

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

---

Carlos Américo Leite Moreira\*  
André Luís Forti Scherer\*\*

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

O objetivo deste artigo consiste em apontar as principais modificações ocorridas no modo de financiamento externo das principais economias latino-americanas a partir de sua conversão à condição de "mercados emergentes", bem como as conseqüências dessas mudanças para o projeto regional de desenvolvimento.<sup>1</sup> Essas transformações implicam aprofundamento da inserção dessas economias, as quais, anteriormente, possuíam o *status* de "novos países industrializados", em um regime de acumulação sob dominância financeira. Essa nova configuração possui impactos sobre o potencial e o modo de desenvolvimento desses países, em uma lógica que privilegia o financeiro e o comercial frente ao produtivo e ao social. A histórica dependência dessas economias face aos fluxos internacionais de capitais vê-se, assim, recolocada sob novas condições.

Este artigo divide-se em quatro seções. Uma primeira focalizará, brevemente, as principais mudanças ocorridas na forma de organização da finança internacional a partir do processo de globalização e suas repercussões sobre o controle das empresas multinacionais. Uma segunda seção tratará do significa-

---

\* Professor Adjunto do Departamento de Teoria Econômica da Universidade Federal do Ceará e Doutor em Economia pela Universidade de Paris XIII.

\*\* Economista da FEE, Professor da PUCRS e Doutorando junto à Universidade de Paris XIII, com auxílio da Capes.

<sup>1</sup> Buscar-se-á realizar uma análise generalista da forma e das conseqüências da inserção da Argentina, do Brasil e do México nos fluxos de financiamento internacionais nas duas últimas décadas, reconhecendo a existência de importantes especificidades próprias a cada economia nesse processo. Essas especificidades serão levadas em conta na medida das limitações de espaço ao longo do trabalho, não se constituindo em seu objetivo principal.

do da expressão “mercado emergente”, bem como das repercussões para um país que tenha sua economia açada a esse duvidoso *status*. Uma terceira seção tratará das condições do retorno das economias latino-americanas aos mercados financeiros mundiais depois da crise da primeira parte dos anos 80, bem como de sua relação com os planos de estabilização aplicados na região. Uma última seção complementarará o artigo, contemplando as principais formas de entrada de capital estrangeiro na década de 90 e suas implicações para o projeto de desenvolvimento dos países da região.

## **1 - Novos atores e controle das decisões empresariais na globalização financeira**

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

O financiamento direto permitiu aos diferentes agentes (empresas, instituições financeiras, governos) emprestar recursos sem intermediação bancária, com a emissão de títulos negociáveis em diversos níveis (mercados secundário e terciário). Essa modalidade de financiamento tem como efeito o direcionamento de fluxos contínuos de riquezas aos detentores desses títulos. Nesse processo, o aumento das taxas de juros reais constitui uma variável importante para acentuar a superioridade do credor sobre o devedor e incrementar o valor dessas transferências, as quais se alimentam da riqueza criada pelo setor real da economia.<sup>2</sup>

O papel das dívidas públicas é aqui dos mais relevantes. No contexto da estabilização imposta pelas novas inter-relações financeiras, os Estados foram obrigados a diminuir suas despesas, ao mesmo tempo em que emitiam títulos cujas taxas de rentabilidade eram bastante elevadas, sobretudo quando consi-

---

<sup>2</sup> É nesse sentido que François Chesnais (1997, p. 57-9) analisa os limites da noção de “economia cassino”, visto sua incapacidade ou recusa de dizer que a função dos investimentos internacionais efetuados pelos fundos financeiros é de provocar fluxos de recursos que tomam a forma de dinheiro, mas que, no entanto, advêm da exploração de ativos ditos reais. Assim, a maior remuneração paga aos detentores de títulos passa, necessariamente, pela redução da remuneração de outras formas de ativos, ainda que não diretamente envolvidos no processo especulativo. Enquanto em um cassino apenas os apostadores perdem, numa economia marcada pela especulação financeira também aqueles não diretamente envolvidos no processo são chamados ao pagamento.

deradas as garantias públicas aí envolvidas. A securitização das dívidas públicas resultou em uma rápida elevação do grau de dependência dos Estados face aos “mercados”, nos âmbitos interno e externo, com uma preocupação permanente dos governos em relação às opiniões — necessariamente idiossincráticas — destes. Esse “novo pragmatismo” resulta no retardamento do ritmo da acumulação produtiva, com conseqüências sobre o nível de investimento e de emprego.

As grandes empresas não se apresentam imunes às conseqüências da dominação financeira, ao contrário, a influência direta da lógica da finança sobre as maiores empresas pode ser observada a partir do desenvolvimento de novas formas de repartição do poder no seio das multinacionais, com a emergência do que se convencionou chamar de *corporate governance*. Os *managers* dessas empresas passam a sofrer uma supervisão permanente de parte dos acionistas. Esses conglomerados em fundos de pensão e de investimento privilegiam os níveis relativos dos resultados em curto prazo como forma de julgamento supremo da performance da empresa. Evidentemente, as ações que possam influenciar a obtenção desses resultados passam a ser preferidas — sob pena de perda do emprego do “executivo inepto”<sup>3</sup> —, com as decisões que seriam *a priori* atinentes à esfera produtiva, passando a obedecer à mesma lógica de decisão habitualmente utilizada na análise de ativos meramente financeiros. Assim, o poder abstrato do dinheiro sob a forma de títulos transformá-se num poder efetivo que se impõe sobre a produção, sobre o investimento e sobre o emprego.

