

# Globalização financeira e economias nacionais: volatilidade e vulnerabilidade

---

*Reinaldo Gonçalves\**

A globalização financeira das últimas duas ou três décadas é um fenômeno marcado pela simultaneidade de três processos, a saber: a aceleração da internacionalização da produção de serviços financeiros (inclusive aqueles que envolvem o movimento de capitais), o acirramento da concorrência no mercado financeiro internacional e a maior integração dos sistemas financeiros nacionais. A interação desses processos tem apresentado vários efeitos importantes sobre as economias nacionais e repercutido em escala global.<sup>1</sup> Dentre esses efeitos, cabe destacar que a globalização financeira funciona como uma cadeia transmissora de perturbações e turbulências que ocorrem nos diferentes mercados financeiros internacionais e provocam efeitos significativos sobre as economias nacionais.

A transmissão internacional dos ciclos econômicos tem sido historicamente um importante determinante do desempenho das economias nacionais. A evolução da produção, do emprego, da renda e de outras variáveis econômicas em um país qualquer é sempre influenciada pelo que ocorre no cenário internacional, sendo que os problemas decorrem da natureza, da extensão e da intensidade dos eventos externos. De um modo geral, o impacto dos ciclos internacionais sobre cada país é diretamente proporcional ao grau de abertura econômica ou de internacionalização da produção desse país e inversamente proporcional à capacidade do governo de implementar políticas de prevenção ou de resistência na economia nacional. O registro da História mostra, por exemplo, que as economias primá-

---

\* Professor Titular de Economia Internacional do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

<sup>1</sup> Para uma coleção de trabalhos recentes sobre o tema, ver François Chesnais (1996).

rio-exportadoras da América Latina tinham sua evolução determinada, em grande medida, pelos acontecimentos no cenário internacional e, em particular, pela evolução econômica dos países que estão no centro do sistema econômico mundial e dos mercados de *commodities*. Por outro lado, a experiência recente de países do Sudeste Asiático mostra que políticas nacionais ativas podem neutralizar, se não totalmente, pelo menos em grande medida, os efeitos de eventos externos adversos.

Nas últimas duas ou três décadas, a questão da transmissão internacional de ciclos econômicos adquiriu uma nova dimensão, que ultrapassou a esfera produtiva e passou a incorporar uma dimensão estritamente financeira. O que ocorre de forma cada vez mais evidente é que mudanças no sistema financeiro internacional passam a influenciar o desempenho das economias nacionais, principalmente, o daquelas com maior escassez relativa de capital e fragilidade estrutural ou crônica nas contas externas.

Entretanto cabe destacar que o aspecto mais marcante do passado recente é que o comportamento dos fluxos financeiros internacionais, no lugar de flutuações cíclicas marcadas por amplitudes com alguma previsibilidade, passou a se caracterizar crescentemente por flutuações erráticas, movimentos abruptos, mudanças imprevistas e trajetórias instáveis. De fato, o sistema financeiro internacional adquiriu o atributo do que se transforma facilmente e muda rapidamente, isto é, do que é volátil.

Que relação existe entre volatilidade do sistema financeiro internacional e a vulnerabilidade externa das economias nacionais? Quais são os determinantes principais da volatilidade do sistema financeiro internacional? De que forma ela se manifesta nos principais mercados? Por que e através de que mecanismos as economias nacionais adquirem vulnerabilidade financeira externa? E, finalmente, que diferentes concepções e soluções podem ser apresentadas para esse problema?

## **1 - Volatilidade e vulnerabilidade**

O sistema financeiro internacional tem como função promover a mobilidade de capital com múltiplos objetivos, a saber: alocação de recursos em nível mundial, ajuste das contas externas, financiamento do crescimento econômico, negociação de moeda estrangeira e financiamento das transa-

ções comerciais.<sup>2</sup> Os principais atores ou operadores diretos do sistema financeiro internacional são as agências nacionais de financiamento ao comércio exterior, os organismos financeiros multilaterais, os bancos e as instituições financeiras não bancárias (corretoras, bancos de investimento). Naturalmente, há outros agentes econômicos importantes, tais como os governos, as empresas transnacionais e os investidores institucionais (por exemplo fundos de pensão e companhias de seguros), que têm um papel de destaque no sistema financeiro internacional, ainda que não sejam operadores diretos do sistema.

A volatilidade do sistema financeiro internacional não somente afeta a realização dos objetivos próprios desse sistema, como também tem efeitos macroeconômicos importantes sobre os países. Ademais, esses efeitos acabam levando a alterações nas políticas macroeconômicas, que, por seu turno, quando mudam os preços relativos, o nível e a composição dos agregados econômicos, têm impacto microeconômico também significativo. Ao fim e ao cabo, a volatilidade do sistema financeiro internacional cria um problema de vulnerabilidade externa para as economias nacionais.

A vulnerabilidade externa significa uma baixa capacidade de resistência das economias nacionais frente a fatores desestabilizadores ou a choques externos. A vulnerabilidade tem duas dimensões igualmente importantes. A primeira envolve as opções de resposta com os instrumentos de política disponíveis; e a segunda incorpora os custos de enfrentamento ou de ajuste frente aos eventos externos (JONES, 1995, p.7). Assim, a vulnerabilidade externa é tanto maior quanto menores forem as opções de política e quanto maiores forem os custos do processo de ajuste.

O processo de globalização tem, sem dúvida alguma, levado a um sistema mais complexo de interdependências entre economias nacionais. En-

---

<sup>2</sup> Cabe distinguir o sistema financeiro internacional do sistema monetário internacional. Neste último, os principais atores são os governos dos países desenvolvidos, responsáveis pelas moedas-chave do sistema internacional de pagamentos e pelas políticas macroeconômicas (políticas monetária e cambial) que afetam mais diretamente o sistema econômico mundial. No que se refere à questão monetária internacional, é necessário que haja um sistema de taxas de câmbio relativamente estável, mecanismos eficazes de ajuste dos desequilíbrios de balanço de pagamentos e nível de liquidez internacional compatível com o volume de negócios na economia mundial. O Fundo Monetário Internacional foi criado em Bretton Woods para desempenhar um papel importante nessas questões; porém, a história do FMI aponta claramente no sentido de um papel cada vez mais insignificante no sistema monetário internacional, principalmente após a criação do Grupo dos Sete (G-7) em meados dos anos 70.

tretanto esse sistema complexo de interdependências continua significativamente assimétrico, de tal forma que pode-se falar de "vulnerabilidade unilateral" por parte da grande maioria de países do Mundo que têm uma capacidade mínima de repercussão em escala mundial. Isto é, um país que tem vulnerabilidade unilateral é muito sensível frente a eventos externos e sofre de forma significativa as conseqüências de mudanças no cenário internacional, enquanto os eventos domésticos desse país têm impacto nulo ou quase nulo sobre o sistema econômico mundial. De um modo geral, os países em desenvolvimento têm como atributo a vulnerabilidade externa, que, efetivamente, tem sido parte integrante do processo histórico desses países; inclusive, aqueles que se livraram formalmente, há mais de um século, dos laços coloniais.

O aumento extraordinário da volatilidade do sistema financeiro internacional ao longo das últimas duas ou três décadas tem significado, de fato, uma maior vulnerabilidade externa, principalmente dos países em desenvolvimento, que têm problemas crônicos e estruturais de desequilíbrios nas contas externas. Como resultado, esses países passam a se defrontar com incertezas críticas de crescente importância relacionadas ao comportamento futuro dos fluxos financeiros internacionais, que serão cada vez mais determinantes de suas trajetórias e de seus cenários.

Ademais, cabe destacar que o sistema financeiro internacional apresenta um conjunto específico de riscos que podem ser classificados da seguinte forma: risco de crédito, risco de mercado, risco de liquidação, risco de liquidez, risco operacional, risco legal e risco sistêmico (Trade Develop. Rep. 1995, 1995, p.99-101).

