados. A crise asiática teve uma maior abrangência e maiores conseqüências, com uma forte queda dos fluxos de capitais internacionais incluindo os fluxos de IDE. A recuperação desta crise foi mais lenta e modificou o perfil dos fluxos, tornando-os cada vez mais voláteis. Os preços ações dos países emergentes também sofreram uma forte redução neste período e só foram se recuperar a partir de 2000. [Carneiro 2002]

Estas crises levaram os países emergentes a adotarem o regime de câmbio flutuante em fins da década de 1990. O resultado disso foi muito diferente para as economias periféricas. Alguns países asiáticos, por exemplo, conseguiram manter suas taxas de câmbio relativamente desvalorizadas, o que não prejudicou muito seu comércio internacional, mas o Brasil ficou ao sabor do mercado, sofrendo grandes movimentos de apreciação e depreciação.

### **Capítulo 3:**

#### **O Ciclo de Liquidez Recente**

O ciclo de liquidez atual, que teve início em meados de 2003, é o segundo momento de cheia dos mercados de capitais das economias desenvolvidas nos

últimos 15 anos. O primeiro momento de alta liquidez teve seu ápice às vésperas da crise asiática, em 1996 e 1997.

O momento atual apresenta algumas características diferentes do ciclo anterior. Primeiramente, o regime de câmbio dos países emergentes mudou desde as crises da década passada, tendo tomado a forma de câmbio flutuante. Em segundo lugar, o aprofundamento do domínio dos mercados assumiu uma forma exacerbada, de maneira que a "supremacia dos mercados" é o que têm regido a lógica de funcionamento do sistema financeiro internacional. [Biancareli, 2006]

Sendo assim, todas as modalidades de fluxos ganham um caráter cada vez mais especulativo, regidos por uma lógica de curto prazo, pois a esfera financeira passa a dominar a esfera real. Ademais, eles passam a influenciar muito mais as economias através da maior integração ao sistema internacional e dos mecanismos de transferência do movimento deste último para suas economias internas. A inclusão de mais agentes no mercado financeiro também teve um grande impacto, pois passa-se a não poder mais diferenciar a atuação de bancos e de instituições não financeiras no mercado de capitais.

A participação crescente de investidores institucionais desde a década de 1980 impulsiona ainda mais a lógica especulativa de determinação dos fluxos. Estes agentes buscam cada vez mais por rendimentos maiores e podem assumir riscos igualmente mais elevados. [Carneiro, 2002] Hoje, portanto, o único assim chamado "fator interno" que pode influenciar e direcionar fluxos de capitais internacionais é o diferencial de rendimentos, aliado aos movimentos cambiais. [Biancareli, 2006]

No que tange às modalidades de fluxos dirigidos aos países emergentes, desde meados da década de 1990 que os investimentos de portfólio perderam sua

posição para os investimentos diretos externos. Estes últimos têm uma lógica de mais longo prazo, apesar de serem hoje em dia muito mais influenciados pela lógica de mercado. Porém, a característica mais importante desses investimentos diretos é a sua constância, se mantendo em níveis praticamente constantes tanto no momento de alta liquidez e excesso de capitais para a periferia quanto no momento de reversão deste processo. A variação da entrada líquida dos fluxos se deve, portanto, muito mais aos capitais de curto prazo, aumentando a volatilidade intrínseca à integração das economias emergentes ao movimento global de capitais. [Biancareli, 2006]

Os investimentos diretos vêm para a periferia atraídos principalmente pelos processos de privatizações e de fusões e aquisições (visando ganho de *market-share*, acesso a novos mercados, sinergias...) que marcaram estes países na década de 1990. Apesar da lógica de mais longo prazo e da ênfase na possibilidade de ganhos na esfera produtiva além dos ganhos patrimoniais, estes capitais não foram fontes novas de recursos especialmente na América Latina. A Ásia, por outro lado, recebeu novos investimentos em alguns períodos dos anos 1990. [Carneiro, 2002]

Neste período caem ainda os fluxos de créditos bancários. Este movimento tem com principal causa a mudança do padrão de financiamento das economias que tem início na década de 1980 nas economias centrais. O financiamento deixa de ser feito através do endividamento bancário e passa para um regime de fundos próprios [Plihon, 1999]. Os movimentos de crédito bancário de curto prazo passam a ter um caráter compensatório, mas surgem ao mesmo tempo novas operações fora de balanço dos bancos que desempenham um papel importante. [Carneiro, 2002]

A maior participação de novas operações financeiras como os derivativos, *swaps* e opções teoricamente distribuiriam melhor os riscos em uma economia, mas eles permitem uma maior alavancagem dos agentes e uma maior influência dos mercados na determinação dos preços-chave das economias. O volume destas operações tem crescido muito no período recente e representa uma nova forma de vulnerabilidade para as economias emergentes, assim como um menor grau de autonomia de políticas econômicas.

Um grande diferencial do ciclo financeiro atual é o fato de ele ter impulsionado um aumento de preços das *commodities* básicas. Atualmente, estes estão 30% acima do pico alcançado em 1997, que foi de longe o maior nível de preços desde a década de 1980. Sofreram alta principalmente os preços de combustíveis, produtos metálicos e produtos agrícolas, componentes de grande peso da pauta de exportação dos países emergentes. Os condicionantes principais que desencadearam este movimento até 2004 são, como era de se esperar, de ordem internacional: a recuperação do ritmo da economia mundial, baixas taxas de juros norte-americanas, desvalorização do dólar frente ao euro e ao yen e o “Efeito-China” (o grande aumento da demanda por insumos da economia chinesa em forte processo de expansão). Atualmente, as condições monetárias nos EUA são diferentes do começo do processo de valorização dos preços das *commodities*. [Biancarelli, 2006]

Como se pode ver, o movimento de valorização dos preços reais foi muito influenciado pela queda da rentabilidade dos ativos financeiros mais seguros. Os agentes foram impulsionados para o mercado internacional de *commodities* como alternativa de valorização de seu estoque de riquezas, da mesma forma que o foram para os mercados de capitais dos países emergentes. “Conclui-se então que

também o bom momento pelo lado comercial, particularmente para aqueles países mais dependentes da exportação de *commodities*, também está em grande parte vinculado às possibilidades de manutenção das atuais condições monetárias e financeiras da economia global (...). [Biancareli, 2006]

Como resultado deste movimento de preços internacionais dos insumos, a maioria das economias emergentes passa a ser superavitária em conta corrente a partir de 2003. Este fato aumentou ainda mais a entrada líquida de capitais para estas economias, o que as leva a aumentar muito seu nível de reservas, fazendo com que estes sejam muito maiores do que no outro período de cheia do mercado de capitais internacional. Um maior volume de reservas funcionaria como um “colchão de amortecimento” e representaria, segundo Rodrik, uma maior proteção contra as crises que compensaria os custos com este processo<sup>3</sup>.