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

---

<sup>3</sup> Nos Estados Unidos, listas periódicas, organizadas em prazos cada vez menores, são publicadas relacionando os salários dos dirigentes das empresas ao desempenho financeiro de curto prazo. Facilita-se, assim, a identificação dos campeões de rentabilidade e dos *losers* pelos investidores institucionais que detêm o controle dessas corporações.

## 2 - “Mercados emergentes”: uma nova lógica para uma antiga dependência

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

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

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

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

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

O retorno dos novos países industrializados latino-americanos aos mercados financeiros internacionais foi possibilitado por dois motivos principais. De

uma parte, as políticas baseadas na liberalização/desregulamentação de mercados, bem como o sucesso dos planos de estabilização relativamente ao controle inflacionário, garantiram um ambiente favorável à retomada do crédito. De outra parte, as reformas ocorridas no setor financeiro e o maior interesse de parte dos agentes da finança desintermediada permitiram, em conjunto com os fatores anteriormente citados, a extensão de um regime de acumulação sob dominância financeira aos países dessa região.<sup>4</sup>

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

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

Após quase uma década transferindo recursos para os países centrais, a reversão desse quadro na década de 90 gerou uma expectativa de relance das agora chamadas economias emergentes da região numa trajetória de crescimento durável. Entretanto uma vez mais a realidade se mostrou menos agradável do que as previsões dos consultores econômicos internacionais. As crises sucessivas desencadeadas nos países latino-americanos e que têm sua origem ligada à própria lógica do regime de acumulação sob dominância financeira reve-

---

<sup>4</sup> É interessante ressaltar que durante os anos 80, mesmo sem a entrada de capitais externos, a finança já podia ser considerada a fração de capital dominante em grande parte dos países da região, então submetidos aos pagamentos de juros elevados causadores de profundos desequilíbrios nas contas externas. Não se deve esquecer que o ritmo da acumulação nesse que pode ser considerado como um período de transição para uma hegemonia “aberta” do setor financeiro se encontrava fortemente marcado pela evolução das taxas inflacionárias e a natureza dos planos de estabilização. A esse respeito, ver Tavares (1993).

laram a instabilidade escondida atrás das boas performances obtidas no combate à inflação.

Seguindo um ritmo freqüentemente ditado pela instabilidade financeira internacional, essas crises não são, entretanto, fortuitas ou meros reflexos de disfuncionamentos do sistema financeiro mundial. Como afirma Salama (1999), as crises atuais na América Latina estão sempre “latentes, presentes entre linhas”, na medida em que elas exprimem “contradições de uma lógica liberal-levada ao seu extremo”, o que foi recentemente sublinhado pelo caso argentino (Salama, 1999a). Nesse sentido, a precedência de crises em outras partes do globo reforça a insegurança quanto à sustentabilidade das economias locais, detonando um processo que é internamente condicionado e determinado pela própria articulação entre as necessidades locais e a finança internacional.

Para a montagem desse “barril de pólvora”, muito contribuiu a forma que tomaram as políticas de estabilização, baseadas na elevação significativa das taxas de juros reais, a qual foi importante para a sobrevalorização das moedas nacionais.<sup>5</sup> Como conseqüência, essas economias passaram a conviver com um duplo déficit, orçamentário e comercial, dos quais apenas o segundo representou efetivamente uma novidade. Entretanto a natureza da elevação do déficit orçamentário é também nova, pois se dá simultaneamente à existência de saldos operacionais, por vezes expressivos, explicitando o papel da elevação dos juros reais para o continuado acréscimo da dívida pública, com a consolidação de um processo do tipo “bola de neve”.<sup>6</sup>

---

<sup>5</sup> O processo de estabilização dos países emergentes latino-americanos consubstanciou-se em planos fundados nas características estruturais de cada economia — a força do dólar na economia Argentina, a relativa estabilidade política no México e seu “pacto social” e a indexação generalizada no caso do Brasil — sem, contudo, deixar de apresentar traços comuns como a elevada taxa de juros e a sobrevalorização cambial.

<sup>6</sup> As condições recentes de crise financeira na economia argentina comprovaram a afirmação de Tavares (1993, p. 94), segundo a qual o ponto fraco do plano argentino estava em suas virtudes e sucessos originais: a conversibilidade da moeda a uma taxa de câmbio fixo. De fato, a adoção de políticas de estabilização monetária em economias emergentes dependentes do financiamento externo leva, inevitavelmente, a uma situação de instabilidade financeira. Esta ocorre, principalmente, em função da diminuição dos recursos externos (superávits comerciais, investimentos estrangeiros e empréstimos) necessários para o pagamento ou refinanciamento da dívida externa. No caso argentino, observa-se uma retração significativa desses recursos.

