

Os fluxos de capitais estrangeiros privados nas economias emergentes, entre 1994 e 2002

Roberto Marcantonio

Economista da FEE.

Resumo

Neste artigo, examinam-se os fluxos líquidos de capitais estrangeiros nas economias em desenvolvimento, entre 1994 e 2002. Nesse sentido, observam-se a evolução do valor total anual e, também, os valores desagregados segundo as três grandes categorias dos chamados investimentos estrangeiros: investimentos diretos, investimentos em carteira e outros investimentos. Como o fluxo total dos recursos declinou e oscilou largamente ao longo do tempo, apontam-se os principais motivos desse comportamento. Finalmente, são considerados alguns dos determinantes da mobilidade internacional dos capitais. Cabe frisar que não se trata de uma abordagem extensiva dos citados determinantes; busca-se, meramente, apontar alguns dos determinantes específicos da mobilidade de cada uma das três categorias de capital.

Palavras-chave

Novo “perfil” de financiamento; queda do fluxo líquido; importância do investimento direto.

Abstract

The article examines the net flow of private foreign capital in the emerging economies, between 1994 and 2002. Therefore it studies the evolution of the yearly total value of the flows and the disaggregate values according to the three big categories of the so-called foreign investments: direct investment, portfolio investments and others investments. As the total resource flow decreased and fluctuated a great deal over time, the article indicates the main reasons for this behavior. Finally, some of the determinants of the

international mobility of capital come into consideration. It is important to emphasize that this is not an extensive approach to the above mentioned determinants; it merely seeks to indicate some of the specific mobility determinants for each of the three categories of capital.

**Os originais deste artigo foram recebidos
por esta Editoria em 26.01.04.**

Introdução

Neste artigo, examina-se a evolução dos fluxos líquidos de capitais estrangeiros privados nas economias emergentes (EE)¹, no período entre 1994 e 2002. O interesse por essa evolução se justifica pelo substancial declínio dos fluxos de financiamentos e pelas mudanças ocorridas na qualidade dos mesmos.²

As referidas mudanças dos fluxos dos financiamentos passaram a se manifestar quando das crises financeiras internacionais iniciadas em países do Sudeste Asiático e na Rússia, em 1997 e 1998. Entre 1994 e 1996, a média anual dos financiamentos estrangeiros líquidos totais alcançou US\$ 196,1 bilhões; de 1997 a 2002, a mesma variável atingiu US\$ 66,8 bilhões. Não obstante essa queda, nos mesmos períodos, a média anual dos IED subiu de US\$ 95,0 bilhões para US\$ 150,0 bilhões. Mais adiante, esses fatos são abordados com o devido detalhamento. No momento, os aspectos

¹ Neste artigo, a denominação EE foi adotada em respeito às fontes das estatísticas utilizadas, quais sejam, análises do Fundo Monetário Internacional (FMI). De acordo com essas fontes, as EE compreendem os países em desenvolvimento e em transição para o capitalismo, além de Coreia, Cingapura, Taiwan, Província da China e Israel.

² Os fluxos internacionais de capital compreendem três categorias: investimentos estrangeiros diretos (IED), investimentos em carteira e outros investimentos. Os recursos especulativos, por excelência, são os investimentos em carteira; os chamados outros investimentos são as operações de empréstimos de curto e longo prazos. Por mudança da **qualidade** dos fluxos de capitais deseja-se expressar a mudança da participação percentual de cada uma das três categorias citadas na totalidade líquida dos financiamentos.

apontados são suficientes para permitir afirmar-se que as mudanças ocorridas delinearam um novo “perfil” para os fluxos de financiamentos externos nas economias emergentes. Novo “perfil”, cabe insistir, definido por menor montante do financiamento líquido total e por participação percentual diferente das três categorias de capitais.

Além desta introdução, o presente artigo desdobra-se em três tópicos. No primeiro, descreve-se a evolução do financiamento estrangeiro privado nas EE. No segundo tópico, apontam-se, de forma sumária, as causas mais relevantes, segundo se entende, da evolução dos fluxos de capitais nas economias emergentes.

Os fluxos de capitais internacionais são determinados por um conjunto de fatores. Contudo cabe notar que os fluxos de cada uma das três categorias de capitais internacionais estão submetidos, em boa medida, a uma lógica específica de movimentação. No terceiro tópico deste artigo, tenta-se, parcialmente, distinguir essas lógicas específicas. A partir dessa distinção, busca-se, também, examinar como a lógica de movimentação de cada categoria de capital interage com o regime de câmbio vigente, seja fixo, seja flutuante. Acredita-se que a consideração dos aspectos ora referidos contribui para melhor entender a evolução do financiamento externo nas EE. Assim, deve contribuir, igualmente, para melhor avaliar as perspectivas do financiamento externo no Brasil.

Evolução dos fluxos de capitais estrangeiros

Neste tópico, descreve-se a evolução dos fluxos líquidos de capitais estrangeiros nas EE. A descrição é realizada através de dois “momentos”. Primeiro, são apontadas as trajetórias do financiamento total e, também, dos IED, investimentos em carteira e outros investimentos, no conjunto das EE, de 1994 a 2002. Posteriormente, o mesmo tipo de descrição é realizado, contemplando-se os cinco seguintes grupos de economias emergentes: África, Ásia em desenvolvimento, Oriente Médio e Turquia, Hemisfério Ocidental e economias em transição (para o capitalismo).

A Tabela 1 fornece, em primeiro lugar, os fluxos anuais de financiamento nas EE. Essas estatísticas servirão para estabelecer relações de causas e efeitos mais precisas, cronologicamente, quando, adiante, forem apontadas as principais causas da evolução dos fluxos de financiamentos. De outra

parte, constam as médias anuais dos fluxos de capital em quatro períodos: 1994-96; 1997-99; 2000-01; e 2002. O critério de periodização baseou-se — um tanto frouxamente — na grandeza anual da totalidade dos fluxos líquidos.