Os prêmios de risco dos ativos destas economias se tornaram, no período recente, os mais baixos da história. Cresce o interesse do mercado por papéis de economias emergentes sem que seja feita uma grande diferenciação entre estas.

Desde 2003, as economias emergentes conseguiram, em média, alcançar o ritmo de crescimento do período de alta do ciclo da década de 1990. As asiáticas são as mais dinâmicas dentre as economias periféricas e as latino-americanas, em geral, apresentam os níveis de crescimento mais baixos deste conjunto de países. O ciclo de preços de *commodities* tem igualmente uma grande influência na possibilidade de crescimento destas economias, pois suas pautas de exportação são baseadas principalmente nestes produtos. [Biancareli, 2006]

---

<sup>3</sup> “There is convincing evidence that being liquid reduces the probability of suffering a financial crisis. Given high output and social costs of such crises, a plausible case can be made that prevailing liquidity levels are rational, despite their high cost”. [Rodrik, 2006]

Deve-se dar um grande destaque ao papel da economia chinesa no sistema internacional atual: esta economia consegue se descolar do movimento de baixo crescimento dos países emergentes, se tornando importante determinante da demanda internacional por insumos e passa também a ter um maior poder de interferência nos movimentos de capitais internacionais.

## **Capítulo 4:**

### **O Brasil no Ciclo Recente**

Desde o aprofundamento da abertura financeira da economia brasileira em meados da década de 1990, passamos por dois ciclos de liquidez internacional: o primeiro na década de 1990 que teve fim com a seqüência de crises que culminou com a crise brasileira de 1999; o segundo, mais recente, que começou no início de 2003. Ambas as fases ascendentes dos ciclos foram desencadeados por uma queda nos juros americanos, fazendo com que os ativos financeiros dos países emergentes se tornassem mais atrativos (mais rentáveis) apesar dos riscos envolvidos (ver gráfico 1 do Anexo). [Biancarelli, 2006]

O crescimento da economia brasileira foi muito baixo no período estudado em comparação a outras economias emergentes (e ínfimos se comparado ao crescimento da China e da Índia, as duas economias periféricas que mais cresceram). Entre 1994 e 1998, o Brasil cresceu em média 3,24% ao ano; entre 1999 e 2002, no período de reversão dos fluxos de capitais internacionais, o crescimento médio foi de 2,1% ao ano; entre 2003 e 2005, a economia não

conseguiu se recuperar completamente, apresentando um crescimento de apenas 2,56% ao ano. Comparando a média do período que vai de 1994 a 2005, o Brasil tem o 4º pior crescimento dentre as economias periféricas. [Biancareli, 2006]

Os fluxos de capitais que entram no país, por sua vez, têm se modificado muito ao longo destes dois ciclos, ao mesmo tempo acompanhando o movimento geral dos fluxos que se dirigem às economias periféricas, mas mostrando algumas diferenças. A principal delas diz respeito ao movimento dos investimentos externos de portfólio.

No período de 1995 a 1999 (ver gráfico 2 do anexo), no auge do ciclo da década passada, os fluxos de capitais de curto prazo ultrapassavam os fluxos de investimento direto. No entanto, para o conjunto das economias emergentes, os fluxos de curto prazo perdem seu lugar de destaque para os investimentos diretos a partir já de 1994. A partir do começo de 1998, estes fluxos passam a apresentar grandes oscilações, característica básica de um período de instabilidade econômica que levou a uma crise cambial. Como os investimentos de portfólio são os primeiros a responder à incerteza do mercado, verificaram-se maiores oscilações nesta modalidade de fluxos.

No período de reversão do ciclo, de 1999 a 2002 (ver gráfico 3 do anexo), os fluxos de investimento de portfólio diminuíram, enquanto os investimentos diretos se mantiveram praticamente constantes, como ocorreu nas outras economias periféricas neste período. Após o aumento dos investimentos diretos em 1998, estes passaram a ter maior importância dentre os fluxos e a partir do começo de 2000 aumentaram ainda mais, destinados principalmente ao processo muito dinâmico de fusões e aquisições que ocorreu durante os últimos 10 anos. [Biancareli, 2006]

No período recente (ver gráfico 4 do anexo), referente ao atual ciclo de liquidez internacional, se pode notar que o comportamento dos fluxos é diferente do período de 1995 a 1998. No período de sobrelíquidez recente, o grande predomínio é dos investimentos diretos. Os fluxos aumentaram como um todo, mas a predominância dos investimentos diretos dá um caráter de mais longo prazo à lógica que rege os movimentos dos capitais que entram no país (apesar de ainda assim não representarem novas fontes de financiamento, sendo resultado apenas de uma mudança de controle do patrimônio de empresas já estabelecidas – fusões e aquisições). Os investimentos de portfólio estão em níveis altos, o que ainda cria importantes vínculos da economia doméstica com o mercado internacional, mas o maior peso dos investimentos diretos compensa em parte esses movimentos. [Carneiro, 2002 e Prates 2006]

Todavia, apesar da predominância desses investimentos de lógica de longo prazo ser uma característica positiva dos fluxos de capitais recentes, após o ano 2000 a abertura financeira da economia brasileira ampliou-se – com a permissão dos investimentos de portfólio de residentes em todos os segmentos dos mercados financeiros domésticos, inclusive de derivativos (resolução nº 2689 de 2000) –, o que constitui um fator de vulnerabilidade. Associado a isto está também o incentivo fiscal destinado a aumentar o nível dos investimentos de portfólio – uma menor alíquota de imposto de renda para os investimentos de portfólio de maiores prazos, chegando a zero para prazos maiores de dois anos (MP 281 de fevereiro de 2006). Isto pode, por um lado, incentivar o aumento dos prazos destes investimentos que tradicionalmente são regidos pela lógica especulativa de curto prazo, mas por outro, pode levar a um grande aumento no volume de prazos menores, o que gera mais instabilidade. [Prates 2006]

Em relação à vulnerabilidade externa, serão discutidos dois tipos de indicadores: os de liquidez e os de solvência externa. Os indicadores de solvência (ver gráfico 5 do Anexo) indicam a capacidade que o país tem de honrar dívidas no longo prazo. Então, são calculados através da razão entre os diversos tipos de passivos externos (dívida externa líquida privada, pública e total e passivo externo líquido total) e as exportações (que representam a capacidade autônoma do país de gerar divisas internacionais para honrar seus compromissos).

