

O Retorno dos Fluxos de Capitais à América Latina na Década de Noventa: Uma Explicação Alternativa à Visão Convencional

Alessandro Maia Pinheiro

*Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ),
Rio de Janeiro, Brasil*

Resumo

O presente artigo pretende apresentar uma visão heterodoxa, de inspiração keynesiana, voltada à elucidação dos fatores condicionantes do retorno dos fluxos de capitais à América Latina nos anos noventa. Entende-se que o enfoque tradicional encerra limitações, ao atribuir somente aos fatores internos às nações hospedeiras a responsabilidade pelos ingressos de recursos externos. A dinâmica subjacente às economias centrais e as características do mercado financeiro atual desempenham papel crucial na determinação do montante e perfil dos investimentos estrangeiros. Em face da vulnerabilidade externa que cinge as economias latino-americanas, os controles de capitais se revelam como alternativa importante para atenuar a elevada volatilidade de preços e taxas nestas nações, contribuindo para mitigar os desequilíbrios nas contas externas.

Palavras-chave: Finanças Internacionais, Fluxos de Capitais, Visão Keynesiana, Visão Ortodoxa

Classificação JEL: GF41, F59, G15

Abstract

The present article aims to present a keynesian heterodox view to elucidate the factors that explained the return of capital flows to Latin American in the 90's. One understands that the traditional approach has limitations because it restricts the responsibility for the capital inflows to receptors nations' internal factors. The dynamic behind central economies and the features of actual financial market play a crucial role to determine the volume and profile of foreign investments. Due to external vulnerability that hurts Latin American economies, capital controls reveal itself as an important alternative to reduce the high volatility of prices and taxes in these countries, contributing to decrease the external accounts unbalances.

1. Introdução

Quando teve fim a fase de grande prosperidade do pós-guerra, os pilares de sustentação do regime de acumulação e do ambiente institucional até então vigentes foram fortemente questionados e a corrente keynesiana, que dominou o pensamento econômico entre o final da Segunda Guerra e início dos anos setenta, cedeu espaço para um retorno à tradição clássica liberalizante – estendida ao contexto global – quando o expoente maior foi a chamada corrente novo-clássica, liderada por Robert Lucas.¹

As políticas macroeconômicas nacionais e a importância da regulação dos fluxos foram rechaçadas em prol da liberalização e desregulamentação dos mercados financeiros domésticos, assim como da supressão das barreiras aos fluxos de capitais entre países. A nova arquitetura financeira mundial que emergiu dessas políticas, implementadas sobretudo a partir do final dos anos oitenta, reserva lugar de destaque a dois grandes grupos de países: os desenvolvidos – onde estão sediados os principais investidores internacionais – e os chamados emergentes.² Estes últimos, em particular os integrantes da América Latina (AL), voltaram a ser receptores de fluxos de capitais estrangeiros na década de noventa, após um período de contração da liquidez global e interrupção dos fluxos para essas economias.

Há, todavia, intensa controvérsia quando se procura apontar os verdadeiros fatores determinantes do retorno dos capitais à AL neste período. No intuito de contribuir para o debate, procura-se, no plano teórico, responder de maneira concisa às seguintes questões: como uma corrente ortodoxa busca explicar tal fenômeno? Do mesmo modo, que tipo de leitura explanatória pode ser realizada por uma vertente heterodoxa, de inspiração keynesiana? Esta última consegue avançar na elucidação do problema? Pretende-se, deste modo, expor uma visão alternativa sobre os determinantes dos movimentos de capitais, em especial sobre o reingresso destes nos países latino-americanos nos anos noventa.

A opção por expor as duas vertentes³ se justifica pela atenção que dispensam ao campo das finanças internacionais, em particular à questão dos fluxos de capitais na direção países desenvolvidos-emergentes.

O trabalho compreende, além desta Introdução, mais duas seções, estabelecidas de maneira a separar as duas escolas de pensamento. Em cada seção, primeiramente

* Recebido em setembro de 2006, aprovado em dezembro de 2007.

E-mail address: alessandro.pinheiro@ie.ufrj.br

¹ Economista laureado com o Prêmio Nobel em 1995. Ao introduzir o conceito de expectativas racionais, contribuiu decisivamente para abalar a reputação da ortodoxia neo-keynesiana e inaugurou uma nova era na macroeconomia, fundada no conceito neoclássico de “equilíbrio determinado pela oferta”. Disponível em <http://cepa.newschool.edu/het/profiles/lucas.htm>. Acesso em: 21 jan. 2005.

² O conceito “emergente” é tratado aqui como sinônimo de país em desenvolvimento.

³ Diante das dificuldades envoltas em qualquer esforço no sentido de se propor uma taxonomia relacionada a vertentes teóricas, a intenção, neste artigo, consiste em estabelecer um recorte analítico, tendo como parâmetro o núcleo conceitual básico das respectivas visões, compartilhado de uma maneira relativamente consensual por um certo conjunto de autores. Tal tarefa encerra arbitrariedades, uma vez que as fronteiras divisórias entre determinados paradigmas nem sempre são suficientemente nítidas. Procura-se seguir procedimento semelhante ao verificado em Canuto (2004) e Lima (1992).

são delineadas as premissas básicas, que consubstanciam seus núcleos duros (*hardcores*), com destaque para o tratamento dado à questão da mobilidade internacional de capitais. De forma subsequente, são expostos os argumentos utilizados para explicar os movimentos de capitais em direção à AL, que tiveram lugar na década de noventa. Finalmente, têm lugar as considerações finais, seguidas das referências.

2. Visão Convencional

O arcabouço teórico que consubstancia os argumentos levantados pela corrente ortodoxa repousa sobre algumas hipóteses centrais acerca da lógica de funcionamento dos mercados nacionais e internacionais (financeiros, em particular) e da natureza das finanças em geral, as quais condicionam um determinado diagnóstico sobre o comportamento dos fluxos internacionais de capitais e sobre os determinantes dos fluxos direcionados às nações em desenvolvimento. A seguir, procura-se delinear tais premissas.

2.1. *Mobilidade internacional de capitais*

O pressuposto de eficiência dos mercados financeiros constitui um dos pilares de sustentação do pensamento convencional e consiste, de acordo com essa análise, na capacidade de avaliarem de forma correta os preços dos ativos no médio e longo prazos – os quais correspondem ao valor atualizado de todos os rendimentos⁴ que esses ativos poderiam gerar no futuro –, restando a esses mercados a única função de intermediar a transferência de recursos entre investidores e poupadores no âmbito nacional e internacional. Tobin (1984) denominou essa condição como “eficiência fundamental da valoração”.

Conforme Canuto (2004), num mercado informacionalmente eficiente, um mesmo conjunto de informações está disponível para todos os agentes a custos negligenciáveis (não há assimetria de informações) e se refletem nos preços de mercado. No contexto global, os chamados fundamentos econômicos dos diversos países forneceriam os subsídios necessários à avaliação de riscos e retornos relativos aos investimentos e constituiriam os determinantes econômicos básicos da situação do devedor no longo prazo (Pellegrini 1995).