Tabela 1

Fluxos líquidos de capitais estrangeiros privados nas economias emergentes — 1994-02

(US\$ bilhões)

ESPECIFICAÇÃO	1994	1995	1996	MÉDIA 1994-96
Fluxo total de capitais (1)	151,7	208,4	228,3	196,1
Investimento direto	80,6	95,0	109,5	95,1
Investimento em carteira	113,0	48,8	94,6	85,5
Outros capitais privados (2)	-41,9	64,6	24,2	15,6
Memorandum				
Conta corrente	-71,6	93,5	90,4	-85,2

ESPECIFICAÇÃO	1997	1998	1999	MÉDIA 1997-99
Fluxo total de capitais (1)	75,7	53,4	96,0	75,0
Investimento direto	136,0	148,8	156,8	147,2
Investimento em carteira.....	48,5	1,7	41,4	30,5
Outros capitais privados (2)	108,8	-97,1	102,2	-102,7
Memorandum				
Conta corrente	-71,8	-51,3	34,0	-29,7

ESPECIFICAÇÃO	2000	2001	MÉDIA 2000-01	2002
Fluxo total de capitais (1)	51,1	38,8	45,0	85,9
Investimento direto	149,0	170,5	159,8	139,2
Investimento em carteira	12,1	38,5	-13,2	36,6
Outros capitais privados (2)	110,1	93,2	-101,7	16,7
Memorandum				
Conta corrente	125,7	84,1	104,9	114,3

FONTE DOS DADOS BRUTOS: FMI.

NOTA: Os mercados emergentes compreendem os países em desenvolvimento, os países em transição, além de Coreia do Sul, Cingapura, Taiwan e Israel.

(1) Exclui Hong Kong SAR. (2) Por causa de limitações estatísticas, podem incluir alguns fluxos oficiais.

Na Tabela 1, chamam atenção o elevado valor da totalidade média anual dos financiamentos — US\$ 196,1 bilhões — no período inicial da série e seu grande declínio posterior. No período de 1997 a 1999 e em 2000 e 2001, a mesma variável registra, respectivamente, US\$ 75,0 bilhões e US\$ 45,0 bilhões. Em segundo lugar, constata-se uma mudança substancial da participação percentual das três diferentes categorias de investimentos no total dos financiamentos: aumentaram os valores dos IED, enquanto caíram, a ponto de se tornarem largamente negativas, as demais fontes de recursos. Entre 1994 e 1996, os IED representavam 48,5%, em média, da totalidade dos financiamentos. Nos dois períodos subseqüentes, os IED alcançaram valores equivalentes a, respectivamente, 196,3% e 355,1% do total líquido dos financiamentos. Quer dizer, os IED passaram a financiar vultosas saídas líquidas das demais categorias de investimentos.

A evolução dos outros investimentos manifesta, ao longo da série, aspectos que devem ser salientados. Constata-se que contribuiu modestamente — com cerca de 8,0% — para a soma dos financiamentos no período inicial. Posteriormente, registrou amplíssima repatriação de recursos, em praticamente todos os anos, a partir de 1997. Em todo o período examinado, as saídas líquidas somaram US\$ 481,2 bilhões; entre 1997 e 2002, as saídas líquidas atingiram o valor de US\$ 528,1 bilhões. Em suma, o conjunto das EE vem evidenciando capacidade de expressiva redução de sua dívida externa. Por seu turno, a categoria investimentos em carteira alcançou a média anual de US\$ 85,5 bilhões no período inicial, correspondente à elevada percentagem de 43,6% da totalidade dos recursos. Nos dois períodos subseqüentes, o valor absoluto caiu, respectivamente, para US\$ 30,5 bilhões e para valores negativos de US\$ 13,2 bilhões. Em 2002, registraram valores negativos de US\$ 36,6 bilhões. Ou seja, constata-se a clara contração da presença dos recursos, por excelência, especulativos.

É necessário, antecipadamente, dizer duas ou três palavras sobre as causas da evolução dos financiamentos. O declínio dos fluxos no período 1997-99 esteve associado, principalmente, às crises ocorridas no Sudeste Asiático, na Rússia e no Brasil, inclusive porque tais crises acirraram a aversão ao risco dos investidores. Nos anos 2000 e 2001, a continuidade do declínio das entradas líquidas de capitais vinculou-se, em grande parte, à desaceleração das economias norte-americana e mundial. A partir do “apagar das luzes” de 2001, a retomada do crescimento, nos Estados Unidos e em outras economias, alentou o crescimento mundial. O fato parece ter sido a principal causa do aumento de 121,4% — de acordo com os números da Tabela 1 — do financiamento total em 2002, na comparação com o ano anterior. Cabe frisar que, em 2002, os IED se mantiveram como fonte única

de financiamento privado estrangeiro, e o fluxo líquido total representou menos da metade do valor médio anual do período inicial.

As observações acima permitem as seguintes conclusões. A partir de 1997, os fluxos de capitais estrangeiros nas EE, evoluíram de forma a definir um novo “perfil”, que pode ser assim descrito: (a) financiamento total líquido anual muito menor do que o anteriormente verificado; (b) aumento expressivo dos IED, que terminaram por se constituir na fonte privada exclusiva de recursos financeiros externos; (c) queda substancial dos investimentos em carteira, que, nos anos mais recentes, registraram fluxo médio negativo elevado; (d) o fluxo líquido da categoria outros investimentos tornou-se largamente negativa desde 1997, embora tenha diminuído o repatriamento de recursos no último ano da série. Essas constatações tomam como base as estatísticas agregadas do conjunto das EE. Por isso, cabe perguntar se, de fato, existe um “perfil” de financiamento estrangeiro dominante nas EE, ou se os valores examinados encobrem grandes diferenças entre os países.

A tentativa de dar resposta à questão mencionada é empreendida a seguir, de maneira um tanto precária. Isto porque o pleno esclarecimento desse aspecto apenas poderia ser alcançado através do exame dos fluxos de financiamentos externos em cada uma das economias nacionais. O exame realizado, contudo, utiliza estatísticas referentes a cinco grupos de economias emergentes: África, Ásia em desenvolvimento, Oriente Médio e Turquia, Hemisfério Ocidental e países em transição.