Houve uma significativa alteração no perfil do passivo externo brasileiro (ver gráfico 6 do Anexo), de tal forma que as dívidas externas públicas e privadas, que eram mais volumosas em 2001 em relação aos investimentos externos diretos e de portfólio, sofreram grande redução e passaram a ter menor importância na composição do passivo líquido total. Porém, isso pode ser explicado pelas fases dos ciclos internacionais: em 2001 o ciclo estava na sua fase descendente, com escassez de capital para os países emergentes; já em 2005, o ciclo estava novamente em seu auge, permitindo que as dívidas externas públicas e privadas fossem liquidadas e gerando também um maior fluxo de capitais internacionais, sob a forma tanto de investimentos diretos, como de investimentos de portfólio.

Pelo lado do denominador, apesar do câmbio valorizado, as exportações brasileiras (ver tabela 1 do Anexo) têm aumentado consistentemente nos últimos anos. Este fator se deve muito ao crescimento do comércio internacional, com o aumento do volume transacionado em consequência especialmente da demanda da China e dos EUA, assim como do ciclo de preços de *commodities*, que tem um impacto importante na balança comercial do Brasil, já que as *commodities* primárias, agrícolas e metálicas têm uma importante participação na pauta de exportação brasileira. [Biancarelli 2006 e Prates 2006]

Já os indicadores de liquidez são calculados pela razão entre os diversos tipos de passivos de curto prazo (investimentos de portfólio, principal vencível das dívidas de médio e longo prazos, estoque das dívidas de curto prazo e o saldo em transações correntes) e as reservas internacionais (ver gráfico 7 do Anexo). As reservas aumentaram significativamente como consequência do novo ciclo de liquidez. Nos últimos anos, o estoque de reservas tem aumentado consistentemente, alcançando níveis muito elevados, mas que não chegam ao nível acumulado pelos países asiáticos. O Brasil também foi uma exceção neste processo de acumulação de reservas, pois o nível atual é praticamente igual ao do auge do ciclo anterior. O movimento das reservas das economias periféricas levou-as a níveis que passam largamente os acumulados no ciclo da década de 1990. No entanto, o nível de reservas brasileiras é elevado o suficiente para permitir o pagamento do empréstimo tomado junto ao FMI em 2000<sup>4</sup>. [Biancareli 2006 e Prates 2006]

Dentre os indicadores de liquidez considerados, o indicador elaborado pelo CECON é o único que inclui os investimentos de portfólio no cálculo das obrigações de curto prazo. Pode-se notar que este indicador coloca a vulnerabilidade externa de curto prazo em um patamar mais elevado, apesar de estar também se reduzindo devido ao aumento das reservas internacionais.

Existem também inovações no mercado financeiro, que não são captadas pelos dados do Balanço de Pagamentos, que geram novos tipos de vulnerabilidade externa. O maior exemplo são os derivativos. As operações dos derivativos com câmbio e taxa de juros vinculam esses dois preços-chave da economia ao mercado externo e criam um mecanismo direto de transmissão da instabilidade externa para

---

<sup>4</sup> As reservas ajustadas usadas no cálculo de alguns indicadores são as reservas próprias do país, resultado

a economia doméstica [FARHI & PRATES 2006b]. Nos mercados de câmbio *offshore* também são negociados derivativos vinculados ao Real, independentes da política monetária implementada pelo governo brasileiro. Portanto, os movimentos da taxa de câmbio estão vinculados a fatores exógenos e totalmente fora do controle das autoridades domésticas.

Sendo assim, acredita-se que as melhoras nos indicadores de vulnerabilidade externa são muito mais uma conseqüência do ciclo atual de liquidez internacional do que de uma real melhora na situação da economia brasileira frente ao mercado financeiro internacional. Acredita-se que a economia brasileira ainda não está totalmente imune aos efeitos negativos de uma reversão do humor do mercado internacional, assim como outras economias emergentes também não estão, podendo haver mais uma vez uma reação em cadeia.

No caso brasileiro, há ainda o grande problema do baixo crescimento. A inserção financeira das economias emergentes no novo ciclo de liquidez teve como resultado um crescimento médio elevado, resultado da combinação das condições de financiamento externo e do nível de comércio internacional. [Biancareli, 2006] O país não conseguiu, portanto, tirar proveito da situação internacional positiva, apesar da melhora na situação de vulnerabilidade representada pelos indicadores de liquidez e solvência e do aumento dos fluxos dirigidos ao país. Sendo assim, a economia não conseguiu atingir um nível de dinamismo próprio que a coloque em uma situação mais segura frente a uma redução dos fluxos de capitais internacionais.

## **Capítulo 5:**

### **Desenvolvimentos recentes**

Em maio de 2006, ocorreram alguns eventos que causaram forte instabilidade nas economias emergentes. A divulgação feita, em 17 de maio, pelo FED (banco central norte americano) de um índice de inflação acima do esperado sinalizou para o mercado uma mudança de rumo da política norte-americana no sentido de um aumento da taxa de juros. Esta instabilidade foi impulsionada também pela incerteza do mercado frente ao novo presidente do FED, Ben Bernanke. [Revista EXAME nº11, ano 40]

Como resultado deste evento, a bolsa brasileira apresentou queda de 9% em uma semana, assim como outras bolsas de países emergentes (como a da Índia, por exemplo, que caiu 10% em um único dia). O mercado ficou mais calmo depois do índice satisfatório publicado no dia 26, mas continuou um ambiente de tensão antes de cada novo pronunciamento do FED. [Revista EXAME nº11, ano 40]

O ministro da Fazenda, Guido Mantega, em uma entrevista à revista EXAME de 7 de junho, afirmou que a economia brasileira teria passado no teste por não ter sido atingida pela instabilidade do mercado financeiro. Ele acreditava ainda que a elevação das taxas de juros norte-americanas não é capaz de gerar uma crise séria no Brasil. Segundo o ministro, os níveis mais baixos de vulnerabilidade alcançados nos últimos tempos deixariam a economia em uma situação segura.