O risco de crédito significa a incapacidade do devedor de cumprir com as suas obrigações, isto é, quando o devedor se torna insolvente. O risco de mercado representa perdas decorrentes de queda no preço dos ativos. O risco de liquidação manifesta-se no descompasso no tempo entre uma operação de crédito e uma de débito, ou seja, a contrapartida de uma operação não ocorre. O risco de liquidez é a falta temporária de recursos para saldar um débito. O risco operacional decorre de falha de controle ou de gerenciamento adequado das transações financeiras. O risco legal surge como resultado de imperfeições nos mecanismos jurídico e institucional que balizam as transações. Finalmente, o risco sistêmico ocorre quando o sistema financeiro internacional tem o seu funcionamento paralisado por um evento de-sestabilizador grave.

Deve-se observar que há uma interação entre os diferentes tipos de risco, e, inclusive, é essa interação que pode gerar um risco sistêmico. A questão relevante, aqui, é que o sistema financeiro internacional tem um conjunto específico de riscos não desprezíveis, que configuram a volatilidade marcante desse sistema, e, como resultado, as economias nacionais defrontam-se com um problema de vulnerabilidade externa.

A importância do tema da vulnerabilidade externa é destacado em documento recente do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) sobre a América Latina e é sintetizado da seguinte forma:

"(...) o problema de política que enfrenta a região não é fundamentalmente o gerenciamento da escassez no médio e longo prazo de fluxos de capitais, mas sim lidar com a natureza altamente volátil desses fluxos. Fluxos elevados de capitais externos serão provavelmente uma característica importante do cenário financeiro internacional no futuro previsível, porém, esses fluxos provavelmente permanecerão altamente voláteis" (GAVIN, HAUSMANN, LEIDERMAN, 1996, p.29).

## **2 - Causas da volatilidade do sistema financeiro internacional**

A atual volatilidade do sistema financeiro internacional pode ser explicada pela interação de três conjuntos de fatores. O primeiro refere-se ao desenvolvimento do mercado de euromoedas nos anos 60 e à sua extraordinária expansão por mais de duas décadas. O mercado de euromoedas permitiu aos bancos, assim como às empresas transnacionais, escaparem das restrições existentes nos sistemas financeiros nacionais em geral e das limitações de operações em dólar impostas pelo Federal Reserve Board dos Estados Unidos em particular. Como resultado, o mercado de euromoedas facilitou a expansão extraordinária dos fluxos internacionais de capitais de curto prazo e especulativos e, portanto, a volatilidade do sistema financeiro internacional (VAN der WEE, 1990, p.415-418).

O segundo envolve uma série de "não-decisões" ou falhas de decisão por parte dos governos dos países avançados no que se refere à evolução do sistema monetário internacional após a ruptura do sistema de Bretton Woods, em 1971.

Essas "não-decisões" dizem respeito, principalmente, à incapacidade dos países desenvolvidos de estabelecerem um novo sistema monetário internacional e, portanto, à existência de um "não-sistema" monetário internacional desde então. Dentre as questões de maior importância, podem-se mencionar a falta de disciplina ou de regulação do mercado internacional de moedas e a inexistência de regras quanto ao funcionamento do sistema internacional de taxas de câmbio. Ademais, os "gerentes" do sistema monetário internacional foram incapazes de criar mecanismos de transferência de recursos após a crise do petróleo nos anos 70, que gerou um desequilíbrio extraordinário no cenário internacional, colocando, de um lado, países superavitários, exportadores de petróleo, e, de outro, países deficitários, importadores de petróleo. Nesse sentido, o mercado internacional de capitais, com destaque para o mercado de euromoedas, mostrou-se um alocador ineficiente, tendo em vista a eclosão da crise da dívida externa nos anos 80, quando um grande número de países em desenvolvimento tiveram problemas de liquidez ou de solvência, cujas consequências são observadas até hoje.

O terceiro conjunto de fatores que tem gerado maior volatilidade do sistema financeiro internacional refere-se ao fenômeno da globalização financeira, principalmente a partir do início dos anos 80. Esse fenômeno é entendido como a interação de outros três, que, operando simultaneamente, configuram uma nova situação no cenário internacional. O primeiro consiste na expansão extraordinária dos fluxos financeiros internacionais, como resultado dos processos de desregulamentação dos mercados financeiros domésticos, das inovações tecnológicas vinculadas à telemática, que baratearam enormemente as transações financeiras internacionais, e a criação de novos produtos financeiros como resposta à volatilidade das taxas de câmbio e de juros. O segundo refere-se à maior concorrência no sistema financeiro internacional, envolvendo, por um lado, os bancos e, por outro, as instituições financeiras não bancárias. O terceiro envolve a maior integração entre os sistemas financeiros nacionais, como resultado da liberalização cambial, da redução dos controles sobre o movimento internacional de capitais e das mudanças nas estratégias de diversificação de *portfolio* dos investidores institucionais (por exemplo, fundos de pensão, fundos de *hedge*, companhias de seguros) dos países desenvolvidos, que passaram a uma diversificação geográfica mais ousada.

### 3 - Determinação da volatilidade nos diferentes mercados

O sistema financeiro internacional é composto, na realidade, de um conjunto de mercados que operam instrumentos ou ativos específicos. Correndo o risco de uma simplificação exagerada, podem-se classificar esses mercados da seguinte forma: títulos, ações, empréstimos e financiamentos, moedas e derivativos.<sup>3</sup>

A dinâmica de cada um desses mercados é influenciada por fatores que, além de não serem necessariamente os mesmos, podem ter um peso relativo diferente. Pelo lado da oferta, a disponibilidade de recursos financeiros internacionais depende, principalmente, das políticas econômicas dos países desenvolvidos (com destaque para as políticas monetária e cambial), assim como do desempenho macroeconômico desses países.<sup>4</sup> Ademais, o mercado financeiro internacional tem uma "autonomia relativa", na medida em que a globalização financeira adquire uma dinâmica própria, independente das políticas governamentais. Nesse sentido, as expectativas dos agentes econômicos, bancários e não bancários, desempenham um papel fundamental em cada um dos mercados.

Ainda pelo lado da oferta, o financiamento de exportações dos países desenvolvidos depende de decisões autônomas por parte de seus governos; o mesmo ocorre, em grande medida, com as linhas de financiamento das instituições multilaterais, com destaque para o sistema do Banco Mundial.

Pelo lado da demanda, o nível de atividade econômica é um fator primário. As políticas macroeconômicas dos países desenvolvidos, com destaque para as taxas de juros, também são variáveis determinantes. Ademais, a necessidade de ajustes nas contas externas, independentemente do desempenho da economia mundial e da evolução das taxas de juros e *spreads*, funciona como variável importante na determinação da demanda por capitais internacionais.

---

<sup>3</sup> O mercado de seguros e o mercado de ouro físico também poderiam ser incluídos nessa classificação. A diferença fundamental é que o mercado financeiro *stricto sensu* envolve a transferência de um direito na forma de um ativo financeiro, enquanto no mercado de seguros isso não ocorre, visto que a transação é de compra de um serviço específico (relativo a não-fatores) de proteção contra riscos e incertezas. No caso do ouro, a transação conclui-se com a posse de um ativo real.

<sup>4</sup> A "pressão de demanda doméstica" por capital nos países desenvolvidos significa, em princípio, uma menor disponibilidade de recursos para aplicação no sistema internacional. Nesse sentido, o capital é uma mercadoria como outra qualquer.

No que se refere tanto à oferta como à demanda no mercado internacional de capitais, conforme foi destacado na discussão acima sobre as causas da globalização financeira, há um conjunto importante de fatores de natureza institucional (desregulamentação), tecnológica (telemática e inovações financeiras) e sistêmica (por exemplo, concorrência) que influenciam a volatilidade do mercado.