Examinando a Tabela 2, constata-se que, em três dos cinco grupos — África, Ásia em desenvolvimento e Hemisfério Ocidental —, o novo “perfil” de financiamento emergiu claramente. De outra parte, como se verá logo adiante, no grupo países em transição, a caracterização do novo “perfil” é um pouco menos marcada, enquanto o grupo Oriente Médio e Turquia difere do mesmo de forma substancial. Nos três primeiros grupos citados, os aspectos mais relevantes verificados são a redução do valor total líquido do financiamento, o aumento dos IED e as amplas saídas líquidas de outros investimentos; os investimentos em carteira declinaram e tenderam a se tornar negativos nos anos mais recentes. Logo, os IED se tornaram a única grande fonte ativa de financiamento estrangeiro privado.

No grupo países em transição, a evolução do financiamento forâneo guarda similitudes e diferenças frente às tendências mais gerais. A diferença mais importante reside no fato de que o financiamento estrangeiro total aumentou na comparação dos primeiros com os últimos anos da série, a despeito de haver declinado em anos intermediários. Tal aumento se explica, em grande parte, pelo crescimento dos IED — fato, de resto, constatado nos três grupos anteriormente mencionados — e, de outro lado, pelo

comportamento singular dos investimentos em carteira e dos outros investimentos, que, quase sempre, mantiveram entradas anuais positivas. De qualquer forma, os IED adquiriram grande importância como fonte de financiamento, representando 86,3% do valor total acumulado entre 1999 e 2002. A elevada importância assumida pelos IED faz emergir, no grupo países em transição, uma característica essencial do novo “perfil” de financiamento vigente nas EE.

Tabela 2

Fluxos líquidos dos capitais estrangeiros privados nas economias emergentes: África, Ásia em desenvolvimento, Oriente Médio e Turquia, Hemisfério Ocidental, países em transição — 1994-96, 1997-99, 2000-01 e 2002

(US\$ bilhões)

ESPECIFICAÇÃO	MÉDIAS DOS PERÍODOS			TOTAL DE 2002
	1994-96	1997-99	2000-01	
África				
Fluxo de capital privado.....	11,87	11,03	5,40	5,50
Investimento direto.....	2,80	7,83	15,10	8,90
Investimento em carteira.....	2,97	6,30	-5,65	-1,20
Outros investimentos privados.....	6,13	-3,13	-4,05	-2,30
Ásia em desenvolvimento				
Fluxo de capital privado.....	97,30	-8,87	-1,40	69,50
Investimento direto.....	50,33	58,67	49,75	55,30
Investimento em carteira.....	25,43	1,20	-4,60	-18,10
Outros investimentos privados.....	21,47	-68,73	-46,55	32,30
Orientes Médio e Turquia				
Fluxo de capital privado.....	11,13	7,73	-28,55	-25,30
Investimento direto.....	5,30	5,57	9,10	7,30
Investimento em carteira.....	3,80	-5,77	-17,70	-14,20
Outros investimentos privados.....	2,00	7,90	-20,00	-18,40
Hemisfério Ocidental				
Fluxo de capital privado.....	50,50	57,40	42,60	2,10
Investimento direto.....	26,33	55,10	61,50	38,50
Investimento em carteira.....	38,70	23,87	12,00	-6,50
Outros investimentos privados.....	-14,57	-21,60	-30,85	-29,80
Países em transição				
Fluxo de capital privado.....	25,30	7,80	26,90	34,10
Investimento direto.....	10,20	20,03	24,30	29,20
Investimento em carteira.....	14,60	4,90	2,80	3,40
Outros investimentos privados.....	0,53	-17,17	-0,15	1,50

FONTE: FMI.

No grupo Oriente Médio e Turquia, os fluxos líquidos de recursos estrangeiros guardam baixa similaridade com o novo “perfil” de financiamento dominante nas EE. O principal fator de diferenciação reside na persistente e, em certos anos, elevada saída líquida de recursos verificada desde 1999. Assim, entre esse ano e 2002, o fluxo total dos recursos acumulou saídas líquidas de US\$ 86,3 bilhões. A despeito de os IED terem aumentado no decorrer dos anos, seu crescimento não logrou compensar de forma plena as saídas líquidas das categorias investimentos em carteira e outros investimentos, que atingiram proporções excepcionalmente elevadas.

As observações precedentes permitem concluir que, apenas em um dos grupos de países examinados — grupo Oriente Médio e Turquia —, o novo “perfil” de financiamento estrangeiro não se confirma, em vista da intensa e persistente saída líquida de recursos.

As principais causas da evolução do financiamento externo nas economias emergentes

Neste tópico, procura-se apontar as causas mais gerais e importantes da evolução dos fluxos líquidos de financiamentos externos nas EE, entre 1994 e 2002. De acordo com a descrição precedente, são identificados dois períodos de queda dos fluxos de capital — de 1997 a 1999 e em 2000 e 2001 — e um ano de recuperação, 2002. Atribui-se importância ao regime cambial vigente — fixo ou flutuante — na determinação do valor e da qualidade dos financiamentos externos. Esse aspecto é tratado, separadamente, no tópico seguinte.

Abaixo, fala-se da redução dos fluxos (líquidos) de capitais estrangeiros, seja porque os valores totais declinaram, seja por simplificação. Convém não perder de vista que, de fato, os fluxos que diminuíram ou se tornaram negativos foram os dos investimentos em carteira e dos outros investimentos. A tendência dos IED foi de aumentarem. Nos nove anos da série, os mesmos declinaram apenas em 2000 e 2002.

No período entre 1997 e 1999, a causa principal do declínio da entrada líquida total de recursos estrangeiros nas economias emergentes foi a sucessão de graves crises financeiras, que, iniciadas num país ou em um pequeno grupo de países, evidenciaram elevada capacidade de contágio internacional, com maior impacto nas economias em desenvolvimento. As

repercussões das crises fizeram-se sentir, de forma específica, inclusive, nos países industrializados, forçando-os a tomarem providências concretas em defesa de seus próprios interesses. Assim, em 1997, esses países, conjuntamente, reduziram as taxas de juros, até que os efeitos e as ameaças da crítica instabilidade dos mercados financeiros se dissipassem.