Como já foi descrito no capítulo 4, os indicadores de vulnerabilidade e de solvência externa brasileiros efetivamente melhoraram durante o primeiro governo Lula. Porém, como se tentou demonstrar ao longo deste trabalho, a situação das economias emergentes no sistema financeiro internacional, devido às

especificidades de sua inserção, depende muito mais de movimentos das economias centrais do que de políticas realizadas internamente. A autonomia que poderia ser alcançada de acordo com a conformação atual do sistema financeiro internacional só é efetiva para os países de moedas conversíveis. Os emergentes se inserem na parte mais baixa da hierarquia de moedas e são tomadores de preços sem qualquer liberdade de políticas.

Sendo assim, a melhora recente da situação de vulnerabilidade brasileira se insere no movimento mais amplo dos países emergentes, em que os fundamentos das economias melhoraram como resultado da fase de cheia do ciclo de liquidez internacional. Portanto, o movimento esperado de um aumento dos fluxos de capitais atraídos pelos melhores fundamentos não aconteceu. A relação de causa e efeito proposta pela teoria do *mainstream* foi invertida, como mostra a experiência dos países emergentes. [Biancareli, 2006]

Deste modo, no caso de uma reversão do ciclo internacional, o Brasil, assim como muitos outros emergentes, voltaria a ficar em uma posição delicada, podendo sofrer um forte impacto da interrupção dos fluxos de capitais internacionais.



## **Bibliografia**

- AKYÜZ, Y. (1992). *On financial openness in developing countries*. Genebra: UNCTAD (mimeo).
- \_\_\_\_\_ (1993). *Financial liberalization: the key issues*, UNCTAD *Discussion Papers* nº 56, Genebra.
- Banco Central: Séries Especiais – Balanço de Pagamentos ([www.bc.gov.br](http://www.bc.gov.br))
- Banco Central: Notas Econômico-Financeiras para a imprensa – Setor Externo ([www.bc.gov.br](http://www.bc.gov.br))
- BIANCARELI, A. M. (2006) *Países Emergentes e Ciclos Internacionais*. Seção III, Boletim Política Econômica em Foco nº7 (disponível em [http://www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim\\_cecon/boletim\\_cecon.asp](http://www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim_cecon/boletim_cecon.asp))
- BRAGA, J. C. S. (2001) *Economia e Fetice da Globalização Capitalista* (disponível em <http://143.106.37.6/artigos/artigo60.htm>)
- CARNEIRO, R. (2002) *Desenvolvimento em Crise – A economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Editora UNESP, IE-UNICAMP, 2002, 1ª edição.
- CARNEIRO, R. (2006) *Globalização e Inconvertibilidade Monetária*. Texto para discussão nº 120. IE/UNICAMP.
- CHESNAIS, F. (org) *A Mundialização Financeira*.
- Cintra, M. A. M. (1999) *Uma Visão Crítica da Teoria de Repressão Financeira*. Campinas: Editora da Unicamp, 1999.
- Comissão de Valores Mobiliários: Dados sobre investimento de portfólio ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br))
- COUTINHO, L. e BELLUZZO, L. G. (2002) "Financeirização" da Riqueza, Inflação de Ativos e Decisões de Gasto em Economias Abertas ([http://www.dhnet.org.br/w3/fsmrn/biblioteca/48\\_luciano\\_coutinho.html](http://www.dhnet.org.br/w3/fsmrn/biblioteca/48_luciano_coutinho.html))
- FARHY, M. (2006) *O Impacto dos Ciclos de Liquidez no Brasil: Mercados Financeiros, Taxa de Câmbio, Preços e Política Monetária*. Seção V, Boletim Política Econômica em Foco nº7 (disponível em [http://www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim\\_cecon/boletim\\_cecon.asp](http://www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim_cecon/boletim_cecon.asp))
- FARHY, M. e PRATES, D. M. (2006a) *Economias Emergentes e Ciclos de Liquidez*, Instituto de Economia, Unicamp (Trabalho não-publicado).
- \_\_\_\_\_ (2006b) *A Nova Dimensão da Vulnerabilidade Externa*. Boletim Política Econômica em Foco nº 6, Suplemento 1.

- GOLDSTEIN, M e TERNER, P. (2004.) *Controlling currency mismatches in emerging markets*. Washington DC: Institute for International Economics
- International Monetary Fund (IMF) (1997) *International Capital Markets (Development Prospect and Policy Issues)*
- International Monetary Fund (IMF) (2006a) *World Economic Outlook*, Setembro de 2006 (disponível em [www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/02/index.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/02/index.htm))
- Monetary Fund (IMF) (2006b) *Global Financial Stability Report*. Setembro, 2006 (disponível em [www.imf.org/external/Pubs/FT/GFSR/2006/02/index.htm](http://www.imf.org/external/Pubs/FT/GFSR/2006/02/index.htm))
- KEYNES, J.M. (1936). *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Nova Cultural, 1985, 2ª edição.
- PLIHON, D. (1999) *A Economia de Fundos Próprios: um Novo Regime de Acumulação Financeira* ([www.dhnet.org.br/w3/fsmrn/biblioteca/51\\_dominique\\_plihon.html](http://www.dhnet.org.br/w3/fsmrn/biblioteca/51_dominique_plihon.html))
- *Política Econômica em Foco* – Boletim semestral do CECON – Instituto de Economia da UNICAMP. Diversos números. (disponível em [www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim\\_cecon/boletim\\_cecon.asp](http://www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim_cecon/boletim_cecon.asp))
- PRATES, D. M. (1999) *A abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais*. *Revista de Economia Política*, v. 19, n. 1, jan-mar
- \_\_\_\_\_ (2006) *A inserção externa da economia brasileira no governo Lula*. Seção IV, *Boletim Política Econômica em Foco* nº7 (disponível em [www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim\\_cecon/boletim\\_cecon.asp](http://www.eco.unicamp.br/asp-scripts/boletim_cecon/boletim_cecon.asp))
- Revista EXAME. Ano 40, nº 11, de 7 de junho de 2006.
- RODRIK, D. (2006) *The Social Cost of Foreign Exchange Reserves*. CEPR Discussion Paper No. 5483
- STIGLITZ, J. (2000) *Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability*. *World Development*, vol. 28, n.6
- Unctad (2003) *Trade and Development Report, 2003*. Genebra: UNCTAD (cap 2)
- WILLIAMSON, J. & KUCZYNSKI, P. P. (2004) *Depois do Consenso de Washington*. São Paulo: Editora Saraiva, 2004.