As decisões quanto à alocação de fatores por parte dos investidores – com base nas informações disponíveis sobre a situação econômica dos países – seriam guiadas por esses fundamentos, ou seja, pelas oportunidades de ganhos no longo prazo. A abertura financeira operaria no sentido de viabilizar os fluxos de capitais para os países onde a rentabilidade do capital fosse mais elevada, em razão de sua escassez, promovendo uma equalização internacional entre preços e taxas de rendimentos dos ativos. Essa reflexão se realiza sob a condição de mercados

⁴ Inclusive as variações cambiais, quando se tratar de aplicações internacionais.

perfeitos (*market-clearing approach*), onde há total flexibilidade de preços e taxas nas economias, a fim de igualar ofertas e demandas.

Por meio de Barro (1998, p. 26–27), pode-se perceber que os micro-fundamentos estão subjacentes ao modelo macroeconômico, contribuindo para assegurar sua consistência lógica.

One way to ensure that the aggregate-consistency conditions⁵ hold is to assume that the various markets, such as those for goods and credits, always clear. Clearing means that the price level and the interest rate adjust simultaneously so that the aggregate demand for goods equals the aggregate supply, and the aggregate of desired lending equals the aggregate of desired borrowing.

[...] The idea that markets clear is closely related to the notion that private markets function efficiently. With cleared markets, it is impossible to improve on any outcomes by matching buyers and sellers of goods. Cleared markets already accomplish all of these mutually advantageous trades. We can see that market clearing is reminiscent of the optimizing behavior of individuals. On the one hand, market clearing means that the people who participate in organized markets – and are guided by the pursuit of the own interests – do not waste resources and thereby end up achieving efficient outcomes. Market clearing is therefore the natural complement at the macro level to the microfoundations that underlie the model.

O axioma das expectativas racionais, inicialmente proposto por Muth (1961),⁶ prescreve que os agentes fazem o melhor que podem com todas as informações a seu alcance, o que implica a ausência de erros sistemáticos de previsão (*ex-ante*): apenas choques aleatórios imprevisíveis e não-correlacionados ao longo do tempo podem impedir a previsão perfeita (*perfect forecast*) dos eventos.⁷

A equação abaixo ilustra um método bastante simples de aplicação das expectativas racionais, tomando como referência a taxa de câmbio.

$$e_{t+1}^0 = E[e_{t+1}/I_t] = e_{t+1} + \varepsilon_{t+1}$$

$$E[e_{t+1}/I_t] = 0$$

Onde:

e_{t+1}^0 representa a taxa de mudança esperada da taxa de câmbio no período $t + 1$, com o índice ⁰ denotando ser um cálculo esperado para a variável;

$E[e_{t+1}/I_t]$ é a esperança matemática condicional da variação em e , a partir do conjunto de informações (I) disponível para o agente no tempo t ; e

ε_{t+1} constitui o erro aleatório.

Por definição, a esperança matemática do erro é nula, não havendo correlação entre os erros e qualquer uma das informações disponíveis. Portanto, não existe viés nas expectativas – há uma convergência entre os valores previstos e *ex-post*.

⁵ Implica a condição de que, ao somar-se as ações de todas as famílias, quantidades demandadas igualam-se às ofertadas nos mercados de bens e serviços, nos de ativos, e em todos os demais.

⁶ Muth, J. "Rational expectations and the theory of price movements". *Econometrica*, vol. 29, p. 315–335, 1961.

⁷ Os agentes se comportam como se conhecessem o verdadeiro modelo da economia.

A racionalidade conduz os agentes a não incorrer duas vezes no mesmo erro de previsão. Esta última seria perfeita se estivéssemos em um mundo determinístico, ou seja, se o conjunto de informações fosse completo e se o processo não tivesse um caráter estocástico. Sargent (1987, p. xviii), a esse respeito, coloca:

“In a perfectly certain environment, ‘perfect foresight’ seems to be the most reasonable assumption. [...] Imposing perfect foresight on price expectations had the effect of converting a static model into a dynamic one [...]”.

Outro ponto fundamental a ser destacado se refere ao método de tratar o equilíbrio. Quando a corrente ortodoxa trata a questão, emprega o método do chamado “equilíbrio puro”, pertinente à tradição walrasiana, ou seja, trabalha apenas com as condições de equilíbrio geral e pleno, buscando homogeneizar e contornar formalmente os requisitos de convergência ao equilíbrio nas diversas partes do sistema complexo (mercados de bens e serviços, de trabalho, e de ativos), como pôde ser percebido nas palavras de Barro (1998) transcritas acima.

Torna-se claro, do mesmo modo, que, dentro dessa prática, dois requisitos se colocam para que o sistema esteja em equilíbrio (geral): primeiramente, não há excesso de oferta e de demanda nos vários mercados; e, segundo, tais ofertas e demandas emergem como agregação de decisões consideradas ótimas, nas condições vigentes, pelos agentes econômicos individuais.⁸

Do contrário, o sistema ainda estaria em movimento provocado por forças internas. O equilíbrio geral walrasiano incorpora o pleno emprego no mercado de trabalho, por ser a única posição em que as decisões são consideradas ótimas, nas condições vigentes, por todos os envolvidos.

Cumprir destacar, por conseguinte, a presença de uma forte relação de dependência entre as premissas básicas que constituem o *hardcore convencional*, de base novo-clássica: mercados eficientes e perfeitos, expectativas racionais e equilíbrio walrasiano. O fato de o aprendizado dos agentes conduzir a uma convergência de expectativas pressupõe a eficiência dos mercados, assim como que a estrutura e a convergência ao equilíbrio sejam suficientemente estáveis e, conseqüentemente, expectativas e equilíbrio se reforcem mutuamente.

Na verdade, eficiência e expectativas racionais desempenham um papel fundamental para que haja uma convergência ao equilíbrio em todos os mercados, tidos como perfeitos. Mediante a capacidade de projetar os valores fundamentais, a partir das condições de equilíbrio em vigor ou esperadas, os agentes, de posse das informações igualmente disponíveis para todos, fazem o melhor que podem, e absorvem em pouco tempo as eventuais modificações nos parâmetros. Além disso, a normalidade dos mercados é a realização de transações a preços de equilíbrio.

Tomando como exemplo o mercado de ativos, pode-se dizer que seus valores fundamentais constituem centros de gravidade, em torno dos quais os preços de

⁸ A conjugação de duas premissas – convergência de expectativas e uma suposta homogeneidade na posição estrutural dos agentes – permitem a agregação a partir de “agentes representativos” (médios), independentes de sua composição (Canuto 2004).

mercado flutuam. Qualquer afastamento em relação a esses fundamentos revelaria oportunidades de ganho não aproveitadas, o que seria irracional nesta abordagem. As operações de arbitragem, baseadas no pressuposto da racionalidade, garantiriam a convergência aos valores de equilíbrio.

As finanças, nesse contexto, não apresentariam uma dinâmica própria, pois estariam subordinadas ao comportamento do setor real – evolução do investimento, do consumo e da produção. Admite-se a possibilidade de existência de movimentos relativamente autônomos na esfera financeira, todavia restritos a choques aleatórios exógenos não antecipados pelos agentes econômicos.

O comportamento racional destes levaria a uma revisão de suas expectativas ao novo contexto, reconduzindo automaticamente a economia à situação de equilíbrio. A moeda é neutra, ou seja, não produz impactos sobre as variáveis ditas reais (Laplane e Santos Filho 1995).