O acima enunciado da principal causa da diminuição dos financiamentos externos nas EE — a sucessão de crises financeiras internacionais —, embora verdadeiro, toma os fatos por seus aspectos mais aparentes. De acordo com o que se entende ser uma consideração dos aspectos mais essenciais, essa separação entre a causa principal (as crises financeiras internacionais) e seus efeitos (o declínio dos financiamentos) tem pouco sentido. Entende-se que esses dois aspectos são a manifestação de uma única coisa: a reversão de um movimento especulativo internacional, caracterizada — como é de praxe — por forte tendência de contração da liquidez, que, ao causar um primeiro surto de crises, gerou motivos para se fortalecer e, assim, causar novas crises. Em grande parte, é nessa perspectiva que o tema é tratado abaixo.

No período entre 1997 e 1999, a sucessão de crises financeiras e o forte declínio dos fluxos de capitais estrangeiros nas economias emergentes foram causados, fundamentalmente, pelo comportamento inerente às atividades mais especulativas dos mercados financeiros, que, de tempos em tempos, em vista da volatilidade das expectativas, tendem a alternar fases de euforia e expansão “irracional” com fases de pessimismo e retração também “irracional”. Essa afirmativa se refere tanto à queda dos financiamentos externos — entre 1997 e 1999 — como à grande magnitude dos mesmos financiamentos no período precedente.³

Alan Greenspan destaca, como causa imediata da crise financeira do Sudeste Asiático iniciada em 1997, a mudança das expectativas dos investidores. É conveniente citar Greenspan (1998) para respaldar o ponto de vista acima exposto:

³ Pode-se tomar como indicativo da grande expansão dos fluxos de financiamentos nas EE, até 1997, o ocorrido na Ásia da região do Pacífico. A respeito, diz Alan Greenspan (1997): “As entradas líquidas de capital estrangeiro aumentaram, mas, até anos recentes, eram relativamente modestas. O Banco Mundial estima que as entradas líquidas de empréstimos de longo prazo, investimentos diretos e para a aquisição de ações, na Ásia da região do Pacífico, eram de apenas cerca de US\$ 25 bilhões em 1990, mas explodiram para mais de US\$ 110,0 bilhões em 1996; dados menos abrangentes sugerem que as entradas se elevaram para um nível ainda mais alto no início deste ano (tradução do autor)”. Aliás, a forte retomada dos fluxos de financiamentos estrangeiros, no Brasil, a partir de 1992 também respalda a suposição de que, nas EE, a maré montante dos recursos externos data do início da década de 90.

“A causa imediata do colapso (...) foi a emergência, entre os emprestadores internacionais, de uma ampla dúvida sobre a possibilidade de que o dramático crescimento entre os 'Tigres' Asiáticos pudesse ser sustentado. (...) o aumento inicial da incerteza do mercado conduziu a uma aguda elevação dos descontos sobre direitos futuros de renda e, conseqüentemente, à queda dos preços dos ativos reais e das ações. O processo tornou-se auto-alimentado (...) aumentando os prêmios de risco, os fatores de desconto e (causando) uma aguda queda da produção (tradução do autor)”.

A exemplo de outros economistas, Greenspan diz que a crise em questão não foi prevista pelos analistas, ou seja, que os mesmos não se depararam, na economia real, com indícios do desastre iminente. A ausência desses indícios reforça o entendimento de que a causa, por excelência, da crise foi a súbita convicção dos agentes econômicos de que os preços atribuídos aos ativos eram, por excessivos, insustentáveis.

A virulência do contágio internacional das crises financeiras foi verificada, já no caso do México, em 1994. Com muito maior intensidade, repetiu-se na crise do Sudeste Asiático. Está certo Stanley Fischer ao afirmar que a crise do Sudeste Asiático, em alguma medida, provocou a crise russa, que, por sua vez, contagiou a América Latina, a Europa Oriental e o restante da anterior União Soviética. Esse encadeamento permite perceber, na sucessão das crises, o desdobramento de um único processo. Esse processo teve sua continuidade sustentada, principalmente, pela reversão das expectativas, ainda que as primeiras etapas da crise tenham gerado fatos reais que agiram no mesmo sentido, como se verá a seguir. A crise do Sudeste Asiático — ela mesma resultante de substancial mudança das expectativas — é um marco divisório entre anos de euforia e anos de assustada suscetibilidade aos sinais de risco.

Além dos aspectos acima citados, vários outros fatores de secundária — embora não pequena — importância contribuíram para que sucedessem, ao longo dos anos, surtos de crises de confiança. Entre tais fatores se alinham os efeitos restritivos das anteriores crises financeiras sobre o ritmo de crescimento do produto global e do comércio internacional. A perspectiva ou a constatação desses fatos gerou o temor de que algumas EE se deparassem com dificuldades adicionais para exportar e, por isso, com aumento do déficit em transações correntes, num momento de contração dos fluxos de financiamentos externos. Isso colocou em posição de maior fragilidade, principalmente, economias com relevantes desequilíbrios macroeconômicos. Não raro, a própria sequência das crises, ao se refletir

com maior ou menor intensidade sobre as economias nacionais, contribuiu para a deterioração dos seus fundamentos. Em parte, o Brasil é um exemplo desse tipo de circunstância. Isso não significa dizer que os fundamentos econômicos nacionais resultaram “fora de lugar” meramente em decorrência do fator apontado.

No conjunto das EE, em 2000 e 2001, a média anual do fluxo total de capitais privados caiu cerca de 40,0% na comparação com o período 1997-99. A entrada líquida média dos IED cresceu 8,6%, enquanto as das demais categorias de investimentos foram amplamente negativas. A queda do fluxo total líquido de capital, no período em questão, foi causada, em grande parte, pela desaceleração das taxas de crescimento da economia global. Entre o terceiro trimestre de 2000 e a proximidade do final de 2001, a economia dos Estados Unidos experimentou forte tendência à desaceleração. Esse fato logo repercutiu negativamente sobre o ritmo de crescimento das demais economias industrializadas e, por via de consequência, sobre a expansão do produto global e do comércio internacional. Na retomada do crescimento, desde o “apagar das luzes” de 2001, a economia norte-americana jogou, novamente, um papel crucial.