Outrossim, deve-se notar que, quanto à determinação sistêmica, há um processo importante de “financiarização” caracterizado pela diversificação dos grupos industriais na direção dos ativos financeiros. Aqui não se trata da otimização do fluxo de capitais das grandes empresas transnacionais, mas, sim, de uma nova dimensão financeira na atuação das empresas transnacionais, com origem na indústria, que passam, inclusive, a ter seus próprios bancos e se tornam um agente ativo da globalização financeira (CHESNAIS, 1994, cap.11). Nesse sentido, cabe mencionar que as ondas recentes de fusão e aquisição (transfronteiriça ou restrita à economia doméstica) têm se beneficiado não somente de recursos próprios das empresas (lucros retidos e reservas) como também da mobilização de fundos no mercado internacional de capitais.

A volatilidade do sistema financeiro internacional depende, assim, da interação de um conjunto de fatores complexos que operam em diferentes dimensões (institucional, tecnológica, sistêmica, estratégica e de política econômica). Ademais, distintos mercados financeiros são afetados de forma diferente por esses fatores. Passa-se, agora, à discussão da evolução recente dos principais mercados financeiros, dando destaque para a questão da volatilidade.

## **4 - Volatilidade em diferentes mercados**

O fenômeno da globalização financeira manifesta-se com a expansão extraordinária dos fluxos financeiros internacionais. Nos últimos 10 anos, o volume de recursos quadruplicou, passando de US\$ 395 bilhões em 1987 para US\$ 1.597 bilhões em 1996 (Tabela 1). Deve-se notar que os dados agregados não mostram nenhum movimento de mudança abrupta. De fato, o destaque fica no contraste entre a relativa estabilização dos fluxos no período 1987-90 e a expansão significativa desde 1991. Entretanto a questão da volatilidade dos fluxos financeiros internacionais fica evidente quando se analisa a evolução de diferentes mercados financeiros e de distintos grupos de países receptores.



Tabela 1

Fontes de financiamento do mercado financeiro internacional — 1987-96

(US\$ bilhões)

FONTES	1987	1988	1989	1990	1991
Emissão de bônus .....	180,8	227,1	255,7	229,9	308,7
Euronotas .....	102,2	93,2	81,6	73,2	87,9
Empréstimos bancários	91,7	125,5	121,1	124,5	116,0
Emissão de ações .....	20,4	9,1	14,0	14,2	23,8
<b>TOTAL .....</b>	<b>395,1</b>	<b>454,9</b>	<b>472,4</b>	<b>441,8</b>	<b>536,4</b>

  

FONTES	1992	1993	1994	1995	1996 (1)
Emissão de bônus .....	333,7	481,0	428,9	460,6	700,0
Euronotas .....	134,6	160,2	257,8	388,3	500,0
Empréstimos bancários	117,9	136,7	236,2	368,4	344,0
Emissão de ações .....	25,3	36,6	44,9	41,0	53,0
<b>TOTAL .....</b>	<b>611,5</b>	<b>814,5</b>	<b>967,8</b>	<b>1 258,3</b>	<b>1 597,0</b>

FONTE: Dados para 1987-93: INTERNATIONAL capital markets: developments, prospects, and policy issues (1995). Washington, D. C.: IMF. Apêndice, tab.1, p. 189.

Dados para 1994-95: TRADE AND DEVELOPMENT REPORT 1996 (1996). Genebra: UNCTAD, tab.6, p.28.

(1) Dados preliminares: THE ECONOMIST (1996). London, v.341, n.7995, 7 dec., p.97.

#### 4.1 - Bônus e títulos

Na última década, o mercado de bônus tem se tornado a mais importante fonte de financiamento internacional. A Tabela 1 mostra que a emissão internacional de bônus quadruplicou nos últimos 10 anos, visto que aumentou de US\$ 180 bilhões em 1987 para cerca de US\$ 700 bilhões em 1996. Os dados da Tabela 1 mostram também uma nítida e firme tendência de crescimento, apesar de flutuações por vezes significativas. Por exemplo, em 1994 o mercado internacional de bônus sofreu uma queda de 11% no volu-

me de negócios como resultado da turbulência criada pelo aumento das taxas de juros norte-americanas<sup>5</sup>.

O mercado de bônus voltou a sofrer nova turbulência no final de 1994, quando da crise do México, que, dentre outras implicações, deixou países como o Brasil e a Argentina fora do mercado internacional de bônus durante os primeiros meses de 1995. Para ilustrar, no primeiro trimestre de 1994 os países em desenvolvimento colocaram bônus no mercado internacional no valor de US\$ 19 bilhões, enquanto no primeiro trimestre de 1995 a emissão total desses países foi de um quarto desse valor, isto é, US\$ 4,8 bilhões (INTERNATIONAL..., 1995, tab. A1, p.42). O Brasil, que havia emitido US\$ 1,2 bilhão no primeiro trimestre de 1994, um ano depois só conseguiu colocar bônus no valor de US\$ 50 milhões, enquanto a Argentina, que havia emitido US\$ 1,5 bilhão no primeiro trimestre de 1994, não conseguiu colocar um único bônus no primeiro trimestre de 1995 (INTERNATIONAL..., 1995, tab. A1, p.42).

A volatilidade no mercado de bônus fica também por conta da flutuação das taxas de retorno (*yields*)<sup>6</sup>. Os *yields* dos bônus têm mostrado uma significativa volatilidade nos últimos anos, como decorrência, principalmente, das flutuações das taxas de juros reais de curto prazo e do grau de exposição de participantes no mercado internacional de bônus.<sup>7</sup>

O mercado de euronotas mostra uma trajetória similar à do mercado de bônus, ainda que as flutuações observadas pareçam mais marcantes. De fato, esses dois mercados têm um grau de convergência muito significativo, na medida em que os bônus e as euronotas de médio prazo têm maturidade similares (Trade Develop. Rep. 1995, 1995, p.21). Nesse sentido, a contração do mercado de bônus em 1994 e a turbulência nos primeiros meses de 1995 fizeram com que países, principalmente os países em desenvolvimento, redirecionassem sua captação de recursos para o mercado de euronotas. A expansão desse mercado em 1994-95 reflete, em certa medida, a contração do mercado internacional de bônus.

<sup>5</sup> A taxa média de juros sobre títulos do Banco Central norte-americano aumentou de 3,2% em 1993 para 4,2% em 1994. Ver International...(1995a, P.779).

<sup>6</sup> O *yield* é, geralmente, calculado como o diferencial entre a taxa de retorno (taxa de juros corrigida pela taxa de desconto sobre o valor de face) do bônus e a taxa de retorno para títulos do Tesouro norte-americano com maturidade equivalente. O *yield* é expresso em pontos-base (centésimos de ponto) ou pontos percentuais.

<sup>7</sup> As expectativas inflacionárias e as taxas de juros de longo prazo parecem ter sido determinantes menos importantes da volatilidade dos *yields* dos bônus nos últimos anos. Ver International... (1996, p.52-53).

## 4.2 - Ações

O fluxo de investimento de *portfolio* inclui, além da emissão de bônus e ações no mercado internacional, a compra de ações e ativos financeiros (títulos do governo, debêntures, renda fixa, etc.) nas economias nacionais por parte de não-residentes.<sup>8</sup> Esta última forma de investimento tem se constituído num mecanismo de importância crescente na captação de recursos externos pelos países em desenvolvimento (pelo menos aqueles conhecidos como "mercados emergentes"). Dados, de 1995, para os países em desenvolvimento mostram que, enquanto o valor total das emissões internacionais de ações foi de aproximadamente US\$ 11 bilhões, o investimento externo de *portfolio* nesses países chegou a US\$ 25 bilhões (Trade Develop. Rep. 1996, 1996, p.29).

Os dados da Tabela 2 apresentam informações agregadas para os fluxos de investimento externo de *portfolio* nos países em desenvolvimento no período 1990-95. Nessa tabela, fica evidente a significativa volatilidade do investimento de *portfolio*, principalmente na América Latina. Nessa região, o fluxo líquido de investimento externo de *portfolio* aumentou de US\$ 11 bilhões em 1991 para US\$ 52 bilhões em 1993 e, após a crise do México, baixou para US\$ 10 bilhões em 1995.