Nesse sentido, Barro (1998, p. 195) argumenta:

Once-and-for-all changes in the aggregate quantity of money affect nominal values but leave real variables unchanged. For example, if the money stock doubles, then the price level doubles, as does the nominal value of production and consumption, $PY = PC$. But no changes occur in the real values, which include output and consumption, $Y = C$, real money balances, M/P , and the quantity of work, L . The interest rate, R , also does not change. We should think of the interest rate as a real variable: it signals the cost of buying consumption or leisure today rather than tomorrow.

A mesma linha de raciocínio se aplica a uma economia aberta: *“In a open economy with flexible exchange rates, the nominal exchange rate would also change proportionately”* (Barro 1998, p. 691).

Como desdobramento dos pressupostos levantados acima, pode-se dizer que o receituário convencional se concentra em alguns argumentos para defender a abertura financeira nos países em desenvolvimento, destacando o papel da livre mobilidade de capitais no processo de desenvolvimento e os ganhos de eficiência para a economia (CEPAL 1994).

Dentre as principais justificativas, pode-se realçar, primeiramente, o aumento da *eficiência na alocação global dos recursos*. Dessa forma, conforme já frisado, a abertura financeira nos países em desenvolvimento operaria no sentido de promover um aperfeiçoamento da intermediação global de recursos entre poupadores e investidores.

Esse postulado decorre do modelo de Hecksher-Ohlin, segundo o qual a taxa de retorno dos fatores de produção em cada nação dependeria da disponibilidade relativa dos fatores. Desta forma, para os países com abundância de capital, a tendência é que o rendimento real do investimento marginal seja mais baixo se comparado aos países com escassez desse fator.⁹

⁹ Ver Hanson (1992) e Krugman e Obstfeld (2001). Na verdade, é uma simples decorrência das hipóteses de função de produção homogênea de grau zero e concorrência perfeita em todos os mercados.

A poupança seria alocada entre nações, por meio da mobilidade de capitais, tornando eficiente a distribuição internacional dos recursos. Isto é verdadeiro não só para os investimentos produtivos como para os financeiros. Tanto a taxa de lucro quanto a taxa de juros seriam mais elevadas nos países emergentes, em face da escassez de capital. Vale salientar que, nessa concepção, o juro é um fenômeno real, determinado pela interação entre poupança e investimento no mercado de bens.

Outro argumento crucial diz respeito à *mobilização da poupança externa*. Esta última, na forma de entrada líquida de capital, poderia complementar a poupança interna, elevando as taxas de investimento e de crescimento econômico. Por sua vez, a expansão da renda interna possibilitaria o aumento da poupança doméstica e do investimento, contribuindo para eliminar a dívida externa líquida, criando as bases para o crescimento sustentado. Esses mecanismos consubstanciam a hipótese do ciclo da dívida (*debt cycle hypothesis*) (Devlin et alii (1994) *apud* Reisen (2000, p. 171–194)).¹⁰

Um terceiro aspecto levantado consiste na *alocação intertemporal dos gastos*. Os fluxos internacionais de capitais poderiam reduzir os custos associados às diferenças intertemporais entre produção e consumo. Além dos aspectos sazonais, o financiamento externo também poderia auxiliar nas situações de desequilíbrio do BP decorrente de choques externos.

A *diversificação dos riscos* representa um componente central do receituário. A existência de fluxos brutos de capitais entre países permitiria uma maior diversificação dos riscos, tornando a abertura financeira benéfica, ainda que seus impactos sobre o processo de investimento e poupança não se verificassem.

Um quinto argumento repousa sobre a possibilidade de *especialização na oferta de serviços financeiros e maior concorrência entre instituições residentes e não residentes*. Esse fator tornaria o sistema mais eficiente. Além disso, a integração com o mercado financeiro internacional reduziria a margem de intermediação e abriria acesso ao mercado externo e, assim, a créditos com menores custos para as empresas dos países em desenvolvimento (Mathieson e Rojas Suares 1992).

A *perda de autonomia da política econômica* é encarada como uma condição altamente positiva, tendo em vista que, em face da incapacidade de manejar a oferta de moeda e, conseqüentemente, de implementar políticas inadequadas, as autoridades monetárias gozariam de maior credibilidade, dada a plena conversibilidade e mobilidade de capitais.

A maior autonomia da política econômica é vista como produtora de maior incerteza a respeito da rentabilidade dos projetos de investimento, sobretudo no caso de países emergentes, elevando os custos fixos na obtenção de informação macroeconômica relevante, para a tomada de decisão dos investidores. Essa

¹⁰ Devlin, R.; Ffrench-Davis, R.; Griffith-Jones, S. "Surges in capital flows and development: an overview of policy issues". In: Ffrench-Davis, R.; Griffith-Jones, S. (eds). *Coping with Capital Surges: Latin American Macroeconomics and Investment*. London: Lynne Rienner, 1994.

configuração pode alçar os chamados “rumores” à condição de principal guia para a movimentação de recursos financeiros (Oreiro 2004).

A análise da visão convencional permite depreender que a possibilidade de reversão súbita dos fluxos associada a fatores exógenos e, como reflexo, a geração de instabilidade macroeconômica, independentemente da sequência de implementação das reformas e da condução das políticas internas nas nações hospedeiras, seriam descartadas *a priori*.

2.2. Os determinantes do retorno dos fluxos de capitais voluntários à AL nos anos noventa

Consoante os defensores das reformas liberalizantes, a estratégia de industrialização via substituição de importações, adotada pelos países latino-americanos no pós-guerra, ancorou-se numa excessiva intervenção do Estado na economia e conduziu à crise dos anos oitenta.¹¹

Tendo como base teórica o modelo de desenvolvimento neoclássico (*neoclassical-oriented model of development*),¹² também conhecido como modelo de desenvolvimento voltado para o mercado, argumentava-se que o modelo de crescimento voltado para dentro (*inward-oriented model of growth*) introduziu uma série de distorções na alocação dos recursos produtivos e financeiros devido ao intervencionismo estatal e ao protecionismo comercial, ao contrário da estratégia (*market-oriented*) encampada pelos países asiáticos, como Korea e Taiwan.

Seguindo essa linha, as nações latino-americanas deveriam implementar um conjunto de reformas liberalizantes, visando eliminar as distorções criadas pela estratégia de desenvolvimento anterior. Dentre as ações, destacavam-se a redução ou eliminação das regulações estatais sobre os mercados domésticos – de bens e de trabalho –, a privatização, a liberalização financeira interna e a abertura externa das economias.

A liberalização do mercado financeiro doméstico era considerada essencial para suprimir a repressão financeira,¹³ enquanto as aberturas comercial e financeira das economias constituíam peças centrais para a mudança na estratégia de desenvolvimento – de *inward oriented* para *outward oriented*.

¹¹ Na realidade, grande parte desses autores, tais como Fischer, Blanchard, Dornbusch, Reisen, Stiglitz, Mishkin, podem ser enquadrados na chamada corrente novo-keynesiana, cujo programa de pesquisa se concentra, basicamente, no tratamento das implicações das assimetrias de informação nos mercados de capitais sobre os níveis de investimento, trabalhando com a hipótese de expectativas racionais e utilizando os princípios de otimização e equilíbrio, em modelos de base estocástica. Percebe-se que há, nesta corrente, um resgate de premissas novo-clássicas.