A primeira etapa da desaceleração da economia norte-americana causou graves preocupações a muitos analistas. O leitor há de lembrar que, no segundo semestre de 2000, se discutia se a economia norte-americana realizaria uma mera desaceleração de seu crescimento ou se articularia efeitos traumáticos naquele país e no mundo. Nos termos utilizados à época, especulava-se se aquela economia realizaria um *hard landing* ou um *soft landing*. As expectativas mais pessimistas baseavam-se, no mínimo, em três características daquela economia: a elevada participação das ações na composição do patrimônio das famílias; o importante papel que a venda de ações desempenha, no financiamento dos investimentos; e a “bolha” especulativa que, há anos, elevava o preço das ações, principalmente nos Estados Unidos. Os temores eram de que os declínios da produção e dos lucros das empresas precipitassem forte queda dos preços das ações e, portanto, do patrimônio e do consumo familiares. O *hard landing* consistiria, em parte, no fechamento de um círculo causal vicioso entre esses acontecimentos, derrubando a economia. De outra parte, a queda dos preços das ações elevaria o custo de captação de capital das empresas, provocando o adiamento dos investimentos e dificultando a retomada do crescimento.⁴

⁴ A queda do valor das ações, nos Estados Unidos e na generalidade dos países industrializados, efetivou-se sem desencadear os graves malefícios do *hard landing*. Não obstante, o fato passou a ser identificado como um fator adicional adverso à recuperação do crescimento mun-

O *hard landing* da economia norte-americana não se realizou. Contudo os temores de que ocorresse, por certo, contribuíram, ao lado da expressiva queda das bolsas de valores e da diminuição do crescimento — em ambos os casos, não apenas nos Estados Unidos, mas também nos países industrializados —, para reduzir os fluxos de financiamento estrangeiro nas EE, em 2000 e 2001.

Em 2002, refletindo, principalmente, certa aceleração da produção nos Estados Unidos, na Inglaterra e em um conjunto de países asiáticos, a economia mundial manteve a retomada do crescimento a partir do início do ano. Em grande parte, como reflexo do fato anterior, no mesmo ano, os fluxos líquidos de capital para as economias emergentes cresceram 121,4%, atingindo o segundo valor mais elevado desde 1997. A despeito desse fato, a soma dos financiamentos representou apenas 45,6% da média anual do período inicial da série. A categoria outros investimentos, por reduzir a saída líquida de recursos de US\$ 93,2 bilhões para US\$ 16,7 bilhões, foi a responsável, quase exclusiva, pelo aumento da entrada líquida de capitais. Os IED, a despeito de apresentarem retração de 28,4%, mantiveram-se como a única fonte efetiva de novos financiamentos.

Anotações, especulações e interpretações em torno do tema

Desde 1995, a economia nacional enfrentou uma série de crises de confiança, caracterizadas, dentre outros fatos, pela fuga de capitais estrangeiros. Acerca desse fato, entre os economistas houve certo consenso no entendimento de que a perda de reservas externas era causada pela exacerbação da aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais e pela elevada classificação do Risco-Brasil, dada a precariedade dos fundamentos macroeconômicos do País.⁵ Desses fatos, apenas interessa lembrar, no momento, que: primeiro, nas crises de confiança caracterizadas por rápida perda de reservas externas, nem todas as categorias de capital estrangeiro se puseram em fuga; e, segundo, entre as que o fizeram — os

dial, principalmente em vista do papel crucial que as ações exercem nos Estados Unidos e na Inglaterra.

⁵ A incontrolável perda de reservas externas em 2002 foge à caracterização feita acima, porque a causa primordial daquela crise foi o temor de que o provável futuro Governo Lula abandonasse a política de estabilidade e desrespeitasse contratos de crédito externos e internos.

investimentos em carteira e os outros investimentos —, constataram-se relevantes diferenças de comportamento. Por exemplo, tornou-se notório que os investimentos em carteira são os primeiros responsáveis pelo “estouro da manada”, seja cronologicamente, seja pela proporção das saídas. Nesses aspectos, embora seguidos pelos capitais de crédito de curto e longo prazos — os outros investimentos —, os comportamentos guardam diferenças relevantes. De outra parte, nas mesmas ocasiões, os fluxos de IED mantiveram-se, evidenciando elevadíssima ou total insensibilidade aos riscos percebidos pelas duas outras categorias de capital.

Este tópico consiste numa primeira tentativa de esclarecer algumas das diferenças de comportamento existentes entre os fluxos dos investimentos em carteira, dos outros investimentos e dos IED.

O discernimento mais claro dessas diferenças contribui para melhor explicar a evolução dos fluxos de capital nas EE, no período anteriormente observado. Acredita-se, também, que a consideração das citadas diferenças e o novo “perfil” de financiamento estrangeiro vigente, nos últimos anos, nas EE, podem contribuir para avaliar as possibilidades futuras do financiamento externo da economia brasileira.

As considerações expostas neste tópico foram elaboradas à luz de alguns conceitos amplamente conhecidos, como, por exemplo, o da eficiência marginal do capital. Esses conceitos, os fatos observados e o exercício lógico produziram os entendimentos expostos abaixo. No que segue, é examinada, dentre outros aspectos, a influência do vigente regime de câmbio — fixo ou flutuante — sobre os fluxos de capitais especulativos, ou seja, os investimentos em carteira. Para simplificar a abordagem, supõe-se que existem apenas os dois regimes de câmbio citados.

Como ponto de partida, cabe lembrar que as desvalorizações cambiais oneram todos os pagamentos ao Exterior que exigem conversão de moeda nacional em moeda estrangeira. Portanto, um pagamento posterior a uma desvalorização cambial suporta uma perda, na comparação com uma situação em que a desvalorização não haja ocorrido. O risco de tal perda está presente no câmbio flutuante e, em princípio, ausente no câmbio fixo.⁶ Sob a ótica estrita dessa constatação, conclui-se, logicamente, que o câmbio fixo, por não oferecer tal risco, é um fator de incentivo às operações dos capitais especulativos internacionais e que o câmbio flutuante, por oferecer o risco mencionado, inibe, em certa medida, as mesmas operações.

⁶ Evidentemente, a argumentação abstrai, ao menos momentaneamente, o risco de “quebra” do regime de câmbio fixo.