Tabela 1

Resultados do setor público nos mercados emergentes latino-americanos — 1991-00

		(% do PIB)				
PAÍSES	COBERTURA	1991	1992	1993	1994	1995
América Latina e Caribe (2) .....	-	-0,5	-1,4	-1,2	-2,1	-1,6
Argentina .....	SPNFN (3)	-1,6	-0,1	1,5	-0,3	-0,6
Brasil .....	SPNF	-0,2	-1,8	-0,8	1,1	-7,2
México .....	SPNF	3,3	1,6	0,7	-0,3	-0,2
PAÍSES	COBERTURA	1996	1997	1998	1999	2000 (1)
América Latina e Caribe (2) .....	-	-1,1	-1,3	-2,5	-3,1	-2,3
Argentina .....	SPNFN (3)	-1,9	-1,5	-1,4	-1,7	-2,0
Brasil .....	SPNF	-5,9	-6,1	-8,0	-9,5	-4,6
México .....	SPNF	-0,1	-0,6	-1,2	-1,1	-1,0

FONTE: BALANCE PRELIMINAR DE LAS ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. Santiago, Chile: CEPAL, 2000.

NOTA: 1. As abreviações utilizadas correspondem a: SPNF, setor público não financeiro; e SPNFN, setor público não financeiro nacional (excluídas províncias e municípios).

2. Cálculos a partir de cifras em moeda nacional, a preços correntes.

(1) Estimativas preliminares. (2) Média simples. (3) Os dados até 1994 referem-se ao resultado operacional e, posteriormente, ao resultado nominal.

Os déficits comerciais são decorrentes tanto da apreciação da taxa de câmbio quanto da abertura rápida das fronteiras. O desmantelamento da estrutura tarifária conduziu à destruição nada criadora e, de modo secundário, à reestruturação muito excludente da estrutura produtiva local (Salama, 1999). A sobrevalorização da taxa de câmbio, combinada a esse processo de racionalização produtiva, ajudou a imprimir uma nova dinâmica, na qual uma parte da produção interna é substituída por importações. Tanto insumos quanto bens de consumo anteriormente produzidos internamente passam a ser importados, com circuitos comerciais vinculados aos países centrais substituindo, integral ou parcialmente, as cadeias produtivas internamente constituídas ao longo do período de industrialização. Desnecessário dizer que, nesse contexto, novos produtos tecnologicamente mais avançados são também importados.

As exportações, já bastante debilitadas em sua competitividade pela sobrevalorização cambial, seguem ainda bastante especializadas na produção

de bens com baixo valor agregado e dependentes dos humores do mercado mundial, o que se revela um problema maior na tentativa por vezes desesperada de atingir o equilíbrio comercial. Este, quando alcançado, o é mais por força do declínio das importações, com as recessões sendo os maiores aliados nesse processo de ajuste. Paradoxalmente, as crises internas transformam-se numa das únicas fontes de equilíbrio externo do sistema, demonstrando o quão instável e frágil é sua natureza.

Tabela 2

Balança comercial dos mercados emergentes latino-americanos — 1998-00

(US\$ milhões)

PAÍSES	EXPORTAÇÕES			IMPORTAÇÕES		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000
América Latina e Caribe .....	326 148	342 085	409 525	378 692	360 905	422 435
Argentina .....	31 093	27 757	31 100	38 493	32 557	33 700
Brasil .....	59 570	55 813	64 200	75 835	63 472	71 200
México .....	129 387	148 601	182 275	137 859	155 581	193 550

PAÍSES	BALANÇA COMERCIAL		
	1998	1999	2000
América Latina e Caribe .....	-52 544	-18 820	-12 910
Argentina .....	-7 400	-4 800	-2 600
Brasil .....	-16 265	-7 659	-7 000
México .....	-8 472	-6 980	-11 275

FONTE: BALANCE PRELIMINAR DE LAS ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. Santiago, Chile: CEPAL, 2000.



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

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

A dívida interna é, por sua vez, alimentada pelo seu modo de financiamento, com a constituição de um mercado de títulos por vezes indexados ou nominados em dólar, de modo a garantir o interesse de investidores internacionais<sup>7</sup>, mas sempre apresentando uma taxa de rentabilidade elevada.<sup>8</sup> As altas taxas de juros dos bônus do Tesouro emitidos pelos governos favoreceram a valorização do capital dos administradores de fundos. O serviço da dívida interna ocupa um lugar crescente nos orçamentos do Governo, em detrimento das despesas de investimentos e das transferências sociais. Essa dinâmica revela a dominação do credor sobre o devedor também no caso dos Estados, já não tão soberanos.

---

<sup>7</sup> No México, a participação dos investidores estrangeiros na aquisição de títulos públicos no período anterior à crise do peso mexicano foi extremamente importante. Entre 1990 e 1994, 55% dos fluxos financeiros privados ingressos no México foram sobre a modalidade de aquisição de títulos do governo (Griffith-Jones, 1996). No Brasil, os títulos públicos constituem-se a principal fonte de receita dos bancos estrangeiros. Em 1994, quando o Plano Real entrou em vigor, os ganhos obtidos na obtenção de papéis públicos pelos bancos estrangeiros respondiam por 4,2%. Em 2000, exatos 48,9% são obtidos na aplicação em títulos do Governo.