¹² Elaborado por Mckinnon, Shaw, Krueger e pelo *Staff* do Banco Mundial, dentre outros, a partir do final da década de sessenta (CEPAL 1994; Prates 1997).

¹³ A idéia central dos trabalhos de Mckinnon e Shaw de 1973, que deram origem à teoria da repressão financeira, é que a liberalização financeira interna, principalmente a eliminação das restrições sobre a taxa de juros, tem como consequência o aprofundamento financeiro da economia, ou seja, o aumento da disponibilidade de poupança e de crédito, a melhora na alocação dos recursos e o aumento da eficiência dos investimentos. Uma análise mais detalhada dessa teoria pode ser encontrada em Cintra (1999).

Os problemas (crises cambiais e bancárias, por exemplo) enfrentados pelos países latino-americanos do chamado Cone Sul (Argentina, Chile e Uruguai) na década de setenta – pioneiros em vivenciar as experiências de liberalização e estabilização – suscitaram intenso debate acerca de suas causas.

Nesse ambiente, surgiu a teoria da sequência das reformas (*sequencing literature*), a qual se encarregou de atribuir à ordem de adoção equivocada das reformas a responsabilidade pelas crises acima apontadas. Embora envolva uma considerável polêmica sobre a sequência ótima, essa abordagem (ainda vigente), em linhas gerais, recomenda que se deve condicionar a aceitação dos influxos de capitais ao progresso no processo de estabilização fiscal e monetária, na liberalização financeira doméstica, no sistema de supervisão prudencial e na liberalização comercial (Reisen 2000).

A adaptação da doutrina de liberalização ao novo contexto dos anos oitenta deu origem ao Consenso de Washington (*market friendly approach*). Além do estabelecimento de uma sequência ideal de implementação das reformas, foi incorporada a doutrina de ajustamento do FMI, já que a literatura sobre a liberalização dos mercados não tratava da questão da estabilização econômica no curto prazo. O Fundo investiu na idéia de *sequencing* como “a definição dos passos intermediários a serem dados pelos países em desenvolvimento para que pudessem, num futuro indefinido, finalmente, promover a liberalização financeira internacional” (Cardim de Carvalho e Sicsú 2005, p. 366).

Fischer (2003, p. 6) assinala dez proposições pertinentes ao Consenso:

One formulation that has received much attention and a large share of calumny is the so-called Washington Consensus set out by Williamson (1990).¹⁴ The ten elements of the 1990 consensus were (i) fiscal discipline, (ii) public expenditure priorities in education and health, (iii) tax reform (the tax base should be broad, and marginal tax rates should be moderate), (iv) positive but moderate market-determined interest rates, (v) a competitive exchange rate as the “first essential element of an ‘outward-oriented’ economic policy”, (vi) import liberalization, (vii) openness to foreign direct investment (but “liberalization of foreign financial flows not regarded as a high priority”, (viii) privatization (based on “the belief that private industry is managed more efficiently than the state enterprises”), (ix) deregulation, and (x) protection of property rights.

De acordo com o Consenso, numa primeira etapa, a gestão da política econômica deve se voltar para a eliminação do processo inflacionário interno a partir de um programa de estabilização nos moldes recomendados pelo FMI, ancorado no ajuste fiscal e na contenção da demanda agregada, por meio de uma política monetária restritiva.

A defesa do controle de alguns preços-chave como um elemento dos programas de estabilização foi incorporada pelo FMI na década de oitenta. A manutenção dos controles sobre os fluxos de capitais, durante o processo de estabilização, também

¹⁴ Williamson, J. “What Washington means by policy reform”. In: Williamson, J. (ed.). *How Much Has Happened?* Washington, DC: Institute of International Economics, 1990.

seria útil para evitar pressões sobre as taxas de juros e de câmbio e, assim, impedir que o influxo tornasse insustentável as pré-fixações anunciadas (Prates 1997).

A respeito da importância do ajuste fiscal e da estabilização monetária, para a *sequencing literature*, Reisen (2000, p. 178) enfatiza:

Fiscal consolidation is a necessary prerequisite because it obviates the temptation to finance unsustainable budget deficits a bit longer thanks to inflows and because regular tax revenues obviates the need for governments to rely on the implicit taxation of domestic financial intermediation. Moreover, government budgets need to allow for the contingency that subsequent capital outflows will force up domestic interest rates that worsen the fiscal balance. Low inflation and inflationary expectations prior to heavy capital inflows obviate the temptation to use exchange rate regime (a nominal peg, an active crawl, or a pure float) to help speed up the disinflationary process with heavy capital inflows: the cost of misallocation involved by the inevitable real currency appreciation which is due to inertial inflation is largely documented. The risk that capital flows are skewed towards nontradables is also increased by the extent of price distortions in the local economy.

Numa segunda etapa, introduzir-se-ia o pacote de reformas liberalizantes, essencial para a construção de um novo modelo de desenvolvimento e financiamento para as economias, baseado na livre atuação das forças de mercado. A liberalização financeira interna deveria anteceder a abertura financeira.

A existência de um sistema financeiro não-reprimido, com taxas de juros e alocação do crédito liberalizadas, reduzidas reservas compulsórias e ausência de barreiras à entrada, seria essencial para garantir a intermediação eficiente dos fluxos de recursos externos e reduzir os *spreads* entre as taxas de juros ativas e passivas.

No campo da liberalização interna, um ponto fundamental se refere ao aperfeiçoamento dos mecanismos de supervisão prudencial e regulamentação do sistema financeiro. Outro aspecto relevante é a definição, de forma transparente, da proteção governamental ao sistema financeiro, para evitar a assunção de riscos excessivos por parte dos bancos (*moral hazard*). No tocante a isto:

Strict regulatory and supervisory policies are important for minimizing moral hazard (including corruption, fraud and excessive risk-taking) in the banking system and for ensuring the health and viability of domestic banks. We all know, however, that such prudential requirements are rarely fulfilled in the developing world (Reisen 2000, p. 178).

Os organismos multilaterais (FMI, Banco Mundial) resgataram a visão novo-clássica, de que investimentos externos são guiados pelos fundamentos, para explicar o retorno dos fluxos de capitais voluntários para a AL no início da década de noventa. Segundo El-Erian¹⁵ (1992 *apud* Prates (1997, p. 27)), um dos principais defensores dessa visão,

[...] a implementação das políticas de ajustamento foi o fator crucial para a restauração do acesso dos países latino-americanos ao mercado de capitais internacional voluntário.

¹⁵ El-Erian, M. A. "Restoration of access to voluntary capital market financing", IMF Staff Papers. Washington, Mar., 1992.

De fato, políticas macroeconômicas e reformas estruturais apropriadas reduziram as percepções de risco dos investidores internacionais.