As experiências da década de 90 evidenciam que, dependendo do “ânimo” dos mercados financeiros internacionais, os capitais de curtíssimo prazo, na vigência de câmbio fixo, poderão afluir de forma vultosa, para certa economia, a despeito da precariedade dos seus fundamentos macroeconômicos, se o prêmio oferecido for competitivo. Como exemplo dessa possibilidade, pode-se apontar o caso do Brasil em certos anos da década mencionada. Acredita-se que a principal razão desse comportamento é a convicção dos operadores dos investimentos em carteira de que terão tempo para desmanchar suas posições, no país hipotético, sem prejuízos, ainda que uma abrupta fuga de capitais estrangeiros possa “quebrar” o regime de câmbio fixo. A constatação desse tipo de comportamento nada tem de original. J. M. Keynes apontou-a, ao examinar o comportamento dos especuladores das bolsas de ações, que retêm seus ativos, mesmo quando o elevado nível atingido pelas cotações apenas se explica pela euforia momentaneamente dominante (Keynes, 1982).

Os argumentos acima expostos levam a entender que a vigência do câmbio fixo, numa parcela expressiva das mais importantes economias em desenvolvimento, no período entre 1994 e 1996, forneceu importante contribuição para que os investimentos em carteira representassem não menos do que 43,6% dos financiamentos externos dirigidos às EE. Diante desse fato, cabe lembrar, de novo, Keynes, quando adverte para os elevados riscos de crises financeira e econômica, caso as atividades especulativas passem a preponderar (Keynes, 1982). Quer dizer, entende-se que a magnitude da presença dos capitais especulativos, nas EE, prenunciava a sucessão de graves crises, que, posteriormente, se precipitaram. Tal sucessão de crises consistiu no rompimento da “bolha” especulativa que inflara nos anos precedentes. Nos anos posteriores, a maior disseminação do câmbio flutuante nas EE foi um dos determinantes relevantes da tendência de declínio da presença dos investimentos em carteira nas EE.

Na vigência do câmbio fixo, os fluxos de capitais especulativos internacionais em certa economia são determinados, em parte, pela avaliação dos riscos e das perspectivas de ganhos propiciados pela aquisição de ativos nacionais. Da mesma forma, ocorre no câmbio flutuante, contudo com a relevante interferência das expectativas de curto prazo acerca do comportamento da taxa de câmbio do país em questão. Isto porque expectativas confirmadas de desvalorização/valorização cambial implicariam perdas/ganhos proporcionais aos capitais especulativos presentes no país. Pelos mesmos motivos, expectativas de desvalorização/valorização cambial guardam relação positiva com as saídas/entradas líquidas de capitais especulativos. Abstraídos outros aspectos, conclui-se que o fluxo líquido dos capitais em questão resulta determinado pela relação entre as expectativas

altistas e baixistas do preço da moeda nacional. Como as entradas e as saídas líquidas dos capitais especulativos evidenciam grande sensibilidade às expectativas de curto prazo acerca da evolução da taxa de câmbio, essas expectativas, se não contrariadas por outros fatores, tendem a se tornar profecias “auto-realizadas.”

Os investimentos em carteira caracterizam-se pela elevada liquidez das suas operações e — se não houver restrição legal — pela potencialmente instantânea mobilidade internacional dos recursos. Com exatidão, são qualificados como aplicações de curtíssimo prazo. Não apenas por isso, possuem as características necessárias e suficientes para constituir um mercado altamente especulativo. Quer dizer, um mercado caracterizado, de um lado, pelas chances de ganhos e perdas iminentes e, de outro lado, pelas abruptas mudanças das expectativas que condicionam o sentido dos fluxos. Portanto, seu comportamento está sujeito a súbitas e intensas mudanças de tendência.

Embora as entradas e as saídas líquidas dos investimentos em carteira sejam faces da mesma moeda, a fuga desses recursos — motivada pelo temor de perdas — tende a ser mais intensa, porque é mais concentrada no tempo. Isso, provavelmente, produzirá os seguintes dois efeitos imediatos encadeados: inicia-se forte tendência de desvalorização cambial; e fecha-se uma relação circular de causa e efeito entre a continuidade da desvalorização cambial e as saídas de investimentos em carteira, intensificando a instabilidade cambial. Repetidas experiências no Brasil evidenciaram que o ciclo vicioso de saída de investimentos em carteira e de desvalorização cambial termina por “contaminar” o comportamento dos recursos outros investimentos. A retração das entradas líquidas ou as saídas líquidas desses recursos de curto e longo prazos, aparentemente, não atingem proporções maiores apenas por estarem limitadas pelas datas de vencimento das operações. Dessa forma, a saída dos recursos reflete a interrupção das novas operações de empréstimo e, também, ao menos parcialmente, a não-renovação das operações vencidas. Quando se somam as saídas de investimentos em carteira e as de outros investimentos, a instabilidade cambial recrudesce. A referência a esse conjunto de fatos concatenados parece explicar, em parte, por que, seguidamente, o ajuste da taxa de câmbio não ocorre como um “deslizamento” suave, mas de forma turbulenta. Igualmente, de acordo com a experiência brasileira, a recuperação das entradas dos investimentos em carteira e dos outros investimentos dependerá de um conjunto de condicionantes. Dentre estes, torna-se necessário reverter a tendência de aumento das taxas de inflação causada pela desvalorização cambial através da intensificação da austeridade das políticas monetária e fiscal. A redução e o controle das taxas de inflação

são necessários, dentre outras coisas, para que a desvalorização cambial nominal resulte, tanto quanto possível, em correção real da taxa de câmbio. A intensificação das políticas de estabilidade, por frear o ritmo de crescimento do PIB, contribui, ao lado da desvalorização cambial real, para reduzir o déficit em transações correntes e, por isso, para semear expectativas de estabilidade cambial. Os acordos de assistência técnica assinados com o FMI — por ampliarem as reservas externas do País e por oferecerem maiores garantias de execução de uma política econômica austera — contribuem para encurtar o tempo necessário à recuperação das expectativas de estabilidade da taxa de câmbio e à retomada das entradas líquidas de recursos estrangeiros.