No caso da América Latina, a volatilidade dos fluxos internacionais de capitais manifestou-se em todos os principais mercados. Na Tabela 3, verifica-se essa volatilidade na emissão internacional de bônus e ações. Com relação à compra de ações nos mercados de capitais da América Latina por não-residentes, os dados do Centro de Estudos Econômicos para a América Latina (CEPAL) mostram que, de fluxos praticamente inexistentes no final dos anos 80, a região recebeu investimentos de *portfolio* na forma de ações de US\$ 8 bilhões em 1992, de US\$ 25 bilhões em 1993 e de US\$ 10 bilhões em 1994 (INVERSIÓN..., 1995, tab. 2, p.37).

---

<sup>8</sup> Essa interpretação é encontrada, por exemplo, no relatório do FMI (INTERNATIONAL..., 1995, p.35). No que se refere aos bônus, parece ser mais conveniente incluí-los como um instrumento de financiamento, como o faz, por exemplo, o Banco Central do Brasil nas suas estatísticas.

Tabela 2

Fluxos líquidos de capitais privados internacionais para os países  
em desenvolvimento — 1990-95

(US\$ bilhões)

FLUXOS	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Países em Desenvolvimento</b>						
Total .....	45,4	153,8	130,2	173,1	152,4	181,5
Investimento externo direto .....	18,6	28,4	31,6	48,9	61,3	71,7
Investimento externo <i>portfolio</i> .....	18,3	36,9	47,2	89,6	50,4	37,0
Empréstimos e financiamentos ....	8,5	88,5	51,5	34,6	40,6	72,9
<b>América Latina (1)</b>						
Total .....	17,3	24,0	54,7	64,2	48,5	48,9
Investimento externo direto .....	6,6	11,2	12,8	13,9	17,7	17,1
Investimento externo <i>portfolio</i> .....	17,4	11,4	17,8	51,6	17,4	10,0
Empréstimos e financiamentos.....	-6,6	1,5	24,0	-1,2	13,4	21,8

FONTE: INTERNATIONAL capital markets: developments, prospects, and policy issues (1996). Washington, D. C.: IMF. Tab. 23, p.86.

(1) Os dados da América Latina referem-se à classificação Western Hemisphere do FMI.

Tabela 3

Emissão de bônus e ações no mercado internacional — 1990-95

(US\$ bilhões)

TÍTULOS	1990	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Bônus</b> .....	226,6	297,6	333,7	500,1	462,4	501,7
Países em desenvolvimento ...	6,4	12,8	23,8	62,7	56,8	57,9
América Latina .....	2,8	7,2	12,6	28,8	18,2	23,4
Brasil .....	-	1,8	3,7	6,5	4,0	7,0
<b>Ações</b> .....	8,2	15,5	22,6	34,0	49,2	44,2
Países em desenvolvimento	1,3	5,4	9,3	11,9	18,1	11,2
América Latina .....	0,1	4,1	4,1	6,0	4,7	1,0
Brasil .....	-	-	0,1	-	1,0	0,3

FONTE: Dados para 1990-92: INTERNATIONAL capital markets: development, prospects, and policy issues (1995). Washington, D.C.: IMF. Apêndice, tab. A1, p.42; tab. A5, p.46.

Dados para 1993-95: INTERNATIONAL capital markets: development, prospects, and policy issues (1996). Washington, D. C.: IMF. Tab. 24, p.93; tab. 30, p.101.

De fato, nos últimos anos tem aumentado o número de fundos mútuos de investimento externo nos mercados emergentes.<sup>9</sup> Dados publicados pelo FMI mostram que o patrimônio total dos fundos estrangeiros de ações nos mercados emergentes aumentou de US\$ 29 bilhões em 1992 para US\$ 109 bilhões em 1995, sendo que, nesse período, o número de fundos aumentou de 449 para 1.254 (INTERNATIONAL..., 1996, tab. 31, p.102).

### 4.3 - Empréstimos e financiamentos

O mercado bancário de empréstimos ficou, durante mais de uma década, sob o impacto da crise da dívida externa dos países em desenvolvimento. Os dados da Tabela 1 mostram que, entre 1988 e 1993, os empréstimos bancários internacionais ficaram relativamente estáveis, girando em torno dos US\$ 120 bilhões anuais. Na primeira metade da década de 90, a captação total dos países em desenvolvimento apresentou um elevado grau de volatilidade (Tabela 4), tendo oscilado em torno de uma média de cerca de US\$ 25 bilhões. Além da volatilidade, a captação por parte dos países da América Latina tem sido desprezível e praticamente nula no caso de vários países, inclusive no do Brasil.

Entretanto a questão da volatilidade nesse mercado tem se manifestado, após a extraordinária e dramática contração nos anos 80, na evolução dos *spreads*. Os dados da Tabela 4 mostram que, por exemplo, os *spreads* no mercado de euromoedas para os países em desenvolvimento apresentam uma nítida tendência de aumento no período 1991-95, enquanto, nesse mesmo período, a tendência para os países desenvolvidos parece ser de queda.

No que se refere aos créditos à exportação para os países em desenvolvimento, os dados da Tabela 5 também mostram uma significativa volatilidade de fluxos nos últimos anos. A evolução desses fluxos depende, sobremaneira, do desempenho macroeconômico dos tomadores de recursos e das suas relações com os países emprestadores e suas agências de crédito à exportação. A evolução dos custos e dos termos dos financiamentos ao comércio pelas agências tem sido um determinante importante do comportamento dos fluxos de créditos à exportação (Trade Develop. Rep. 1995, 1995, p.23).

---

<sup>9</sup> Esses fundos nos mercados emergentes recebem diferentes denominações, a saber: *mutual funds, open-end mutual funds e closed end mutual funds*.

Tabela 4

Empréstimos bancários e *spreads* — 1991-95

DISCRIMINAÇÃO	(em pontos básicos)				
	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Empréstimos</b>					
Países em desenvolvimento .....	23,2	29,7	35,2	-15,2	49,8
América Latina .....	4,8	-2,2	5,2	-30,0	0,3
<b>Spreads (1)</b>					
Países desenvolvidos .....	80	86	78	59	43
Países em desenvolvimento .....	78	85	101	107	107
<i>Spread</i> médio .....	79	85	81	64	50

FONTE: Dados sobre empréstimos: WORLD ECONOMIC OUTLOOK (1996). Washington, D. C. : IMF, tab. 34, p.215-218, oct  
 Dados sobre *spreads*: INTERNATIONAL capital markets: development, prospects, and policy issues (1996). Washington, D. C. : IMF. Tab. 19, p.74.

(1) *Spreads* nos mercados de euromoedas.

Tabela 5

## Fluxo líquido dos créditos à exportação para os países em desenvolvimento — 1990-95

DISCRIMINAÇÃO	(US\$ bilhões)					
	1990	1991	1992	1993	1994	1995 (1)
Países em desenvolvimento	7 586	5 900	17 201	13 154	18 592	4 658
América Latina .....	4 543	3 712	4 641	4 657	2 642	-1 935

FONTE: TRADE AND DEVELOPMENT REPORT 1996 (1996). Genebra : UNTATD, tab.9, p.31.

(1) Dados para o primeiro semestre.

Com relação aos recursos financeiros provenientes de instituições financeiras multilaterais, os dados da Tabela 6 mostram uma certa estabilidade, tanto dos fluxos brutos quanto dos fluxos líquidos, nos últimos anos. Contudo, no que se refere à América Latina, os dados apresentam um comportamento significativamente errático dos desembolsos. Além da volatilidade dos fluxos líquidos, o que se observa é que o desembolso líquido para a região sofre uma queda importante, de uma média anual de US\$ 4,9 bilhões em 1980-84 para US\$ 1,4 bilhão em 1990-94.