O mesmo autor, não obstante defender a necessidade de adoção das políticas financeiras e econômicas, afirma não serem suficientes, caso, por exemplo, exista um elevado estoque de dívida externa. Isto poderia inviabilizar a implementação e/ou sustentabilidade das políticas de ajustamento e reformas estruturais devido à manutenção de uma elevada aversão ao risco pelo setor privado (*debt overhang effects*). A redução tanto do estoque de dívida quanto de seu serviço, nos moldes do Plano Brady, representariam, portanto, uma necessidade.

Outro aspecto é enfatizado pelo mesmo autor como condicionante dos influxos de capitais: a redução dos custos de transação para acessar o mercado internacional de capitais, devido, principalmente, às mudanças regulatórias nos países desenvolvidos, à maior disponibilidade de informações sobre a situação de solvência dos devedores, com o estabelecimento das agências de *rating*, e à possibilidade de padronizar os instrumentos financeiros de acordo com as condições de mercado.

Os programas de ajuste e reformas estruturais nos moldes recomendados pelo Consenso de Washington e a renegociação da dívida externa no âmbito do Plano Brady teriam melhorado os fundamentos econômicos dos países latino-americanos e, conseqüentemente, reduzido o risco-país. A revisão das expectativas dos investidores quanto às perspectivas na região estimulou a aquisição de títulos.

Um último ponto a destacar, conforme já frisado, refere-se à possibilidade de diversificação dos riscos por parte dos investidores, vista como um dos principais determinantes dos fluxos de capitais para nações em desenvolvimento. A globalização financeira, viabilizada pela evolução tecnológica na área da informática e das telecomunicações, permite a maximização das metas de risco e retorno dos investimentos, em decorrência da elevada rentabilidade dos ativos desses países e da baixa correlação entre esta última e a vigente nas economias desenvolvidas.

De forma natural, a supressão dos controles sobre os fluxos de capitais resultou num aumento dos investimentos direcionados aos países latino-americanos e asiáticos, via ajuste internacional de portfólios. Essa dinâmica depende do regime cambial em vigor. Caso seja de câmbio controlado (fixo ou de bandas cambiais), a manutenção da taxa de câmbio num nível afastado do equilíbrio não é sustentável.

O nível de equilíbrio é determinado pela Paridade do Poder de Compra (PPC) ou pela Paridade de Juros, dependendo do modelo de determinação da taxa de câmbio adotado. A PPC é determinada pela produtividade e competitividade da economia. A Paridade de Juros também reflete os *fundamentals*, uma vez que a taxa de juros é um fenômeno real, determinada no mercado de bens pela interação entre poupança e investimento. Como os agentes formam suas expectativas de forma racional, qualquer desvio da taxa de câmbio do seu nível de equilíbrio recebe um veto do mercado, que se manifesta através da saída de capitais.

No caso do regime flexível, tal problema não ocorreria *a priori*, já que a hipótese de eficiência dos mercados financeiros se estende ao mercado cambial, garantindo a convergência ao equilíbrio (determinado pela PPC ou Paridade de Juros). Situações

de desequilíbrio configuram erros estocásticos (Gonçalves et alii 1998; Prates 1997).

Pode-se perceber, em síntese, que as chamadas condições internas dos países seriam fundamentais para explicar o retorno dos fluxos de capitais voluntários, cuja reversão seria motivada por políticas imprudentes e/ou equivocadas. A mesma linha de raciocínio foi aplicada para justificar a redução dos investimentos externos (diretos e de portfólio) para a AL no início dos anos oitenta, por ocasião da crise da dívida.

3. Visão Keynesiana

No âmbito do pensamento keynesiano, na realidade, há um espectro de sub-vertentes (neo-keynesiana, pós-keynesiana, novo-keynesiana, dentre outras), as quais se incluem nesse conjunto por, de alguma forma, incorporarem idéias desenvolvidas por Keynes, sobretudo no que tange à importância atribuída à intervenção da política econômica, com o propósito de atuar sobre as imperfeições presentes nos mercados.¹⁶

Neste espaço, busca-se expor uma visão mais próxima à linha teórica pós-keynesiana, aplicada às finanças internacionais globalizadas, percorrendo os aspectos abordados anteriormente pela corrente convencional, não necessariamente na mesma ordem de apresentação.

3.1. *Liberdade na movimentação internacional de capitais*

Um dos principais alicerces sobre o qual repousa o pensamento de inspiração keynesiana consiste na negação do *market-clearing approach*, assim como da hipótese de eficiência dos mercados, opções estas que, por sua vez, conjugam-se a outras premissas relacionadas, por exemplo, ao modo de abordar o equilíbrio e as expectativas.

No tocante à noção de equilíbrio – que se apóia na rejeição do *market-clearing approach* –, a tradição marshalliana-keynesiana¹⁷ oferece um dos modos básicos de tratamento, dissecando tal complexidade em modelos entrelaçados (*nested models*), com ordens distintas de incorporação do tempo ou de outras dimensões.

Equilíbrios parciais são obtidos mediante a suposição de exogeneidade provisória de algumas variáveis, cuja mudança é analisada em outro modelo, inclusive com implicações dessa mudança sobre o equilíbrio anterior. A crescente ordem de complexidade pode coincidir com a dilatação do horizonte temporal de análise. Percebe-se em Keynes (1982) a existência, em geral, de uma pluralidade de equilíbrios.

¹⁶ A partir dos anos 80, alguns economistas pós-keynesianos passaram a compartilhar com os economistas novo-keynesianos análises acerca da influência das estruturas financeiras sobre o ritmo de investimento agregado. Razoável polêmica, entre pós-keynesianos, tem sido observada em torno da incorporação ou não dos insights novo-keynesianos. A esse respeito, ver Amorim (2001), Fazzari (1992) e Ferreira Júnior (1998).

¹⁷ Keynes foi discípulo de Marshall em Cambridge.

Como observa Canuto (2004, p. 113):

Nos capítulos de 1 a 18 da Teoria Geral de Keynes (1982), por exemplo, o autor aborda sucessivamente os mercados de trabalho, de bens e serviços, de capitais e monetário, estabelecendo condições de equilíbrio em cada um deles. Ele o faz, porém, observando a multiplicidade de equilíbrios possíveis em cada um dos mercados, de modo a negar os mecanismos de ajustamento automático ao pleno emprego apontados pelos clássicos. A indeterminação em cada mercado é fechada no mercado (modelo) subsequente, numa exposição em sentido oposto ao da ordem causal.

Portanto, não existe um equilíbrio único e pleno, como verificado na ortodoxia. O sistema macroeconômico apresenta múltiplas interações entre os vários subsistemas, com posições e condições de equilíbrio distintas, de acordo com o tempo considerado para os ajustamentos. Em função das diferentes velocidades de ajuste entre as causalidades envolvidas em cada interação de subsistemas, um sistema em equilíbrio num certo período pode estar em desequilíbrio numa perspectiva temporal maior.

Nos mercados de ativos financeiros, dados os parâmetros correspondentes aos estoques de ativos reais (físicos) existentes ou em construção via investimentos, os ajustamentos podem ser tomados como rápidos. A influência no sentido inverso (do financeiro ao físico) exige inevitavelmente prazos e condições distintas para se exaurir (*ibid* 2004).