No segundo semestre de 1998, a moratória russa reacendeu a aversão ao risco nos mercados financeiros internacionais. Esse fato e os desequilíbrios macroeconômicos nacionais causaram intensa e incontrolável fuga de capitais estrangeiros do Brasil. Não obstante todas as medidas oficiais para aplacar a crise de confiança, persistiu a perda de reservas, forçando o Governo Federal a desistir da defesa do regime cambial de bandas estreitas em janeiro de 1999, quando o substituiu pelo regime de câmbio flutuante. Em vista do quadro de incertezas, a perda de reservas externas continuou na maior parte do mesmo ano, causada pelas saídas líquidas de investimentos em carteira e de outros investimentos. Simultaneamente, as entradas líquidas dos IED mantiveram-se próximas dos níveis históricos mais elevados. Nesse tipo de experiência, o Brasil não andou só. Assim, a crise do Sudeste Asiático tornou negativo o fluxo total de financiamentos externos na Ásia em desenvolvimento, sem, contudo, impedir o crescimento anual dos IED.⁷ O comportamento dos IED evidencia que os mesmos não compartilham da mesma percepção de risco que caracteriza as demais categorias de capitais estrangeiros. Essa constatação provoca o exame de algumas das semelhanças e diferenças da percepção de risco dos IED *vis-à-vis* aos demais capitais.

No que se refere ao risco percebido por parte das diferentes categorias de investimentos estrangeiros, há certas semelhanças no que diz respeito à credibilidade da política econômica. A expressão política econômica é utilizada aqui em sentido amplo, abarcando, além da política macroeconômica, outros temas, tais como liberalização dos mercados, supervisão bancária, respeito

⁷ Na Ásia em desenvolvimento, a soma dos financiamentos estrangeiros privados atingiu US\$ 123,2 bilhões em 1966; em 1997 e 1998, a mesma variável registrou, respectivamente, US\$ 12,0 bilhões e negativos US\$ 44,9 bilhões. Nestes últimos dois anos, os IED somaram US\$ 56,4 bilhões e US\$ 59,3 bilhões, com crescimento anual de, respectivamente, 5,0% e 5,1% (International Monetary Fund, 2003).

aos contratos, etc. É ocioso lembrar que a credibilidade da política econômica, por motivos óbvios, se vincula e se confunde, em larga medida, com a confiança depositada nas elites dirigentes nacionais. Experiências brasileiras recentes sugerem que a confiança no discernimento e na ação das elites dirigentes pode compensar, em alguma medida e por algum tempo, os tropeços ou limitações da política macroeconômica. A mesma condição de confiança é igualmente fundamental para superar uma conjuntura crítica. A supressão de tal condição, ao contrário, precipita a fuga de capitais e impede a superação do quadro crítico.

A consideração do que é denominado, doravante, de tese do estrangulamento externo do crescimento enseja apontar certas diferenças existentes entre os IED e as demais categorias de financiamento estrangeiro privado no que respeita à percepção e à sensibilidade de risco de insolvência macroeconômica futura. A referida tese afirma que, sem uma política industrial — de uma forma ou outra, de promoção de investimentos estratégicos —, o ritmo mais acelerado de crescimento da economia brasileira permanecerá sujeito ao acúmulo excessivo de obrigações externas e, por isso, não poderá ser sustentável. O seguinte entendimento subjaz à tese aludida: sem política industrial, a elasticidade das importações evidenciar-se-ia muito elevada ao aumento das taxas de crescimento do produto nacional, provocando déficits de comércio externo, que, somados aos déficits da conta de serviços, seriam insustentáveis. A elevada elasticidade das importações às taxas de crescimento do PIB estaria determinada por falhas ou lacunas da estrutura produtiva do país. À moda antiga, tais falhas seriam insanáveis sem a intervenção e o subsídio da política industrial, dado o desinteresse das empresas estrangeiras e/ou as limitações das empresas nacionais. Este artigo discorda da tese mencionada, primeiro, porque reduz ou despreza a contribuição que o câmbio flutuante pode oferecer ao ajuste das contas externas; segundo, porque acredita que o suposto estrangulamento externo é estrutural e apenas pode ser sanado através da ação de lúcida política industrial.

A tese em pauta parece esquecer aspectos relevantes da realidade. Em primeiro lugar, o regime de câmbio flutuante, por definição, constitui-se num fator poderoso de adequação das variáveis de comércio externo às possibilidades de financiamento estrangeiro da economia. A mera perspectiva de acúmulo de compromissos externos excessivos tende a tornar negativos os fluxos dos investimentos em carteira, porque eleva os riscos de perdas decorrentes de desvalorização cambial. A mesma perspectiva restringe, também, os empréstimos estrangeiros — os outros investimentos —, posto que, estando submetidas a prazos longos de permanência no país, estão

especialmente expostas aos riscos de insolvência macroeconômica futura. Em suma, o risco de acúmulo de compromissos externos excessivos impõe, através da restrição dos fluxos de financiamento, a desvalorização cambial. Na hipótese de que o regime cambial seja fixo, haverá restrições externas graves ao ritmo de crescimento. Nesse caso, experiências recentes, dentre elas a da Argentina e a do Brasil, sugerem que há poucas possibilidades de manutenção do regime de câmbio fixo. Logo, a flutuação da taxa de câmbio terminará por se impor como necessário mecanismo de ajuste das contas externas. Essa convicção não resulta apenas do exercício lógico, que às vezes falha por não contemplar todos os aspectos relevantes da realidade. A evolução dos fluxos de capital estrangeiro privado e dos saldos em transações correntes fornece respaldo empírico para a afirmação.