Tabela 6

## Desembolsos de instituições financeiras multilaterais — 1980-94

DISCRIMINAÇÃO	MÉDIA ANUAL		1990	1991	1992	1993	1994
	1980-84	1985-89					
<b>Total</b>							
Bruto .....	21,7	26,0	36,4	39,1	35,6	37,1	37,5
Líquido .....	16,8	9,1	15,4	17,7	13,8	15,2	13,7
<b>América Latina</b>							
Bruto .....	6,6	8,5	13,8	9,9	9,2	11,5	8,8
Líquido .....	4,9	3,1	5,4	0,6	-0,6	1,4	0,3

FONTE: OFFICIAL financing for developing countries (1996). Washington, D.C. : IMF. tab. 15, p.40.

De fato, as instituições financeiras tornaram-se, para o conjunto dos países em desenvolvimento, uma fonte inexpressiva de financiamento.<sup>10</sup> Na realidade, os recursos disponíveis e os desembolsos das instituições financeiras multilaterais estão, em grande medida, condicionados pelas políticas externas dos países desenvolvidos.

<sup>10</sup> Naturalmente, o que é válido para o todo não necessariamente é verdadeiro para as partes. Para alguns países em desenvolvimento, principalmente aqueles com níveis muito baixos de renda, os desembolsos das instituições multilaterais podem ser uma fonte significativa de recursos externos.

#### 4.4 - Mercado de moedas

O mercado internacional de moedas tem uma importância fundamental para o sistema financeiro internacional ainda que, *stricto sensu*, esse mercado não transacione ativos financeiros e sim ativos monetários. Os principais mercados internacionais de moeda são Londres, Nova Iorque e Tóquio, que respondem por mais da metade das transações. Nesse mercado, o dólar representa cerca de 40% de todas as transações, enquanto o marco alemão e o iene japonês respondem por 14% e 12%, respectivamente, do total de transações de moeda (INTERNATIONAL..., 1996, p.123).

Os dados da Tabela 7 mostram que o volume diário das transações no mercado de moedas aumentou de US\$ 718 bilhões em 1989 para US\$ 1.572 bilhões em 1995, sendo que essa duplicação representa uma taxa média anual de crescimento de aproximadamente 14%. Cabe mencionar aqui que esse valor de quase US\$ 1,6 trilhão nas transações diárias no mercado internacional de moedas é significativamente maior do que o segundo mais importante mercado financeiro, que é o de títulos do Governo dos Estados Unidos. O volume diário de transações de títulos do Governo norte-americano era de US\$ 175 bilhões, enquanto o volume diário das 10 maiores Bolsas de Valores do Mundo era de US\$ 42 bilhões.

Tabela 7

Média diária das transações dos principais mercados internacionais de moedas — abr /89, abr /92 e abr./95

MERCADOS	ABR/89		ABR/92		ABR/95	
	Valor (US\$ bilhões)	Participação %	Valor (US\$ bilhões)	Participação %	Valor (US\$ bilhões)	Participação %
Reino Unido .....	184,0	26	290,5	27	463,8	30
Estados Unidos	115,2	16	166,9	16	244,4	16
Japão .....	110,8	15	120,2	11	161,3	10
Cingapura .....	55,0	8	73,6	7	105,4	7
Hong Kong .....	48,8	7	60,3	6	90,2	6
Suíça .....	56,0	8	65,5	6	86,5	5
Total .....	717,9	100	1 076,2	100	1 571,8	100

FONTE: INTERNATIONAL capital markets: developments, prospects, and policy issues (1996). Washington, D.C.: IMF. Tab. 41, p.121.



No mercado de moedas, são determinadas as taxas de câmbio, e, portanto, a evolução desse mercado é determinante dos preços relativos dos ativos financeiros denominados em diferentes moedas. Nesse sentido, a volatilidade das taxas de câmbio tem sido um fator determinante na criação de novos instrumentos e mercados financeiros.

A extraordinária expansão do mercado de derivativos financeiros nos últimos anos é explicada, em grande medida, pela volatilidade de variáveis-chave do sistema monetário internacional, a saber: taxas de câmbio e taxas de juros. Como exemplo mais recente, a volatilidade da taxa de câmbio dólar-iene no início de 1995 foi o principal fator da expansão das operações de derivativos de taxa de juros e moedas (INTERNATIONAL..., 1996, p.70).

A relação entre os sistemas monetário e financeiro internacional é de causalidade mútua. Para ilustrar, a volatilidade do mercado de bônus no início de 1994 foi influenciada pela evolução da taxa de juros nos Estados Unidos, assim como pelas expectativas no que se refere à inflação e à taxa de câmbio do dólar com relação a outras moedas-chave do sistema monetário internacional. A queda de preços dos bônus nos EUA conduziu ao redirecionamento de capitais para a Europa, o que, por conseguinte, levou ao enfraquecimento do dólar e a expectativas de manutenção de taxas de juros mais elevadas nos EUA. Essas expectativas afetaram adversamente o mercado de bônus nos EUA e, portanto, reforçaram o processo de enfraquecimento do dólar. Assim, mudanças na política monetária norte-americana influenciaram o mercado internacional de bônus em 1994, gerando uma significativa volatilidade nesse mercado.

Ainda para ilustrar a relação entre a questão monetária (em particular, a taxa de juros) e a financeira internacional, cabe mencionar que, mais recentemente, se verificou uma mudança marcante no sistema financeiro internacional, no chamado mercado de bônus denominados em iene (*Samurai bonds* ou *Euroyen bonds*)<sup>11</sup>. A desregulamentação do mercado de capitais japonês e a baixa taxa de juros em vigor no Japão foram determinantes para a expansão desse mercado, que, a partir de 1991, tem sido utilizado, em grande parte, pelos países em desenvolvimento.

---

<sup>11</sup> Os *Samurai bonds* são bônus denominados em iene e adquiridos por investidores no Japão, enquanto os *Euroyen bonds* também são denominados em iene, mas são negociados fora do Japão, geralmente em Londres.

## 4.5 - Derivativos

No que se refere especificamente à questão da volatilidade das taxas de câmbio e do mercado de moedas, os agentes econômicos podem se proteger operando nos mercados futuro e de derivativos. Entretanto essa proteção nem sempre é completa, além de possuir um custo nem sempre acessível para agentes econômicos nos países em desenvolvimento. Ademais, os problemas decorrentes da volatilidade do sistema financeiro, que geram vulnerabilidade externa para os países, manifestam-se através de mecanismos macroeconômicos e microeconômicos para os quais não há operações de *hedge*. O *hedge* para os países consiste, de fato, na redução da vulnerabilidade externa frente à volatilidade do sistema financeiro internacional.

Deve-se observar que a expansão mais expressiva e o maior potencial de risco têm se verificado nos mercados futuro e de derivativos. Vale mencionar aqui que, no conjunto do mercado de derivativos (considerando-se o valor nocional total dos contratos de US\$ 47,6 trilhões em março de 1995), as transações envolvendo taxas de juros são, de longe, as mais importantes, visto que representaram mais de 61% do mercado, seguidas pelas transações de moedas (37% do mercado).<sup>12</sup> Os derivativos de ações respondiam por 1,3% do mercado, e os derivativos de *commodities*, no valor de US\$ 350 bilhões, representavam 0,7% do valor total dos contratos de derivativos (INTERNATIONAL..., 1996, tab. 16, p.72).