É necessário ter em mente que o conceito de equilíbrio em Keynes é do tipo dinâmico, conforme observa Vercelli¹⁸ (1991 *apud* Canuto (2004, p. 111)):

Um sistema está em equilíbrio quando não se encontra em um processo dinâmico endógeno, ou seja, quando não há forças internas que o façam mover-se independentemente de mudanças em seus parâmetros; quando não há mais forças internas que ainda estejam ajustando-o a forças exógenas.

Equilíbrio, nesse sentido, representa um estado comportamental em que não há pressão por mudanças, independentemente do estado de satisfação dos agentes, assim como de seu comportamento otimizador ou não. Portanto, pode haver equilíbrio, mesmo com excesso de oferta de trabalho sobre a demanda (desemprego involuntário), tanto no curto como no longo prazo.

Percebe-se inconsistência, no âmbito das abstrações convencionais, respeitante ao automatismo do mercado, dado que a flexibilidade de salários nominais não garante o pleno emprego, pois, desde que os preços variem na mesma proporção, os salários reais não se alteram e o equilíbrio, com desemprego, mantém-se. Não há mecanismos de mercado que prescindam da política econômica e sejam suficientes para restaurar o pleno emprego, mesmo no longo prazo (Ferreira Júnior 1998; Keynes 1982).

Há, na realidade, uma dissociação entre os conceitos de equilíbrio e de ótimo. Uma posição de longo prazo de produto ótimo representa um caso singular, correspondendo a um tipo especial de política da parte da autoridade monetária. Tal situação confirma a incapacidade do sistema econômico de se auto-regular. O

¹⁸ Vercelli, A. *Methodological Foundations of Macroeconomics – Keynes and Lucas*. Cambridge: Cambridge Press, 1991.

papel da política econômica pode ser concebido como a escolha daquelas regras ou conjunto de regras capazes de restaurar ou manter as posições de equilíbrio ótimo. O fato de o equilíbrio possuir um caráter transitório não está ligado à distinção entre curto e longo prazos, mas deriva da própria natureza instável dos parâmetros do sistema econômico, em face da potencial instabilidade das expectativas de longo prazo.

A partir da leitura da subseção 2.1, tornou-se claro que equilíbrio e expectativas se combinam no contexto de uma determinada visão teórica. De acordo com esse raciocínio, expectativas e microfundações são encarados de uma forma diferente dentro da tradição marshalliana-keynesiana, baseada nas noções de equilíbrio parcial e modelos com distintas complexidades, conforme visto. Se há histerese, pluralidade de equilíbrios possíveis ou instabilidade de parâmetros, existe incerteza nas expectativas formadas pelos agentes e, conseqüentemente, um grau maior de desconfiança depositada nessas expectativas.

A incerteza, neste caso, refere-se às condições de calculabilidade das distribuições de probabilidade associadas aos eventos esperados. Deste modo, não pode ser confundida com assimetria de informações e risco, este último representado por alguma medida de variabilidade aleatória da estrutura. A ausência de condições plenas para um equilíbrio único e estável constitui apenas uma das razões para a presença de incerteza.

À medida que se estende o horizonte temporal, diminui o grau de confiança nas expectativas e aumenta a importância do atributo liquidez – sinônimo de flexibilidade – quando os agentes decidem sobre as formas de carregar sua riqueza patrimonial ao longo do tempo (Canuto 2004; Lima 1992). A esse respeito, conforme Minsky (1982), o dinheiro provê um retorno em espécie na forma de proteção contra contingências. O grau de incerteza quanto à distribuição de probabilidade de futuros estados da natureza está na raiz da insegurança dos agentes econômicos quanto ao porvir.

No espaço do mercado financeiro, a racionalidade subjacente à decisão dos agentes num contexto caracterizado por instabilidade, incerteza, assimetria de informação e poder e opiniões divergentes é bastante diferente daquela postulada pelos ortodoxos (Belluzzo e Coutinho 1996).

No caso, por exemplo, dos investimentos em países emergentes, os operadores tendem a se abstrair da realidade dos *fundamentals* em benefício da busca de uma opinião sobre a tendência do mercado. Em períodos de grande instabilidade (associada à alta volatilidade de taxas e preços de ativos) e na ausência de políticas institucionais (a exemplo dos controles de capitais),¹⁹ os investidores carecem de pontos de referência para ancorar suas expectativas. As informações relevantes

¹⁹ As recentes propostas de introdução dos controles de capitais, em países emergentes, apóiam-se no argumento de que a excessiva mobilidade de movimentação de capitais de curto prazo gera três tipos de problemas: perda de autonomia na condução da política econômica (em especial, o manejo da política monetária), aumento da fragilidade externa da economia (crises do balanço de pagamentos, motivadas por mudanças de expectativas sem respaldo nos fundamentos, comportamento de manada ou efeito-contágio), e apreciação do câmbio real induzida por entradas maciças de capitais (Oreiro 2004).

sobre os fundamentos da economia não estão disponíveis, de forma homogênea, para todos os participantes do mercado.

Keynes (1982) mostrou que o comportamento dos investidores é pautado pela busca de ganhos de curto prazo e pela adoção de convenções, que podem resultar em ações uniformes e efeitos de “manada”,²⁰ e que o fator de maior importância é a extrema precariedade da base do conhecimento sobre o qual os agentes calculam as rendas esperadas. Davidson (2000, p. 12) procura seguir a mesma linha de análise de Keynes:

Keynes, on the other hand, took a dim view of the ability of people to reliably forecast the future in an uncertain world. Instead, market prices of liquid assets are dominated by a convention. The essence of this convention – though it does not, of course, work out quite so simply – lies in assuming that the existing state of affairs will continue indefinitely, except if we have specific reasons to expect a change. In informal times, the convention wisdom is that financial markets are stable or at least have a high degree of built-in inertia. This simple-minded Keynesian convention has been translated by a highly sophisticated econometric technology into a search for unit roots and a random walk down Wall Street. Of course, if most market participants presume that the existing state of affairs will continue indefinitely (in the absence of evidence of a change in what people call market fundamentals), then most of the time financial market activity should be neither fragile nor destabilizing.

Na atualidade, o papel de liderança nos mercados financeiros é assumido pelos grandes investidores institucionais (fundos de pensão, fundos mútuos, companhias seguradoras, grandes bancos e a tesouraria das grandes empresas). Num ambiente de incerteza, esses agentes são obrigados a formular estratégias com base numa avaliação convencionalizada sobre o comportamento dos preços e são formadores de convenções.²¹

Suas estratégias são mimetizadas pelos demais investidores com menor porte e informação, com possibilidades de formação de bolhas especulativas²² e posteriores colapsos de preços. Como resultado da presença de assimetria de informação e poder, esses mercados não atendem aos requisitos de eficiência, pois podem existir estratégias ganhadoras, acima da média (Belluzzo e Coutinho 1996; Prates 2005).

²⁰ Cumpre salientar que contágio e efeito de manada não são conceitos idênticos. O primeiro ocorre quando os investidores – os quais optaram por não coletar informação sobre os fundamentos macroeconômicos de um determinado país, em razão dos elevados custos – tomam decisões baseadas em rumores. O segundo remete ao mimetismo, ou seja, o comportamento de um determinado grupo de agentes (munido de mais informação) é imitado por todos os demais (Oreiro 2000).