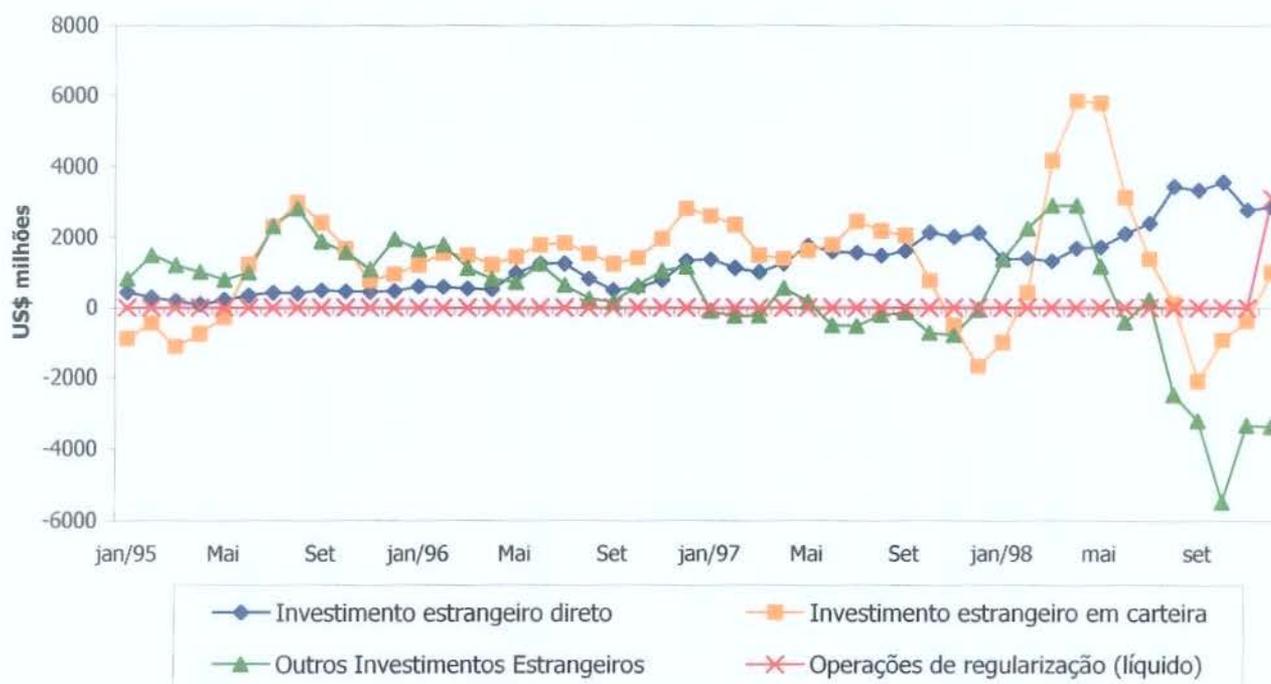
## Anexo Gráfico

### Gráfico 1 – Taxas de Juros Norte-Americanas de curto e longo prazos



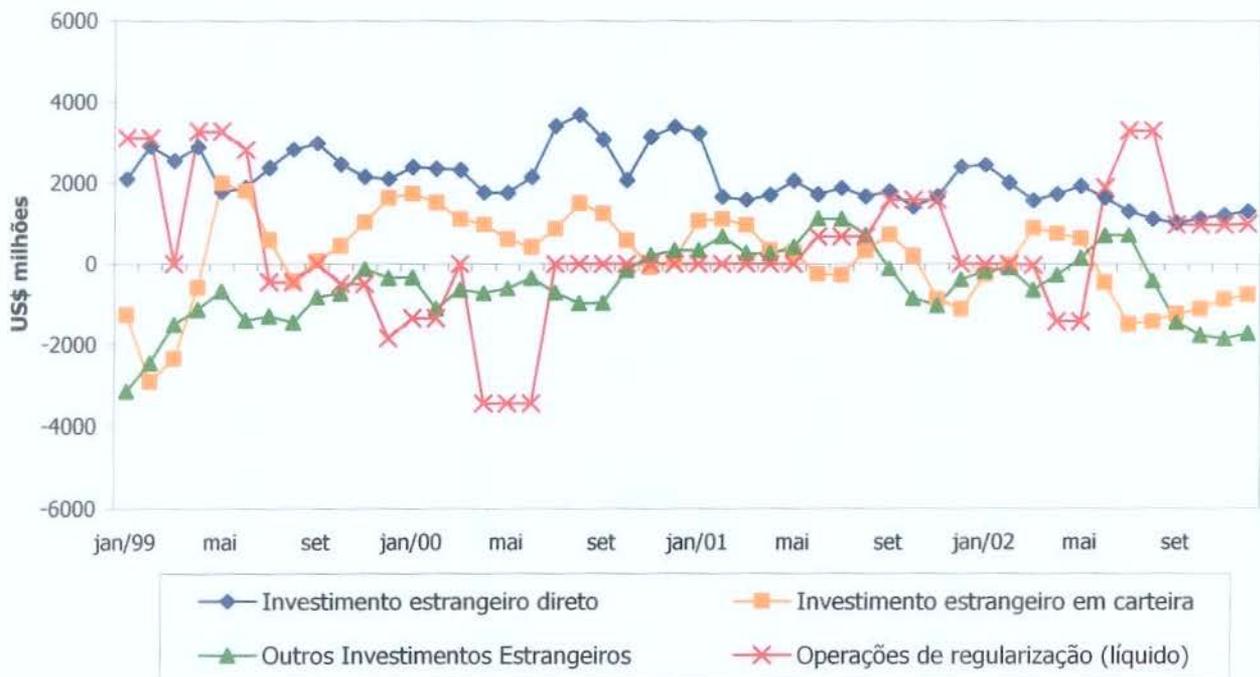
Fonte: OCDE

### Gráfico 2 – Composição da Conta Financeira – Média Móvel (3 meses)