Os mercados de derivativos, ainda que não sejam fonte direta de recursos para os países em desenvolvimento, têm uma influência marcante sobre o sistema financeiro internacional, na medida em que eles afetam a atuação dos agentes econômicos internacionais, sua alocação de recursos em es-

---

<sup>12</sup> O valor nocional refere-se ao valor de face ou valor nominal dos contratos. Esse valor é distinto do valor da operação financeira no mercado de derivativos. Segundo a definição do FMI, "(...) o valor principal nocional é o número pelo qual as taxas de juros ou taxas de câmbio num contrato de derivativo são multiplicadas para se calcular o valor de liquidação do contrato"; ver International... (1995, nota de rodapé 34, p.18). Para ilustrar, tome-se o caso de um *swap* de taxa de câmbio. O objeto de negociação é a troca de dois contratos de dívida, cada contrato denominado em uma moeda. O valor dos contratos é o valor nocional da transação, por exemplo, US\$ 10 milhões, enquanto no vencimento dos contratos aqueles agentes econômicos que trocaram suas dívidas somente acertam a diferença com base na variação da taxa de câmbio. O valor de liquidação do contrato de *swap* é uma fração do valor nocional do contrato.

cala global e o uso de diferentes instrumentos, assim como os preços dos diferentes ativos financeiros. Desse modo, qualquer turbulência ou crise no mercado de derivativos pode repercutir diretamente sobre o sistema financeiro internacional e, por conseguinte, sobre as economias nacionais.

Os dados das Tabelas 8 e 9 mostram a expansão extraordinária do mercado internacional de derivativos de taxa de juros, moeda e índice de ações.<sup>13</sup> Enquanto o valor total das transações aumentou de US\$ 618 bilhões em 1986 para US\$ 9.185 bilhões em 1995, o número de contratos negociados aumentou de 315 milhões em 1986 para 1.210 milhões em 1995. É precisamente como resultado da expansão extraordinária do mercado de derivativos que nos últimos anos tem se ampliado e difundido a discussão sobre risco sistêmico no sistema de mercado internacional.

A questão central é, então, que a expansão das transações e a integração financeira internacional podem gerar um risco sistêmico no contexto da maior volatilidade dos mercados financeiros internacionais.

---

<sup>13</sup> Essas tabelas mostram dados exclusivamente para dois instrumentos, ou seja, mercado futuro e opções, e não incluem outros derivativos importantes, como, por exemplo, *swaps*. Em 1993, o mercado de derivativos de taxas de juros apresentou, no final do ano, os seguintes valores nacionais: mercado futuro, US\$ 4,9 trilhões; opções, US\$ 2,4 trilhões; e *swaps*, US\$ 6,2 trilhões. Ver International... (1995, tab. II.1, II.2, II.3, p.136-138).

Tabela 8

Valor nocional dos contratos negociados no mercado  
internacional de derivativos, segundo alguns  
instrumentos selecionados — 1986-95

(US\$ bilhões)

INSTRUMENTOS	1986	1987	1988	1989	1990
<b>Taxa de juros</b>					
Futuro .....	370	488	895	1 201	1 455
Opções .....	147	123	279	388	600
<b>Moeda</b>					
Futuro .....	10	15	12	16	17
Opções .....	39	60	48	50	57
<b>Índice de ações</b>					
Futuro .....	15	18	27	41	69
Opções .....	38	28	43	71	94
<b>TOTAL</b> .....	<b>618</b>	<b>730</b>	<b>1 305</b>	<b>1 767</b>	<b>2 290</b>
INSTRUMENTOS	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Taxa de juros</b>					
Futuro .....	2 157	2 913	4 943	5 757	5 863
Opções .....	1 073	1 385	2 363	2 624	2 742
<b>Moeda</b>					
Futuro .....	18	27	35	40	38
Opções .....	63	71	76	56	43
<b>Índice de ações</b>					
Futuro .....	76	80	110	127	172
Opções .....	133	159	230	238	327
<b>TOTAL</b> .....	<b>3 519</b>	<b>4 634</b>	<b>7 771</b>	<b>8 863</b>	<b>9 185</b>

FONTE: INTERNATIONAL capital markets: developments, prospects, and policy issues (1996). Washington, D.C. : IMF. Tab. 12, p.68.

NOTA: Valores de final de ano.

Tabela 9

Número de contratos negociados no mercado internacional  
de derivativos, segundo instrumentos  
selecionados — 1986-95

(milhões)					
INSTRUMENTOS	1986	1987	1988	1989	1990
<b>Taxa de juros</b>					
Futuro .....	91,0	145,7	156,3	201,1	219,1
Opções .....	22,3	29,3	30,5	39,5	52,0
<b>Moeda</b>					
Futuro .....	19,9	21,2	22,5	28,2	29,7
Opções .....	13,0	18,3	18,2	20,7	18,9
<b>Índice de ações</b>					
Futuro .....	28,4	36,1	29,6	30,1	39,4
Opções .....	140,4	139,1	79,1	101,7	119,1
<b>TOTAL</b> .....	<b>315,0</b>	<b>389,6</b>	<b>336,2</b>	<b>421,2</b>	<b>478,3</b>
INSTRUMENTOS	1991	1992	1993	1994	1995
<b>Taxa de juros</b>					
Futuro .....	230,9	330,1	427,1	627,8	561,0
Opções .....	50,8	64,8	82,9	116,7	225,5
<b>Moeda</b>					
Futuro .....	30,0	31,3	39,0	69,7	98,3
Opções .....	22,9	23,4	23,8	21,3	23,2
<b>Índice de ações</b>					
Futuro .....	54,6	52,0	71,2	108,8	114,8
Opções .....	121,4	133,9	144,1	197,9	187,3
<b>TOTAL</b> .....	<b>510,5</b>	<b>635,6</b>	<b>788,0</b>	<b>1 142,2</b>	<b>1 210,1</b>

FONTE: INTERNATIONAL capital markets: developments, prospects and policy issues (1995). Washington, D.C.: IMF. Tab.II.2, p.137.

INTERNATIONAL capital markets: developments, prospects and policy issues (1996). Washington, D.C.: IMF. Tab. 13, p.69.

## 5 - Vulnerabilidade das economias nacionais

A volatilidade do investimento internacional tem efeitos macroeconômicos importantes sobre os países. Ademais, esses efeitos acabam levando a alterações nas políticas macroeconômicas, que, por seu turno, quando mudam os preços relativos, o nível e a composição dos agregados econômicos, têm impacto microeconômico também significativo. Por fim, a volatilidade do investimento internacional cria um problema de vulnerabilidade externa para as economias nacionais.

A vulnerabilidade externa significa uma baixa capacidade de resistência das economias nacionais frente a fatores desestabilizadores ou a choques externos. A vulnerabilidade tem duas dimensões igualmente importantes: a primeira envolve as opções de resposta com os instrumentos de política disponíveis; e a segunda incorpora os custos de enfrentamento ou de ajuste frente aos eventos externos (JONES, 1995, p.7). Assim, a vulnerabilidade externa é tão maior quanto menores forem as opções de política e quanto maiores forem os custos do processo de ajuste.

A volatilidade do investimento internacional manifesta-se para as economias nacionais com mudanças abruptas na "quantidade" e no "preço" do capital externo. Alterações de quantidade envolvem, invariavelmente, uma mudança tanto no volume como na composição dos recursos externos. As alterações de "preço" afetam as condições de captação de recursos externos, com mudanças tanto de custo como de prazo.

A vulnerabilidade externa envolve uma resistência aos efeitos negativos da volatilidade do investimento internacional. Essa resistência é exercida, geralmente, com o uso de políticas macroeconômicas tradicionais — políticas monetária, cambial e fiscal. Os governos, para enfrentarem os problemas criados pela volatilidade do investimento internacional, podem usar tanto controles diretos sobre os fluxos de capital como a política comercial.

Mudanças abruptas no investimento internacional tendem, geralmente, a ter seus efeitos transmitidos para as economias nacionais através de três mecanismos: processo de ajuste das contas externas; impacto nas esferas monetária e financeira; e impacto sobre a dimensão real da economia.

O processo de ajuste das contas externas passa, inicialmente, pelo gerenciamento das reservas internacionais do país. Naturalmente, a turbulência no sistema financeiro internacional, que afeta as fontes de financiamento externo, pode, no curto prazo, levar ao esgotamento das reservas internacionais do país.