<sup>8</sup> A dívida interna é, atualmente, o problema central das economias latino-americanas. No Brasil, essa dívida girava em torno de R\$ 674 bilhões (54,4% do PIB) em outubro de 2001. Desse montante, aproximadamente 24% são títulos públicos cambiais em poder do mercado. É importante mencionar que a desvalorização cambial foi o principal fator de aumento da dívida pública líquida nos 10 primeiros meses deste ano. A dívida subiu cerca de R\$ 111,8 bilhões no período. Só o aumento da taxa de câmbio provocou um impacto de R\$ 82,19 bilhões.

Tabela 3

Dívida externa bruta desembolsada pelos mercados emergentes  
latino-americanos — 1991-00

(US\$ milhões)

PAÍSES	1991	1992	1993	1994	1995
América Latina e Caribe	460 952	479 014	527 303	562 830	616 919
Argentina .....	61 334	62 766	72 209	85 656	98 547
Brasil .....	123 811	135 949	145 726	148 295	159 256
México .....	117 000	116 501	130 524	139 818	165 600

PAÍSES	1996	1997	1998	1999	2000 (1)
América Latina e Caribe	638 519	663 090	745 360	759 085	750 855
Argentina .....	109 756	124 696	140 489	144 657	147 000
Brasil .....	179 935	199 998	241 644	241 468	235 000
México .....	157 200	149 000	161 300	167 500	163 200

FONTE: BALANCE PRELIMINAR DE LAS ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. Santiago, Chile: CEPAL, 2000.

NOTA: Inclui a dívida com o Fundo Monetário Internacional.

(1) Dados preliminares.

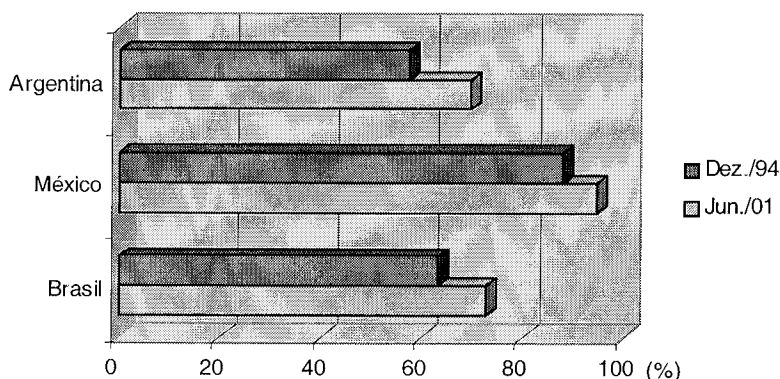
Finalmente, constata-se que a natureza especulativa desse regime de acumulação acarreta conseqüências negativas para o sistema bancário dos países emergentes. Face à forte concorrência dos investidores institucionais, os bancos nacionais foram obrigados a se lançar em operações cada vez mais arriscadas.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

estabelecimentos e a concentração dos depósitos naqueles de maior porte são outras das conseqüências da reestruturação dos sistemas financeiros nacionais.<sup>9</sup>

Além disso, os mecanismos ditos de desintermediação permitiram aos bancos a adoção de comportamentos especulativos que resultaram, seguidamente, em falência bancária, agravada pela instabilidade do ambiente econômico internacional. A crise do sistema bancário constatada em vários países emergentes provocou, freqüentemente, fenômenos de *credit crunch*, provocando conseqüências negativas para o crescimento (Cacheux, 1999).<sup>10</sup>

Gráfico 1

Participação dos 10 maiores bancos no total de ativos dos mercados emergentes latino-americanos — dez./94 e jun./01



FONTE: Valor Econômico, 02.10.01.

<sup>9</sup> No caso argentino, essa hierarquia manifesta-se, também, nos depósitos em divisas, com os bancos estrangeiros captando a maior parte desses depósitos, seguidos dos bancos nacionais, ficando por último os bancos de âmbito de atuação regional. A esse respeito, ver Fanelli e Machinea (1997, p. 164).

<sup>10</sup> Estudo realizado por Miotti e Plihon (1999) sobre a Argentina e a Tailândia constatou a existência de relações entre os comportamentos especulativos dos bancos e suas falhas num contexto de finança liberalizada. Goodhart mostra, a partir de dados do FMI, como as crises bancárias afetaram o crescimento dos principais países latino-americanos (Goodhart et al., 1998, p. 31-33).

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

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

Esse processo foi consolidado ao final da década de 80, com a formulação do Plano Brady. Esse plano reforçou um movimento de redução da dívida já em curso nessa mesma década. O refinanciamento da dívida anterior permitiu aos bancos

"(...) trocar seus antigos créditos contra as obrigações de 30 anos, combinadas com uma taxa fixa de juros inferior à taxa do mercado, ou seja, abaixo da cota. Elas podem também escolher de fornecer novos créditos aos países devedores ou então autorizar a comprar diretamente sua dívida por um preço acordado" (Adda, 1997, p. 70).