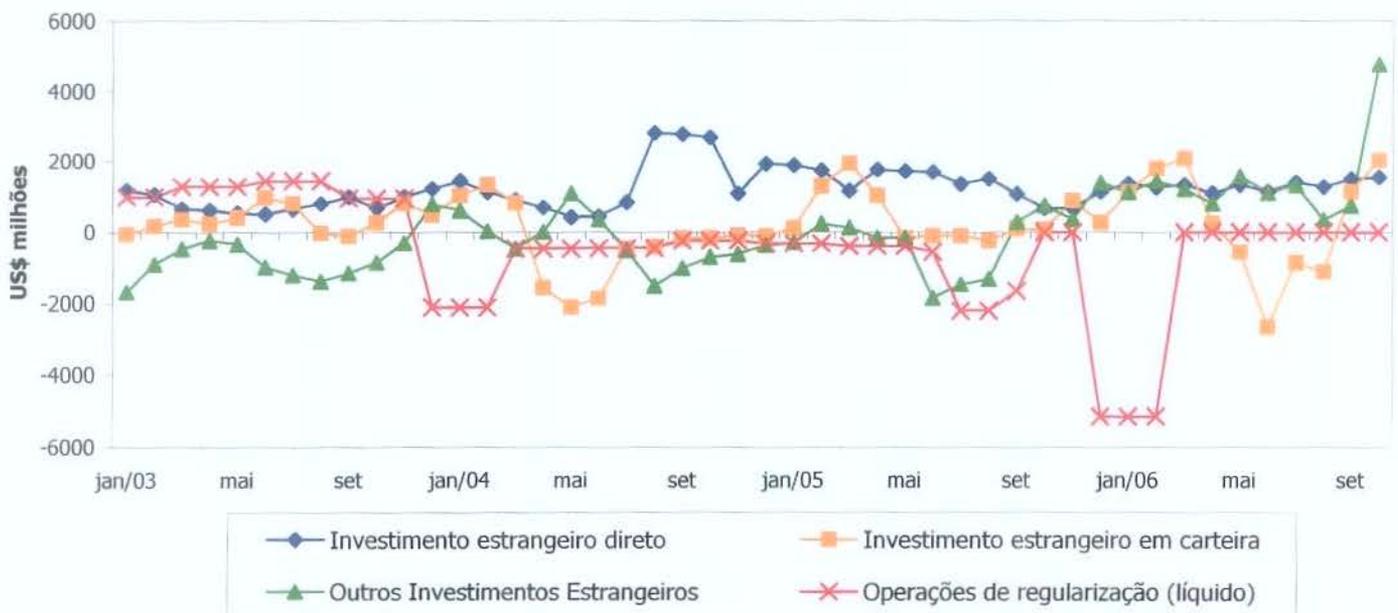
Fonte: Banco Central do Brasil

**Gráfico 3 - Composição da Conta Financeira – Média Móvel (3 meses)**



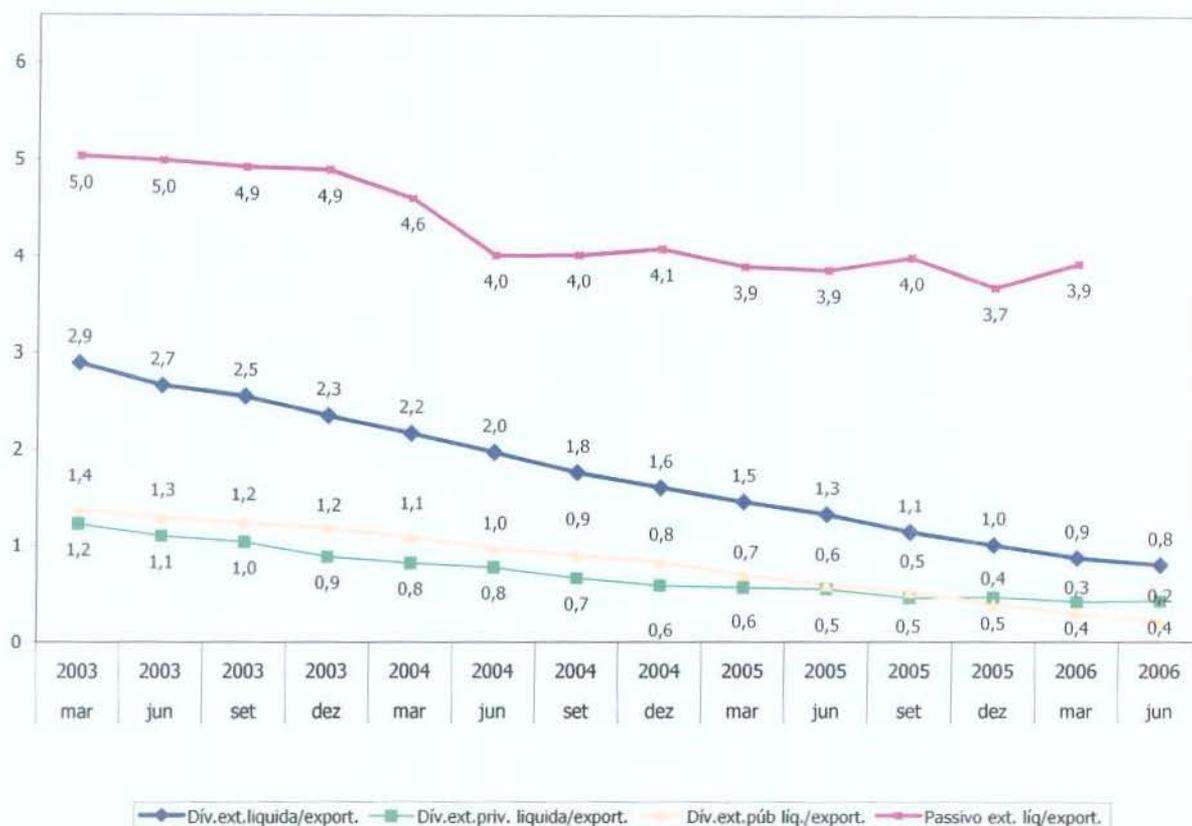
Fonte: Banco Central do Brasil