Nesse caso, o país é forçado a implementar políticas de estabilização macroeconômica, de natureza contracionista, baseadas na redução do nível de gastos (absorção interna) e na mudança na composição dos gastos (redirecionando a produção para o mercado externo). Para isso, as políticas monetária, fiscal, cambial e comercial são os instrumentos tradicionais que afetam quantidades (volumes de produção, renda e gastos) e preços relativos (*tradeables versus non-tradeables*). A centralização do câmbio e outras medidas de controle direto sobre as contas externas são utilizadas nas situações limites, quando os países são levados, inclusive, à moratória sobre a dívida externa.

No caso oposto, quando há um excesso de liquidez internacional, a acumulação de reservas impõe um problema de controle da oferta monetária. A política de esterilização é freqüentemente utilizada, o que gera como resultado um aumento da dívida mobiliária federal, na medida em que há um diferencial entre taxas de juros externa e interna (margem de arbitragem). O acúmulo de reservas tem, assim, um custo de manutenção dado pela margem de arbitragem.

Nas esferas monetária e financeira, o impacto imediato dá-se no mercado cambial. A volatilidade do investimento internacional tende a gerar não somente uma maior instabilidade nesse mercado como também um desalinhamento da taxa de câmbio. Numa situação de excesso de recursos externos, há uma pressão para apreciação cambial que distorce preços relativos, barateando importações e encarecendo as exportações (isto é, levando à perda de competitividade internacional).

A volatilidade financeira internacional provoca uma instabilidade no sistema monetário nacional, afetando a oferta de moeda e, conseqüentemente, o volume de crédito interno. A expansão da oferta monetária pode ter repercussões sobre o nível geral de preços. Ademais, o governo é forçado a alterações abruptas na taxa de juros interna para ter uma margem de arbitragem que estabilize os fluxos financeiros internacionais. Essas alterações abruptas nas taxas de juros geram incertezas na economia, que prejudicam a formação de expectativas e os planos de investimento.

A presença de não-residentes no mercado de capitais tende a aumentar a volatilidade dos preços dos ativos. O aumento extraordinário de preços de ativos pode gerar um efeito riqueza que se manifesta, por exemplo, no aumento do consumo e das importações, além de repercutir sobre os preços de outros ativos financeiros ou reais na economia. A volatilidade dos fluxos financeiros internacionais aumenta, assim, a volatilidade dos preços dos ativos financeiros e reais na economia doméstica.

A vulnerabilidade externa manifesta-se também quando o sistema financeiro doméstico fica com ativos e passivos denominados em moeda estrangeira. Dessa forma, aumenta-se a fragilidade do sistema financeiro nacional, que, além das mudanças internas, passa a sofrer a influência e o impacto de mudanças, por vezes, drásticas no investimento internacional e torna-se mais sensível às alterações da taxa de câmbio.

No que se refere à esfera real da economia nacional, a volatilidade da taxa de câmbio tende a encurtar o horizonte dos investimentos, tendo em vista riscos e incertezas, assim como os custos de transação. A maior volatilidade das taxas de juros, decorrente do impacto dos fluxos financeiros internacionais sobre a política monetária, também afeta negativamente os investimentos produtivos, visto que expectativas são alteradas com grande frequência.

A volatilidade do investimento internacional gera alterações no padrão de comércio exterior através da taxa de câmbio. Numa situação de excesso de liquidez internacional, a apreciação cambial resulta no aumento das importações e na redução das exportações, com a perda da competitividade internacional. Em virtude da pressão dos exportadores, os governos são levados a fazer mudanças nas políticas fiscal e creditícia no sentido de criar condições compensatórias para a apreciação cambial, e, portanto, há um efeito sobre a distribuição de renda na economia.

Por fim, cabe ressaltar que o impacto mais direto e imediato da volatilidade do investimento internacional se refere à vulnerabilidade dos países, que é provocada pelo aumento do passivo externo de curto prazo dos mesmos. Esse aumento é o resultado da importância crescente dos fluxos de investimento de *portfolio* com horizonte de curto prazo ou de natureza especulativa. Dentre esses fluxos, podem-se destacar os investimentos em Bolsas de Valores e em títulos de renda fixa com maturidade reduzida. As aplicações em títulos negociáveis no mercado doméstico de capitais, como títulos do governo e debêntures, também caracterizam um fenômeno de vulnerabilidade financeira externa. Nesse sentido, parte substantiva dos ativos monetários das reservas internacionais fica comprometida com aplicações especulativas (que se beneficiam de elevados diferenciais de taxas de juros ou de retorno) e aplicações de curto prazo. A experiência de vários países latino-americanos no final de 1994 e nos primeiros meses de 1995, como resultado da crise do México, é o exemplo mais recente que mostra claramente o impacto da volatilidade dos fluxos financeiros internacionais sobre as políticas econômicas e sobre o desempenho das economias nacionais que apresentam vulnerabilidade financeira externa.



## 6 - Volatilidade e vulnerabilidade: diferentes visões

A volatilidade dos fluxos financeiros internacionais tem crescido de tal forma que, atualmente, não se pode desconsiderar o cenário de risco sistêmico não desprezível. A perda de poder dos governos, por seu turno, resulta da menor capacidade de influenciar variáveis macroeconômicas fundamentais, como taxa de juros e taxa de câmbio. Ademais, para os países em desenvolvimento coloca-se o problema da vulnerabilidade externa, visto que esses países são "atores menores" no cenário mundial e têm uma baixa capacidade de resistência frente à volatilidade do investimento internacional.

As diferentes interpretações acerca da volatilidade do investimento internacional e de seus efeitos podem ser agrupadas em sete visões distintas, a saber: liberal, diplomática, financeira, bancária, tributária, keynesiana e Estado nacional.<sup>14</sup>

Na visão liberal, a volatilidade faz parte dos "custos" de um processo de globalização financeira que traz enormes benefícios. Seguindo a concepção liberal tradicional, o mercado é visto como o "alocador ótimo" no sentido de permitir aplicações onde o capital seja o mais produtivo possível. Os liberais vão além e argumentam que o mercado financeiro internacional, crescentemente globalizado, também funciona como um "justiceiro ótimo". Isso significa, simplesmente, que governos "bem comportados" são premiados com entrada maciça de capitais, enquanto governos "mal comportados" são punidos com saída extraordinária ou fuga de capitais. A volatilidade reflete, assim, a rapidez na premiação ou na punição via mercado.

A visão diplomática dá ênfase à cooperação internacional e envolve um certo "liberalismo qualificado", visto que percebe o mercado financeiro internacional principalmente como um ofertante de oportunidades, ainda que reconheça a existência de ameaças como aquelas derivadas da volatilidade. Essa visão centra esforços no sentido de ampliar a participação de países em foros internacionais, que, de uma forma ou de outra, tratam de questões monetárias e financeiras internacionais. Esses foros seriam, por exemplo, o Banco de Compensações Internacionais, Basileia (BIS), o G-7, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e a Organiza-

---

<sup>14</sup> Uma primeira versão dessa classificação foi apresentada em Reinaldo Gonçalves (1996, p.72-88).

ção das Nações Unidas (ONU). A idéia principal é que a troca de informações, as negociações e, eventualmente, as resoluções em foros internacionais seriam as formas apropriadas de enfrentar os problemas causados pela globalização e pela volatilidade financeira.

A visão financeira destaca a idéia de se criar uma *financing facility*, provavelmente administrada pelo FMI. Essa linha de crédito funcionaria como um fundo preventivo para evitar que a volatilidade do investimento internacional cause graves crises. O problema central com essa forma de cooperação internacional é que, no lugar de tratar das raízes do problema de vulnerabilidade financeira externa dos países, ela acaba estimulando um padrão predatório de articulação dos países com o sistema financeiro internacional. É como se passasse a haver um seguro, que estimularia o comportamento mais ousado (ou mais irresponsável), principalmente daqueles governos que nem mesmo temeriam o risco moral (*moral hazard*) de acesso a dinheiro fácil no mercado internacional. A maior propensão ao risco por parte dos tomadores agravaria ainda mais a volatilidade do investimento internacional.