Na medida em que oferece aos investidores um número importante de alternativas, esse processo inscreve a dívida das economias atingidas no circuito ativo da especulação.

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

A integração financeira da América Latina tornou-a mais dependente ainda do ambiente financeiro mundial e das expectativas aí reinantes. O caso extremo é o da Argentina que, ao adotar a convertibilidade de sua moeda, praticamente abdicou de uma política monetária independente, buscando exatamente a imunidade — fictícia, como posteriormente se comprovou — em relação à instabilidade das finanças mundiais. A arbitragem internacional entre os diferenciais de juros e câmbio efetua-se em tempo real e com um grau de sensibilidade bastante elevado. Pequenas modificações nessas variáveis po-

dem levar a grandes variações nas posições dos investidores, o que, por sua vez, tende a amplificar ainda mais o efeito inicial.

A instabilidade dinâmica do sistema torna-se, assim, a norma, mas é importante ressaltar que existe uma hierarquia clara nessas disputas: o comando do destino dos capitais pertence aos investidores baseados nos países desenvolvidos, representando seus mercados os faróis para o comportamento dos mercados emergentes e não o inverso. Assim, mesmo que se possam registrar abalos no sistema global, as crises nos mercados emergentes não significam uma crise nos mercados dos países centrais, em especial nos Estados Unidos, até mesmo porque os mecanismos disponíveis nesses países para se contrapor e modificar expectativas são, nesse caso, de outra ordem. Os episódios da injeção de liquidez *in extremis* durante a crise de 1997 e do resgate do fundo especulativo Long Term Capital Management (LTCM) constituem um exemplo do arsenal de instrumentos e da capacidade de “persuasão” disponível pela Federal Reserve para ser utilizado em momentos de crise aberta. Essa força contrasta com a pobreza das opções disponíveis nos mercados emergentes, latino-americanos ou não. Nestes, a alternativa, normalmente, resume-se ao “abraço de urso” do aporte financeiro proveniente do FMI, depois de fracassada a elevação da taxa de juros interna.

No exame dos fluxos de capital para a América Latina, é necessário distinguir entre duas modalidades principais: os investimentos de portfólio e os investimentos diretos. No primeiro caso, o caráter essencialmente financeiro de sua motivação é mais evidente, mesmo se o investimento direto nos anos 90 também possa ter sua lógica assimilada, ao menos parcialmente, àquela da finança, graças ao controle discricionário das decisões das empresas.<sup>11</sup> No caso dos investimentos de portfólio, uma distinção entre o comportamento do mercado de títulos e o do mercado acionário faz-se necessária.

Uma nítida diferenciação entre essas formas de financiamento se fez sentir ao longo dos anos 90, a primeira metade do período estando marcada pela aceleração na entrada dos investimentos em portfólio, enquanto a segunda metade da década registrou um forte incremento na entrada de investimentos diretos.

## **a) Os investimentos em portfólio na América Latina**

O mercado de títulos negociáveis no mercado internacional emitidos pelos países latino-americanos apresentou forte progressão durante os anos 90. A procura de recursos por via da emissão de obrigações reforça o processo de

---

<sup>11</sup> A esse respeito, ver Scherer (1999).

desintermediação nas economias emergentes. A desintermediação permite aos principais agentes econômicos (Estado, empresas locais, empresas multinacionais) financiarem-se no mercado internacional de capitais a partir da emissão de bônus, *commercial papers* e certificados de depósito. Essas emissões são submetidas ao crivo das chamadas agências de notação<sup>12</sup>. É a partir da avaliação dessas agências que os investidores institucionais vão, em geral, definir a localização de suas aplicações, conforme o perfil de risco desejado. Geralmente, as emissões de obrigações originárias dos mercados emergentes latino-americanos são submetidas a prêmios bastante elevados, a fim de encontrarem compradores no mercado internacional.

Tabela 4

Emissões internacionais de bônus dos mercados emergentes latino-americanos — 1991-00

(US\$ milhões)

PAÍSES	1991	1992	1993	1994	1995
América Latina .....	7 192	12 577	28 794	17 941	23 071
Argentina .....	795	1 570	6 308	5 319	6 354
Brasil .....	1 837	3 655	6 465	3 998	7 041
México .....	3 782	6 100	11 339	6 949	7 646
PAÍSES	1996	1997	1998	1999	2000 (1)
América Latina .....	46 915	52 003	39 511	38 707	35 816
Argentina .....	14 070	14 662	15 615	14 183	13 045
Brasil .....	11 545	14 940	9 190	8 586	10 955
México .....	16 353	15 657	8 444	9 854	7 547

FONTE: BALANCE PRELIMINAR DE LAS ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. Santiago, Chile: CEPAL, 2000, a partir de dados do Fundo Monetário Internacional, Departamento de Estudos, Divisão de Estudos de Mercados Emergentes.

NOTA: Referem-se a emissões brutas.

(1) Até setembro, dados do FMI; outubro e novembro, dados do Merrill Lynch.