**Gráfico 4 - Composição da Conta Financeira – Média Móvel (3 meses)**



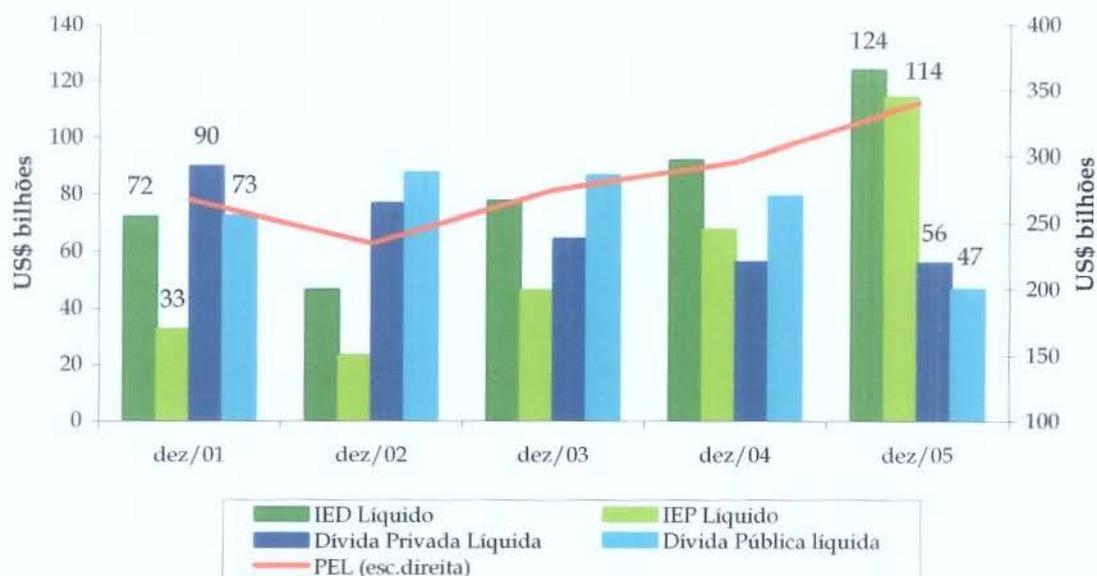
Fonte: Banco Central do Brasil

**Gráfico 5 – Indicadores de Solvência Externa**



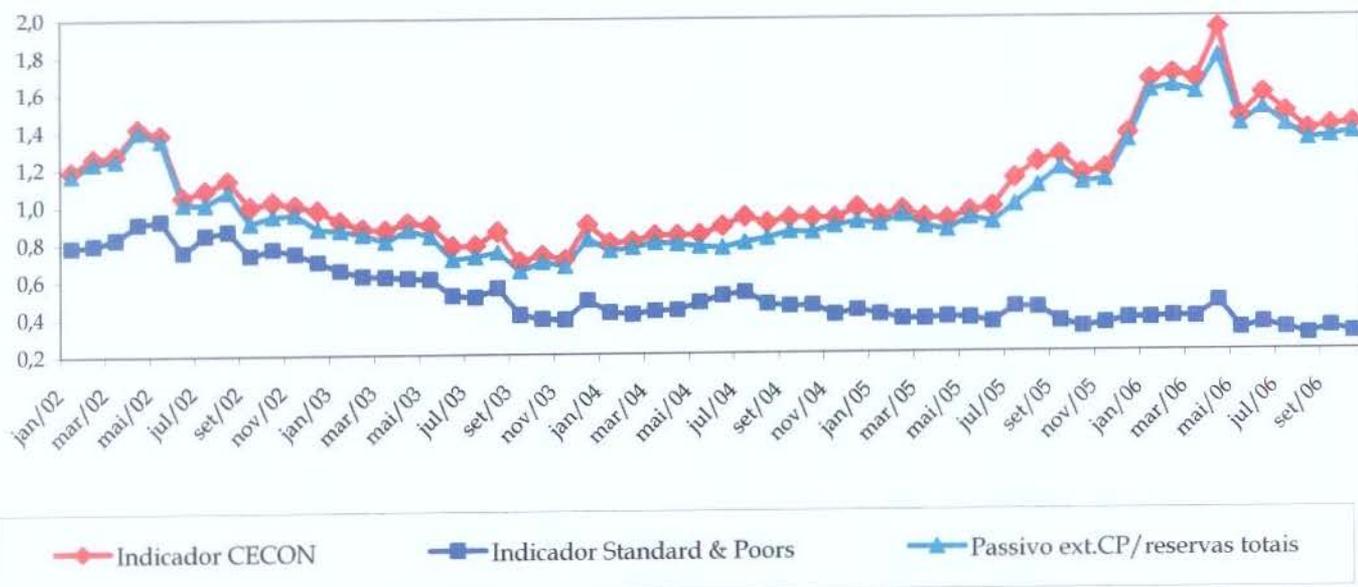
Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