²¹ Há uma discussão envolvendo a incompatibilidade ou não entre a noção de efeito de manada (fundamentada na literatura de informação assimétrica) e os argumentos de Keynes apresentados no capítulo doze da Teoria Geral. Isso decorre de a associação parecer estranha dentro do arcabouço teórico pós-keynesiano, onde há uma distinção entre incerteza e risco. Alguns autores defendem a compatibilidade entre os conceitos de informação assimétrica e incerteza forte, como Dymski (1994) e Fazzari (1992).

²² Tecnicamente, bolhas especulativas correspondem a um desvio crescente entre o valor de mercado de um ativo e seu valor fundamental. Num sentido mais geral, referem-se à hipertrofia da esfera financeira relativamente à esfera real (produção, investimento, emprego, crescimento).

Nesse contexto, uma reversão das expectativas pode ser provocada por notícias sobre problemas marginais num determinado mercado, que não estão relacionados com os fundamentos econômicos, podendo resultar um ataque especulativo, visto que existe um trade-off entre diversificação e informação.

Keynes (1982) propunha que, na ausência de uma base sólida para cálculos satisfatórios, característica intrínseca do ambiente capitalista, o mercado estaria sujeito a ondas de otimismo e pessimismo, como fruto de opiniões suscitadas por certos fatores sem motivação concreta. Uma avaliação convencional, derivada da psicologia de massa de agentes desinformados, sofreria violentas modificações.

Não há preocupação em fazer previsões abalizadas a longo prazo sobre a renda provável de um investimento por toda a sua vida. O interesse é voltado para o valor que o mercado atribuirá ao ativo num curto intervalo de tempo. Isto seria consequência da própria dinâmica do mercado, onde, como já dito, verifica-se a sobrepujança da esfera financeira sobre a produtiva. Keynes (1982, p. 129) colocava:

Este é o resultado inevitável dos mercados financeiros organizados em torno da chamada “liquidez”. Entre as máximas da finança ortodoxa, seguramente nenhuma é mais anti-social que o fetiche da liquidez, a doutrina que diz ser uma das virtudes positivas das instituições investidoras concentrar seus recursos na posse de valores “líquidos”. Ela ignora que não existe algo como a liquidez do investimento para a comunidade como um todo. A finalidade social do investimento bem orientado deveria ser o domínio das forças obscuras do tempo e da ignorância que rodeiam o nosso futuro. O objetivo real e secreto dos investimentos mais habilmente efetuados em nossos dias é “sair disparado na frente” como se diz coloquialmente, estimular a multidão e transferir adiante a moeda falsa ou em depreciação.

As recentes inovações financeiras confluíram fortemente para prover liquidez no mercado, tornando-o cada vez mais *investor-friendly*. Essa nova configuração também é analisada em suas peculiaridades por Davidson (2000, p. 13), realçando a importância das instituições como fundamentais para a “organização” de um mercado.

Financial markets furnish liquidity by providing an orderly environment where assets can be readily resold for cash. (The underlying real reproducible assets, however, do not possess the “essential elasticity properties” that Keynes associated with the attribute of liquidity). Market orderliness requires a private or a public institution, a “market maker”, that regulates the net flows into and out of the market. Orderly liquid financial markets, however, encourage each investor to believe they can always make a fast exit (or entrance).

Dentro dessa conformação atinente às finanças integradas – orientada para prover liquidez – quando o sentimento altista (*bullish sentiment*) sobre o futuro incerto domina os mercados financeiros globais, preços de mercado em elevação encorajam poupadores em escala mundial a, prontamente, disponibilizar fundos, que induzem empresários/investidores a canalizar recursos para novos projetos de investimento, que ultrapassam em grande monta seus rendimentos correntes, e fomentam expectativas otimistas sobre retornos futuros. Como resultado, tem-se

um *boom* de investimentos.

Em contrapartida, se num determinado momento futuro houver dúvidas repentinas, capazes de solapar a confiança nessas expectativas eufóricas, então o sentimento baixista (*bearish sentiment*) pode ser alimentado, revertendo o *boom* em *bust*. Quando a percepção baixista prevalece, uma demanda excessiva por liquidez pode se desenvolver e impedir a produção de novo capital de investimento, mesmo quando recursos reais estiverem ociosos e, portanto, facilmente disponíveis para produzir novos bens reais de capital.

Nesse contexto, Davidson (2000, p. 14–15) chama atenção para um dilema que se coloca para países em desenvolvimento, a partir da relação de dependência em relação aos fluxos de capitais internacionais e aponta algumas condições para promover o crescimento e a estabilidade financeira:

On the one hand, they usually recognize that liquidity in investment markets facilitates international financial inflows necessary to fund important real investment. On the other hand, this liquidity puts the real domestic economy (and the government policy makers) at the mercy of possible irrational fears of foreign investors. Once policy makers commit a national economy to the slippery road of market liberalization, control over prosperity or depression is surrendered to foreigners who typically have little knowledge of the needs of the domestic economy.

[...] market stability is possible if substantial numbers of market participants either (1) hold continuously differing expectations about the future or (2) believe the current price is the correct price and that there is a credible institution that will take whatever steps are necessary to assure non-volatile changes in the (correct) current price. Under these conditions, any small upward change in the market price brings about a significant bear reaction, while any slight downturn induces a bullish reaction. The result is to maintain spot financial market (resale) price orderliness over time and therefore a high degree of liquidity.

Do exposto até aqui, pode-se depreender que, numa perspectiva pós-keynesiana, os chamados *fundamentals* relativos aos países emergentes assumem um papel secundário na explicação dos fluxos de capitais para essas economias, uma vez que os mercados não são eficientes. Com base nisso, defende-se o argumento de que, historicamente, a dinâmica do mercado financeiro vem determinando as características dos fluxos de capitais privados para países em desenvolvimento, enquanto a dinâmica econômica nos países centrais – crescimento *versus* recessão – vem estabelecendo o volume desses fluxos (Baer 1995; Prates 2005).

Percebe-se a predominância de uma assincronia entre países industrializados e a grande maioria dos países periféricos no que concerne ao comportamento dos fluxos financeiros internacionais. Na realidade, é a dinâmica econômica e financeira dos países centrais e a demanda de recursos por parte dos tomadores de primeira linha (as empresas dos países centrais) que determinam, em última instância, o volume de recursos direcionados para as economias em desenvolvimento (Prates 1997, 2005).

As condições pertinentes aos países periféricos não são irrelevantes. As opções de política econômica e características estruturais dessas economias também

condicionam o ingresso de recursos externos. No entanto, ao contrário da visão tradicional, não constituem o fator primordial e suficiente.

A evolução do pensamento keynesiano decorre de uma diferença fundamental entre esta escola e as teorias ditas convencionais, a exemplo dos novos-clássicos: a primeira, como observado, não admite o pressuposto de neutralidade da moeda, vista apenas como um instrumento facilitador das trocas. Segundo a escola keynesiana, a economia capitalista é essencialmente monetária. Conforme Fazzari (1992, p. 121):

Keynes rejected microfoundations of investment that were based exclusively on technological conditions of capital productivity by stressing uncertainty, finance, and monetary factors as fundamental determinants of investment.