<sup>12</sup> A notação financeira é hoje indispensável em toda emissão obrigatória nos mercados internacionais de capitais. A solicitação de transparência dos investidores internacionais teve por consequência levar os demandantes de empréstimos a ser notado para poder seduzir os compradores potenciais de seus títulos em curto prazo ou obrigações. De acordo com Henry, essa prática apareceu em 1909, nos Estados Unidos, com o primeiro recolhimento de anotações de John Moody, existindo, atualmente, quatro grandes agências de notação (*rating*): Standard & Poor's (S1P), Moody's Investors Service (Mood's), Fitch Investors Service (Fitch) e Duff 1 Phelps' Credit Rating Compagny (Duff 1 Phelps) (Henry, 1999, p. 33).

O crescimento da dívida externa de curto prazo nas economias emergentes da América Latina, na década de 90, reflete a importância dessas operações de financiamento externo. O mercado de ações dos países latino-americanos apresenta outro tipo de atrativo. Os investimentos aí são ainda mais especulativos do que nos casos dos títulos e obrigações. As Bolsas de Valores dos países latino-americanos são, em geral, pequenas e pouco líquidas. Os fundos de investimento especializados na região aproveitam essas características para criar antecipações de alta ou de baixa, que, em geral, terão correspondência nos índices.

A idéia é aproveitar o próprio fluxo de entrada de capitais como indicador de confiança e de crescimento futuro dessas economias. A justificativa dada para as bolhas especulativas assim criadas não difere muito daquela apresentada face ao aumento do preço das ações da chamada “nova economia” e baseia-se num hipotético “potencial futuro de mercado”. Sendo esses países mais pobres e possuindo grandes populações, seu potencial de crescimento é, hipoteticamente, mais elevado do que os dos países centrais. Entretanto a própria forma da inserção desses países nos circuitos financeiros internacionais é um empecilho para que esse “potencial” se realize com alguma continuidade, pois o crescimento porta *en se* a possibilidade da crise externa a partir do aumento dos déficits em transações correntes. Está aí aberta a oportunidade para as fugas em massa de capitais. A justificativa para a batida em retirada é completamente inversa, os investidores lembrando-se, repentina e univocamente, dos riscos que incorrem ao aplicarem recursos em economias cuja estabilidade depende da entrada de recursos externos.<sup>13</sup>

Cabe salientar que as Bolsas de Valores latino-americanas são uma alternativa marginal para os investidores internacionais. Diante de sua fraca capitalização, as empresas cotadas nas Bolsas de mercados emergentes passam, cada vez mais, a emitir certificados, como os American Depositary Receipts (ADRs), nas Bolsas dos países desenvolvidos. Constata-se, também, que as operações das firmas nacionais adquiridas por firmas estrangeiras tendem, cada vez mais, a não ser cotadas nas Bolsas dos países emergentes. As multinacionais, já cotadas nas Bolsas dos países desenvolvidos e com facilidades para se integrarem, independentemente do circuito internacional de crédito, não possuem nenhum interesse em manter aberto o capital de suas filiais nos países hospedeiros. É a razão pela qual essas filiais, freqüentemente, acabam por

---

<sup>13</sup> A escolha “seletiva” da importância dos indicadores de uma economia onde aplicam seus recursos é uma constante no comportamento dos gestores de fundos de investimento. É válida para a própria economia norte-americana, com os crescentes déficits comerciais passando hoje completamente despercebidos, não impedindo um clima de euforia generalizada. Uma análise da “miopia seletiva” — e até o momento lucrativa — dos investidores encontra-se em Orlean (1999).

fechar o capital de empresas adquiridas. Essas operações enfraquecem bastante as Bolsas de Valores das economias emergentes, com algumas praças, como a de Buenos Aires, estando, inclusive, ameaçadas, dado o baixo volume transacionado e a pequena liquidez disponível.

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

Tabela 5

Índices de preços em dólares das Bolsas de Valores dos mercados emergentes latino-americanos — 1991-00

PAÍSES	1991	1992	1993	1994	1995
América Latina .....	49,0	51,0	77,4	76,2	62,5
Argentina .....	70,0	50,7	84,9	63,6	69,1
Brasil .....	20,2	20,0	38,2	64,0	49,8
México .....	88,5	106,2	156,0	91,1	66,5
PAÍSES	1996	1997	1998	1999	2000
América Latina .....	72,5	90,6	56,0	81,0	74,7
Argentina .....	82,1	96,3	68,9	91,3	68,6
Brasil .....	64,9	78,3	44,9	63,0	66,5
México .....	77,3	114,1	69,5	120,3	104,1

FONTE: BALANCE PRELIMINAR DE LAS ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. Santiago, Chile: CEPAL, 2000, sobre a base de cifras da Corporação Financeira Internacional.

NOTA: 1. Valores do final do mês, índice global.  
2. Índices de junho de 1997 = 100.



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

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

As possibilidades de expansão industrial e de absorção tecnológica, observadas na época “fordista”, eram reais em razão da existência de um sistema técnico estável e de uma certa autonomia das políticas nacionais. As economias latino-americanas aproveitaram — com graus diferenciados de sucesso — esse período para acelerar e integrar o processo de industrialização. As políticas protecionistas implantadas permitiram a produção de numerosas atividades produtivas, mesmo se estas últimas não fossem competitivas em nível internacional. As exigências em termos de conteúdo local e as restrições às importações asseguravam uma certa coerência do aparelho produtivo local.