A visão bancária enfatiza a questão da supervisão prudencial e a fiscalização por parte das autoridades monetárias nos países. O FMI tem se colocado nessa posição, que destaca a importância da eficiência do aparato regulatório das atividades financeiras em cada país. Implícito nessa visão está o entendimento acerca da dificuldade de uma intervenção coordenada no plano internacional por parte dos bancos centrais, exceto no caso de operações de resgate, que têm alcance limitado. Outrossim, enfatiza-se a necessidade de harmonização de normas operacionais de instituições financeiras nos países via, por exemplo, universalização das recomendações do BIS.

A visão tributária defende a taxação dos fluxos financeiros internacionais, assim como as transações no mercado internacional de moedas e nos mercados de derivativos.<sup>15</sup> O argumento central é que um tributo dessa natureza reduziria os fluxos internacionais de capitais e, portanto, a volatilidade desses fluxos. Além das dificuldades técnicas de tributação de diferentes tipos de mercados e de instrumentos (por exemplo, derivativos), deve-se levar em consideração que alguns centros financeiros internacionais poderiam não aceitar essa tributação.

---

<sup>15</sup> A proposta de James Tobin nos anos 70 (o chamado "imposto Tobin") é parte dessa visão. Para uma discussão recente, ver o artigo de revisão de Andrew Cornford, *The Tobin Tax: Silver bullet for financial volatility, global cash cow or both?* (UNCTAD R., 1996, p.105-119).

A visão keynesiana destaca a influência determinante das políticas macroeconômicas dos principais países do Mundo no sentido de se criar um viés deflacionário ou uma "paranóia antiinflacionária", que acaba inchando o setor financeiro em detrimento do segmento real das economias. Os documentos da Conferência das Nações Unidas para o Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD) refletem esse tipo de visão. A pressão pela desregulamentação financeira, a expansão do mercado de derivativos e a "financiarização" das empresas (maior relação entre ativos financeiros e ativos produtivos) são fenômenos que resultam de políticas macroeconômicas de controle da demanda agregada e inibidoras do investimento produtivo. As políticas macroeconômicas contracionistas, principalmente as políticas monetárias restritivas, possibilitam que haja uma rentabilidade sobre aplicações financeiras relativamente mais elevada do que a lucratividade de ativos produtivos. Como resultado, políticas expansionistas nas principais economias do Mundo promoveriam a expansão dos investimentos produtivos em escala mundial e desestimulariam a globalização financeira e, portanto, a volatilidade do investimento internacional.

Por fim, a visão do Estado nacional, ainda que perceba a globalização financeira como um fenômeno que oferece oportunidades, enfatiza o fato de que a globalização também apresenta enormes problemas e pode ter um impacto devastador sobre países em desenvolvimento através da maior vulnerabilidade financeira externa desses países. A percepção é a de que o mercado global de capitais, longe de ser um "alocador ótimo" ou um "justiceiro ótimo", é, de fato e principalmente, um poderoso mecanismo de vulnerabilidade externa, de crise econômica e de enfraquecimento do Estado nacional. Ademais, tendo em vista a interpenetração dos interesses financeiros internacionais com os objetivos políticos, econômicos e geopolíticos dos países hegemônicos, dificilmente pode-se imaginar que medidas mais efetivas sejam tomadas multilateralmente. Isto é, a cooperação internacional na área monetário-financeira dificilmente contemplaria os interesses de países em desenvolvimento. Nesse sentido, restaria o uso de medidas que controlassem efetivamente os fluxos internacionais de capitais a nível de cada país.

## 7 - Conclusão

O processo de globalização tem, sem dúvida alguma, levado a um sistema mais complexo de interdependências entre economias nacionais. Entretanto esse sistema complexo de interdependências continua significativamente assimétrico, de tal forma que pode-se falar de "vulnerabilidade unilateral" por parte da grande maioria de países do Mundo que têm uma capacidade mínima de repercussão em escala mundial. Isto é, um país que tem vulnerabilidade unilateral é muito sensível frente a eventos externos e sofre de forma significativa as conseqüências de mudanças no cenário internacional, enquanto os eventos domésticos desse país têm impacto nulo ou quase nulo sobre o sistema econômico mundial. De um modo geral, os países em desenvolvimento têm como atributo a vulnerabilidade externa unilateral, que, de fato, tem sido parte integrante do processo histórico desses países; inclusive, daqueles que se livraram formalmente, há mais de um século, de laços coloniais.

A análise da globalização financeira e da volatilidade do sistema financeiro internacional procurou mostrar quão limitadas ou até mesmo inócuas são as visões liberal, diplomática, financeira, bancária, tributária e keynesiana. De fato, para o enfrentamento efetivo do problema da vulnerabilidade externa dos países, decorrente da volatilidade do sistema financeiro internacional no contexto da globalização financeira, parece que só resta o enfoque Estado nacional, principalmente para os países em desenvolvimento.

No âmbito do Estado nacional, a idéia central é, então, colocar restrições, principalmente com relação aos fluxos de investimento de *portfolio*, que envolvam um horizonte de curto prazo ou sejam de natureza especulativa. Essa visão propõe, ainda, um baixo grau de liberalização cambial, portanto, um controle efetivo e limitações restritas quanto ao funcionamento do mercado cambial no que se refere não só à conta de capital como às transações internacionais de serviços.

É necessário ressaltar que esse enfoque deve ser adotado preventivamente, de preferência em momentos de excesso de liquidez internacional e como parte de uma estratégia de inserção internacional ativa. O desafio é evitar o comportamento passivo e reativo, quando da ocorrência de crises cambiais ou no momento de turbulências no sistema financeiro internacional. Neste último caso, o que se constata com freqüência é o comportamento típico de um governo irresponsável, que se deixa capturar pelas situações periódicas de excesso de liquidez no mercado financeiro internacional; de um governo medíocre, porque é

incapaz de uma estratégia ativa de inserção internacional; e de um governo incompetente, porque acaba pagando um preço elevado de ajuste frente à vulnerabilidade externa, que poderia ter sido reduzida significativamente se medidas de política nacional tivessem sido adotadas.

## Bibliografia

- CHESNAIS, François (1994). **La mondialisation du capital**. Paris : Syros. Cap. 11.
- CHESNAIS, François (1996). **La mondialisation financière: genèse, coût et enjeux**. Paris : Syros.
- GAVIN, M., HAUSMANN, R., LEIDERMAN, Leonardo (1996). The macroeconomics of capital flows to Latin America: experience and policy issues. In: VOLATILE capital flows: taming their impact on Latin America. Washington, D. C. : Inter-American Development Bank.
- GONÇALVES, Reinaldo (1996). Globalização financeira e inserção internacional do Brasil. **Revista Brasileira de Política Internacional**, Rio de Janeiro : Instituto Brasileiro de Relações Internacionais, v. 39, n. 1, p.72-88.
- INTERNATIONAL capital markets: development, prospects, and policy issues (1995). Washington, D. C. : IMF. Tab. A1.
- INTERNATIONAL capital markets: development, prospects, and policy issues (1996) Washington, D. C. : IMF.
- INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS YEARBOOK (1995a). Washington, D. C. : IMF.
- INVERSIÓN extranjera en America Latina y el Caribe, La (1995). Santiago de Chile : CEPAL. Tab.2.
- JONES, R. J. (1995). **Globalisation and interdependence in the international political economy**. London : Pinter.
- TRADE AND DEVELOPEMNT REPORT 1995 (1995) Genebra : UNCTAD.
- TRADE AND DEVELOPEMNT REPORT 1996 (1996). Genebra : UNCTAD.
- UNCTAD REVIEW (1996). Genebra : UNCTAD, p.105-119, dec.
- VAN der WEE, Herman (1990). **Histoire economique mondiale, 1945 - 1990**. Louvain : Academia Duculot.