Uma segunda linha de argumentação pode ser sustentada contra a tese referida. A argumentação supõe que a economia está impedida de assegurar taxas de crescimento mais alentadas não por qualquer outro motivo, mas em decorrência do grau de escassez particularmente elevado daqueles “tipos” de capital que poderiam competir internacionalmente e, assim, estabelecer contas externas nacionais sustentáveis. Nessas circunstâncias, conforme visto, ocorrerá desvalorização cambial em benefício da melhora das contas do balanço de pagamentos. Portanto, “o câmbio desvalorizado” expressa a mencionada escassez de capital, mesmo quando “acerta” as contas externas. Nesse ponto, convém lembrar que “(...) um ativo de capital é rentável não porque é produtivo, mas porque é escasso” (Keynes, 1982). Ou seja, os desequilíbrios externos excessivos ou a moeda nacional desvalorizada expressam as mesmas coisas, a escassez particularmente elevada de determinados tipos de capital e, portanto, oportunidades de investimentos produtivos dotados de eficiência marginal do capital especialmente atraente. Assim, supondo que a política macroeconômica tenha a necessária credibilidade, a confirmação da tese do estrangulamento externo revestir-se-ia de uma esquisita singularidade. Qual seja, a de que, nada mais obstando, o crescimento da economia brasileira permaneceria indefinidamente adiado, porque os empresários nacionais e estrangeiros deixariam de lado oportunidades de investimentos particularmente rentáveis, quem sabe, a favor de oportunidades menos rentáveis. É difícil concordar com essa tese, inclusive pelas dificuldades — possivelmente pessoais — para identificar as bases teóricas da sua formulação.

Parágrafos acima, mantida a suposição de credibilidade externa da política econômica, apontou-se que os desequilíbrios externos, percebidos pelos investimentos em carteira e pelos outros investimentos como fatores de risco, sinalizam oportunidades de investimentos em atividades de promissora

rentabilidade de longo prazo. Cabe utilizar esses entendimentos para se elucidarem aspectos presentes, na evolução dos fluxos de financiamentos estrangeiros privados, nas EE, mas pouco evidentes. Para dizer o que se pretende, é necessário, inicialmente, propor o conceito de taxas de câmbio de risco (TCR). As TCR são todas as taxas de câmbio que, por propiciarem déficits em transações correntes elevados, se mantidas, projetam o acúmulo de obrigações externas insolúvel. Por motivos já expostos e fatos observados, tais taxas serão contestadas pela redução dos fluxos líquidos de investimentos em carteira e de outros investimentos. Não serão contestadas pelos fluxos de IED. Dito isso, cabe examinar-se os fatos.

Verificou-se que, ao longo do período observado, os fluxos de IED apresentaram forte crescimento, ainda que sem lograr compensar as saídas líquidas das demais formas de financiamentos estrangeiros. Desses fatos, resultam movimentos generalizados de desvalorização cambial e, por isso, em grande parte, a passagem do saldo em transações correntes de deficitário para superavitário. Na medida em que a emergência de grandes superávits correntes se vinculam à desvalorização cambial havida, também se vinculam à retração dos fluxos de investimentos em carteira e outros investimentos. Noutros termos, essa retração evitou que o crescimento dos IED sustentasse taxas de câmbio de risco. Dando um passo adiante, percebe-se que, nas circunstâncias examinadas, os fluxos dos IED, por volumosos, competiram pelo financiamento das EE, fazendo as demais categorias de financiamentos estrangeiros recuarem. Caso essas conjecturas sejam verdadeiras — acredita-se que ao menos em parte interpretam corretamente a realidade —, na medida em que se mantenham elevados os fluxos de IED para as EE, estas estariam contando com uma situação particularmente favorável no que respeita ao atendimento de suas necessidades de financiamentos externos. Para o Brasil, essa possibilidade é auspiciosa.

Para finalizar: o exame da evolução dos fluxos de financiamentos estrangeiros privados nas EE apontou fatos de interesse para os que se propõem a pensar as perspectivas do crescimento sustentado da economia brasileira ou, mais especificamente, avaliar as possibilidades de financiamento externo desse crescimento.

Em termos típicos, os fatos referidos são os seguintes: (a) redução dos fluxos de financiamentos líquidos totais, com conseqüente desvalorização cambial; (b) em vista do anterior, os vultosos déficits em transações correntes deram lugar a superávits em transações correntes, igualmente, vultosos; (c) fluxos líquidos negativos elevados e persistentes dos recursos outros investimentos, o que explica, em grande parte, o declínio do financiamento estrangeiro privado total; e (d) depois de declinarem, os recursos investimentos

em carteira, nos anos mais recentes, também se tornaram negativos, e os fluxos de IED, ao contrário, cresceram de forma substancial, assumindo o papel de única fonte de financiamento estrangeiro privado.

Segundo se entende, não há razões à vista para que, no Brasil, não se repita o tipo de experiência que vem preponderando nas EE; donde, certo acréscimo de otimismo acerca das possibilidades de um processo de superação dos problemas externos da economia nacional. Alguém poderá obstar que o passado é um precário guia para prever o futuro, querendo dar a entender que o que ocorreu ontem, nas EE, talvez não se repita amanhã ou no ano que vem. O futuro é incerto, de fato. Assim, cabe admitir a possibilidade de diluição do novo “perfil” de financiamento nas EE e, portanto, a sua não-ocorrência duradoura no Brasil. Se ocorrer assim, este artigo tomou “nuvens de passagem” por “terra à vista”. Contudo, a despeito de todas as incertezas acerca do futuro, a convicção pessoal é a de que o novo “perfil” de financiamento irá perdurar. Isso não implica supor que, doravante, viajaremos sob “céu de brigadeiro”. Especialmente, os capitais especulativos internacionais continuarão a produzir surtos de instabilidade. O otimismo acerca da duração do novo “perfil” de financiamento externo nas EE repousa — dentre outras coisas — no entendimento, tomara que correto, de que a globalização não veio com a prioridade de servir à especulação, mas, principalmente, para abrir espaço para a expansão do capital produtivo.

Referências

International Monetary Fund. Economic prospects and policies. **World Economic Outlook**, Washington, D. C., Apr. 2003. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weorepts.htm>>

International Monetary Fund. Economic prospects and policies. **World Economic Outlook**, Sept. 2002. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weorepts.htm>>

FISCHER, Stanley. **On the need for an international lender of last resort**. New York, American Economic Association; American Finance Association, 1999. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/010399.htm>>

GREENSPAN, Alan. **Question: is there a new economy?** Berkeley, California: University of California, 1998. Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1998/19980904.htm>>

GREENSPAN, Alan. **Growth and flexibility**: lessons from Asia. New York, N.Y.: The Economic Club of New York, 1997. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1997/19971202.htm>

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo, Atlas, 1982.