**Gráfico 6 – Passivo Externo Líquido**



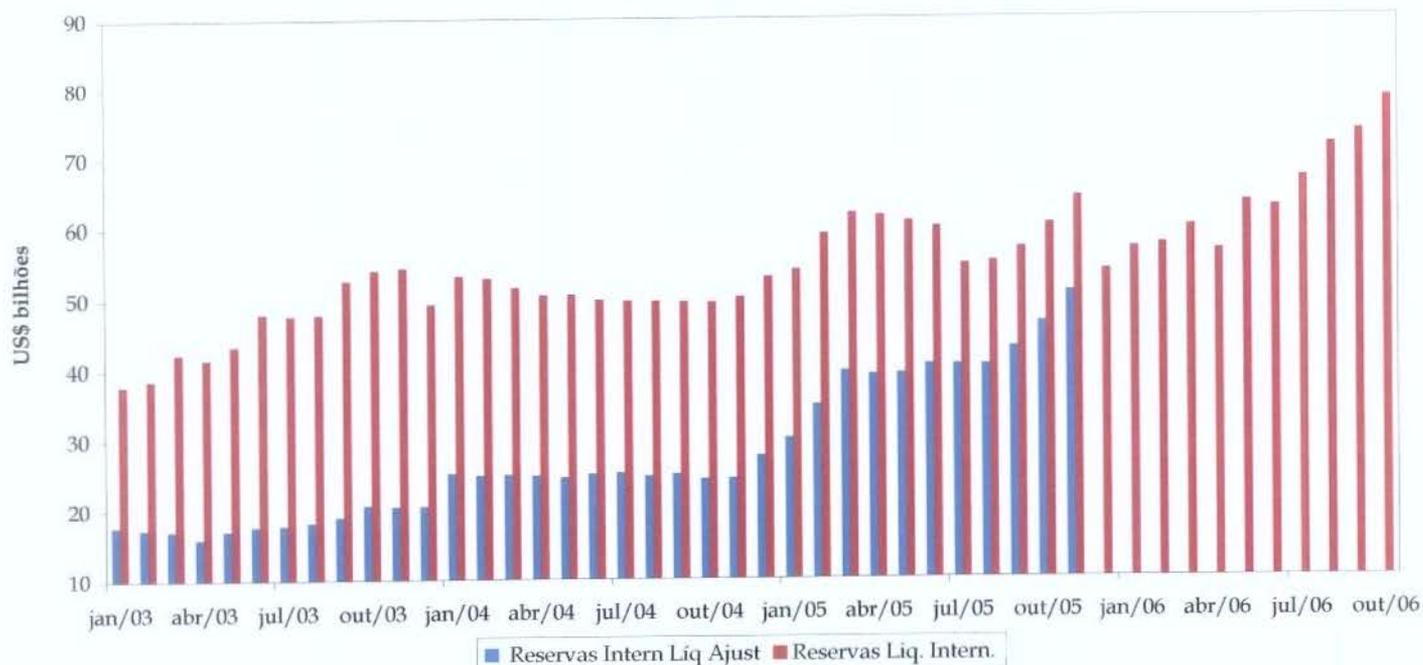
Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

**Gráfico 7 – Indicadores de Liquidez Externa**



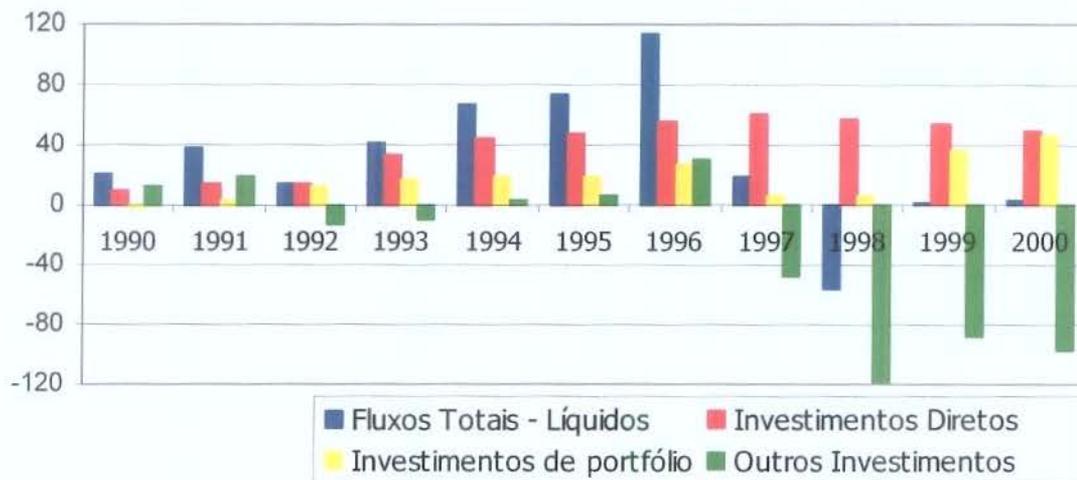
Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

**Gráfico 8 – Reservas Internacionais**



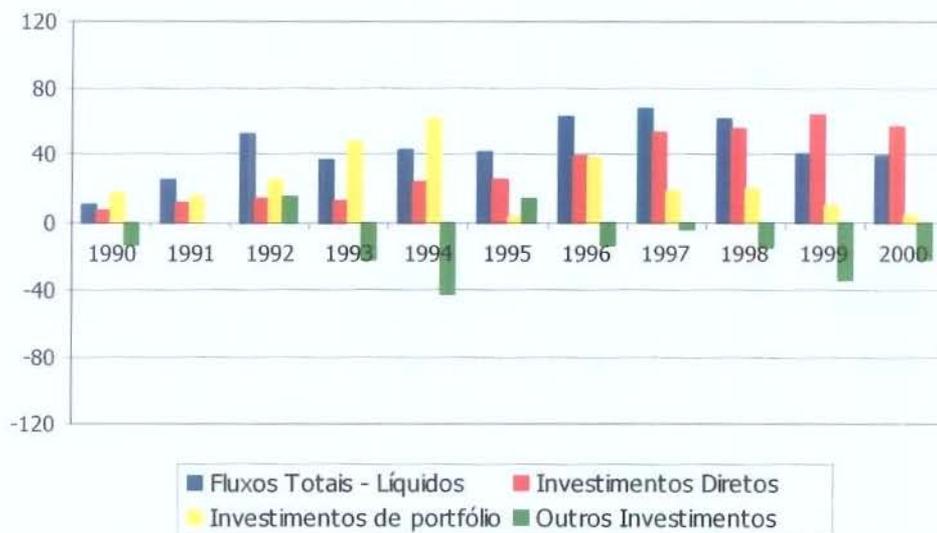
Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.

**Gráfico 9 – Fluxos de Capitais - Ásia**



Fonte: Carneiro 2002, elaboração própria.

**Gráfico 10 – Fluxos de Capitais - América Latina**



Fonte: Carneiro 2002, elaboração própria.

**Tabela 1 – Balança Comercial (em US\$ milhões)**

	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>Acum. Out/06</b>
Balança comercial (fob)	-1.199	-698	2.650	13.121	24.794	33.641	44.748	38.000
<i>Exportação de bens</i>	<i>48.011</i>	<i>55.086</i>	<i>58.223</i>	<i>60.362</i>	<i>73.084</i>	<i>96.475</i>	<i>118.308</i>	<i>113.373</i>
<i>Importação de bens</i>	<i>-49.210</i>	<i>-55.783</i>	<i>-55.572</i>	<i>-47.240</i>	<i>-48.290</i>	<i>-62.835</i>	<i>-73.560</i>	<i>-75.373</i>

Fonte: Banco Central do Brasil, elaboração própria.