Tabela 6

Formação bruta de capital fixo dos mercados emergentes latino-americanos — 1991-00

PAÍSES	1991	1992	1993	1994	1995
América Latina e Caribe	4,4	7,0	5,5	10,9	-4,9
Argentina .....	29,9	32,2	15,1	13,5	-13,0
Brasil .....	-5,1	-6,6	4,1	14,2	7,3
México .....	11,8	11,4	-3,2	8,5	-29,8
PAÍSES	1996	1997	1998	1999	2000 (1)
América Latina e Caribe	4,8	13,5	3,0	-6,1	4,2
Argentina .....	8,8	17,5	6,7	-12,8	-6,0
Brasil .....	1,2	9,4	-1,1	-5,9	4,0
México .....	17,0	22,3	8,5	5,8	11,0

FONTE: BALANCE PRELIMINAR DE LAS ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. Santiago, Chile: CEPAL, 2000.

NOTA: Taxas anuais de variação sobre a base de dados em dólares, a preços constantes de 1995.

(1) Estimativa preliminar.

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

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

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

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

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

um dos países que apresenta menores restrições à atividade de empresas estrangeiras no mundo.

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

Os investimentos em direção à América Latina são concentrados em seus mercados emergentes. Estes últimos compreendem o Brasil, o México e a Argentina, que são responsáveis pela maior parte dos investimentos diretos dirigidos a essa região.<sup>14</sup> A concentração do investimento direto em certos mercados emergentes responde ao caráter hierarquizado do processo de globalização e mostra que a hipotética convergência produtiva preconizada pelos liberais está muito longe de se refletir nos dados disponíveis.<sup>15</sup>

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

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

Com respeito às economias emergentes da América Latina, isto acarreta uma mudança radical em relação ao período de substituição de importação.<sup>16</sup> Os investimentos e as exportações das firmas multinacionais tornaram-se, antes de tudo, formas complementares de penetração nesses mercados. As firmas multinacionais presentes a longo tempo ou chegadas recentemente vão

---

<sup>14</sup> Argentina, Brasil e México, em conjunto, foram responsáveis por dois terços do total de investimentos diretos estrangeiros que entraram nos países da América Latina e do Caribe no ano 2000, conforme dados do World Investment Report (2001).

<sup>15</sup> A esse respeito, ver Michalet (1999).

<sup>16</sup> A esse respeito, ver Moreira (2000 e 2001).

adotar uma estratégia produtiva combinando produção local e importações, aproveitando-se, para isso, da liberalização comercial e dos diferenciais de custo entre as economias de uma região. Sua presença nas principais economias da região objetiva ocupar um espaço estratégico e se contrapor as suas rivais em seus jogos de competição/cooperação com suas rivais, visando ao domínio da maior parcela possível do mercado mundial.

Tabela 7

Investimento direto estrangeiro dos mercados emergentes  
latino-americanos — 1991-00

	(US\$ milhões)				
PAÍSES	1991	1992	1993	1994	1995
América Latina e Caribe	11 066	12 506	10 363	23 706	24 799
Argentina .....	2 439	3 218	2 059	2 480	3 756
Brasil .....	89	1 924	801	2 035	3 475
México .....	4 742	4 393	4 389	1 097	9 526
PAÍSES	1996	1997	1998	1999	2000 (1)
América Latina e Caribe	39 387	55 580	61 596	77 047	57 410
Argentina .....	4 937	4 942	4 175	21 958	5 000
Brasil .....	11 666	18 608	29 192	28 612	30 000
México .....	9 186	12 830	11 311	11 568	13 500

FORNTE: BALANCE PRELIMINAR DE LAS ECONOMÍAS DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE. Santiago, Chile: CEPAL, 2000, a partir de dados do FMI e de fontes nacionais.

NOTA: 1. Corresponde aos investimentos diretos realizados no país declarante, deduzido os investimentos diretos de residentes no Exterior. São incluídos os reinvestimentos de lucros.

2. Conforme a quinta edição do manual do Balanço de Pagamentos do FMI, todos os empréstimos intercompanhias incluem-se como investimento direto estrangeiro.

(1) Dados preliminares.

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

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

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

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

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

Essas operações resultam, sobretudo, em fortes movimentos de reestruturação produtiva. Está-se diante de um duplo movimento de centralização do capital no plano financeiro e de descentralização do capital no plano produtivo. Nesse processo, a lógica financeira a curto prazo predomina sobre a

lógica produtiva a longo prazo. Para as firmas nacionais particulares, essas novas modalidades de penetração são apresentadas como “reveladoras da modernidade e da adesão às configurações mundiais”. Entretanto, elas exprimem uma “(...) falta de engajamento total (ou em parte) dos capitais nacionais, excluídos de mudanças que não podem acompanhar” (Furtado, 1997, p. 137). A associação, ou mesmo a participação dessas firmas nacionais de segundo nível, permite às firmas multinacionais se apropriarem de uma parte do valor criado pelas primeiras, enquanto a aquisição permite a apropriação de partes do mercado da firma nacional adquirida.

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

É sabido que as empresas multinacionais se aproveitam da lógica do regime de acumulação para se diversificarem para as finanças.<sup>17</sup> As condições favoráveis à valorização do capital na forma líquida estimulam as firmas multinacionais a especularem no mercado financeiro internacional.

Esse movimento revela-se, igualmente, através da importância que tomaram os “bancos de empresas”. Esses bancos são criados tanto para permitir o escoamento da produção das filiais produtivas pelos mecanismos de incitação ao consumo quanto para participar do movimento de valorização financeira dos imensos volumes de capital disponível. Essa tendência também é mundial, mas, nas economias emergentes, a instabilidade da economia local, o contínuo *stop-and-go* que ritma a atividade, a existência de taxas de juros reais bastante superiores àquelas praticadas nas economias desenvolvidas e a instabilidade cambial abrem oportunidades de valorização privilegiadas fora da esfera meramente produtiva. A concentração do investimento direto nas economias emergentes da região não é, assim, apenas uma coincidência, na medida em que são exatamente essas economias que irão oferecer às empresas multinacionais essa dupla possibilidade de valorização do seu capital.

Aos mecanismos exclusivamente financeiros de valorização somam-se ainda as tradicionais vantagens de multilocalidade de que dispõem essas empresas. Instrumentos internos e externos de cobertura de riscos podem ser utilizados não somente como instrumento de proteção, mas, também, como meios de obtenção de vantagens puramente financeiras. Juntam-se a isso ou-

---

<sup>17</sup> A esse respeito, ver Serfatti (1996).

tros mecanismos mais tradicionais utilizados pelas multinacionais para dissociar os fluxos financeiros dos fluxos reais: os preços de transferências, de estabelecimento de centros de refaturação nos países com fraca taxa de impostos, os honorários, os impostos sobre serviços tecnológicos, os empréstimos em grupo, os dividendos, a escolha da dívida/ fundos próprios, dentre outros.<sup>18</sup>

## 5 - Considerações finais

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

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

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

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

---

<sup>18</sup> A esse respeito, ver Cheneaux de Leyritz (1996).

tunidades para uma inserção internacional menos dependente do capital externo.

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

## Bibliografia

ADDA, Jacques. **La mondialisation de l'économie**. Paris: La Découverte, 1997. v. 2.

CACHEUX, J. Des défaillances financières au risque systémique: quelques enseignements des accidents financiers. In: **Crise mondiale et marchés financiers**. Paris: Cahiers Français, 1999.

CHENEAUX de Leyritz, M. **Gestion financière des firmes multinationales**. Paris: PUF, 1996.

CHESNAIS, F. **La mondialisation du capital**. Paris: Syros, 1997.

CHESNAIS, F. La physionomie des crises dans le régime d'accumulation à dominante financière et les mécanismes de propagation de crise économique à l'échelle mondiale: une interprétation des krachs financiers asiatiques et de leurs conséquences. **Journée d'étude de "l'Appel"**, [s.l.: s.n.], abr. 1998. (Colloque CEDI).

DUFOUR, J.-F. **Les marchés émergents**. Paris: Armand Colin, 1999. (Collection Synthèse).

FANELLI, J. M.; MACHINEA, J. L. O movimento de capitais na Argentina. In: FFRENCH-DAVIS, Ricardo; GRIFFITH-JONES, Stéphanie (org.). **Os fluxos financeiros na América Latina: um desafio ao progresso**. São Paulo, Paz e Terra, 1997.

FURTADO, J. **La transformation des conditions d'insertion des économies à industrialisation tardive dans l'économie mondiale: un examen des facteurs généraux suivi de leur particularisation dans cinq secteurs industriels**, dez. 1997. Tese (Doutorado) - Université de Paris XIII, Paris, 1997.

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



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

MICHALET, C. - A. **La séduction des Nations ou comment attirer les investissements**. Paris: Economica, 1999.

MIOTTI, J.; PLIHON, D. Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires. In: **Convergence des systèmes financiers et dynamique finance-industrie**. Paris, 1999. (Colloque CREI-CEDI).

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

MOREIRA, C. A. L. Uma reflexão sobre a dinâmica do investimento direto estrangeiro no Brasil num contexto de liberalização comercial e desregulamentação financeira. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE ECONOMISTAS, 14., 2001, Recife. **[Anais...]**. [Recife: s.n.], 2001.

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

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

SALAMA, P. L'origine interne de la crise financière. 1999. Disponível em: <http://www.webcom.com/~clacso/debfran.html>.

SCHERER, A. L. F. As raízes financeiras do investimento direto estrangeiro: notas sobre a experiência brasileira recente. In: **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 20, n. 2. 1999

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

TAVARES M. DA C.; FIORI J. L. **(Des)ajuste global e modernização conservadora**. São Paulo: Paz e Terra, 1993.

WORLD INVESTMENT REPORT 2001. Genebra: UNCTAD, 2001.