Todas as decisões dos agentes econômicos nos setores real e financeiro envolvem sempre e necessariamente a moeda (e, no âmbito internacional, as taxas de câmbio). Desta forma, descarta-se *a priori* a idéia de dicotomia entre o lado real e monetário e de neutralidade da moeda. Como ressaltou Keynes, as finanças e os mercados financeiros estão no centro das economias capitalistas.

Amado (2004) sustenta a validade da teoria keynesiana de preferência pela liquidez, mesmo num ambiente de finanças integradas, argumentando que a moeda continua representando o limite máximo de liquidez, em decorrência de constituir a base para a realização dos contratos salariais e de este ser um dos elementos que lhe confere o prêmio máximo de liquidez.

No intuito de resguardar a consistência lógica de seu arcabouço teórico, a teoria convencional abstrai um conjunto de elementos essenciais para o entendimento da dinâmica financeira internacional, num contexto de mobilidade internacional de capitais e importância crescente das transações financeiras, *vis-à-vis* às associadas aos fluxos comerciais e de investimento produtivo.

O processo de globalização financeira, desencadeado na década de 80 e viabilizado pelas políticas de desregulamentação e abertura financeira nos países centrais, foi acompanhado por uma alteração na natureza dos fluxos de capitais. As transformações deste período e a supremacia do mercado de capitais ampliaram a instabilidade financeira internacional.

Os movimentos especulativos sobrepuseram-se à dinâmica do setor real.²³ Keynes (1982, p. 131) antecipava:

Os especuladores podem não causar dano quando são apenas bolhas num fluxo constante de empreendimento; mas a situação torna-se séria quando o empreendimento se converte em bolhas no turbilhão especulativo. Quando o desenvolvimento do capital em um país se converte em subproduto das atividades de um cassino, o trabalho tende a ser mal feito.

²³ O termo especulação, no sentido atribuído por Keynes (1982), consiste em prever a psicologia do mercado; e o termo empreendimento, em prever a renda provável dos bens durante toda a sua existência.

Com base nas idéias apresentadas, pode-se afirmar que a questão central, quando se procura avaliar os efeitos da abertura financeira, de acordo com a linha de pensamento inspirada em Keynes, não reside na existência de uma sequência adequada de reformas liberalizantes, as quais, caso implementadas, garantiriam um padrão de inserção financeira virtuoso para as economias emergentes, mas na própria lógica atual de funcionamento do mercado financeiro internacional e nas características dos fluxos recentes de capitais, que são orientados, essencialmente, pela busca de ganhos financeiros no curto prazo e não pelas oportunidades de investimento produtivo ou pelos fundamentos econômicos.

Nesse contexto, a abertura financeira é capaz de gerar problemas sistêmicos nas economias, independentemente da ordem de implementação das reformas. Ademais, a liberalização da conta de capital, se precipitada, pode comprometer o desenvolvimento do sistema financeiro doméstico de um país emergente, em razão da maior instabilidade macroeconômica gerada pela volatilidade nos fluxos de capitais externos (Ferrari-Filho et alii 2004). Apesar de importantes, a adoção de políticas macroeconômicas prudentes não garante a sustentabilidade dos fluxos de capitais. Estes são determinados, em última instância, por uma dinâmica exógena aos países periféricos. A lógica especulativa e a busca de valorização financeira da riqueza são intrínsecas a todas as decisões de investimento.

3.2. *A explicação para o reingresso de capitais na AL nos anos noventa*

Mantendo-se coerente com as idéias apresentadas na subseção anterior, a corrente inspirada no pensamento keynesiano, ao explicar os condicionantes do retorno dos fluxos de capitais voluntários para a AL no final da década de oitenta e início da década de noventa, segue, basicamente, a mesma linha de argumentação utilizada quando este fenômeno teve lugar na década de setenta.

A retração do crescimento nos países industrializados e a dinâmica do mercado financeiro internacional constituíram os principais fatores responsáveis pelo reingresso de capitais na AL, quando, nas duas etapas, registrou-se uma queda na rentabilidade financeira nos países centrais devido à fase descendente do ciclo econômico e financeiro, que, por sua vez, produziu um excesso de liquidez internacional.

Todavia, existem especificidades a serem observadas no ciclo de endividamento recente. Segundo Belluzzo e Coutinho (1996), o fator conjuntural decisivo para gerar os influxos de capitais na AL foi a deflação da riqueza mobiliária e imobiliária observada a partir do final de 1989 nos mercados globalizados.

A dinâmica dos mercados financeiros comandou o ciclo econômico nas suas fases ascendente e descendente e determinou a crise do início dos anos noventa (*finance-led*). Outra característica do ciclo no período recente é sua menor amplitude. Como o crédito bancário não é direcionado apenas para as atividades produtivas, mas também (e de forma crescente) para os mercados financeiros, a disponibilidade de recursos líquidos no auge do ciclo, quando aumenta a preferência

por liquidez dos agentes, é menor.

As políticas monetárias foram fortemente expansionistas, como resposta à recessão, e procuraram reduzir os desequilíbrios correntes e patrimoniais das empresas, bancos e famílias. Conforme Aglieta (2004), a fase de expansão real dos preços dos ativos, impulsionada pela expansão do crédito, culminou em 1989. A partir de então, observou-se uma fase de deflação prolongada. Sendo assim, o contexto de sobre-liquidez e queda da rentabilidade dos ativos, característicos dessa etapa do ciclo financeiro, constituem, nessa abordagem, os elementos essenciais na explicação do retorno dos fluxos financeiros para a AL.

Sem embargo, ao lado desses determinantes mais gerais – os chamados fatores externos (*pull factors*) – assumiram importância componentes internos às nações da AL, tais como a elevação significativa da rentabilidade financeira no continente, associada aos planos de estabilização, e a própria abertura financeira empreendida pelos países da região.

Assim como, do lado da demanda, a queda da taxa de juros internacional e, consequentemente, o aumento do diferencial de rendimento, em relação aos títulos emitidos por países centrais, tornaram atrativa a aquisição de títulos latino-americanos, do lado da oferta, empresas e bancos da região passaram a se financiar crescentemente por meio da captação de recursos externos, incorrendo num custo mais reduzido *vis-à-vis* ao financiamento interno.

Além das perspectivas de valorização das taxas de câmbio e manutenção de taxas de juros reais elevadas, em decorrência da adoção de programas com âncora cambial, as perspectivas de valorização da riqueza nos mercados emergentes latino-americanos também decorriam da existência de estoques de ações depreciados, governos endividados e com empresas em processo de privatização.

A procura por essas aplicações também foi impulsionada pelo colapso do mercado de *Junk Bonds* dos EUA, que deixou insatisfeita a demanda dos investidores estrangeiros por aplicações de alta rentabilidade, abrindo, dessa forma, espaço para os títulos das nações latino-americanas em seus portfólios (Prates 1997).

Argumenta-se que as expectativas geradas pelas reformas liberalizantes foram mais decisivas do que os efeitos reais produzidos por essas mudanças, uma espécie de onda de otimismo, nos termos de Keynes (1982). Krugman (1995, p. 35) aborda a questão:

It seems fairly clear that some of the enthusiasm for investing in developing countries in the first half of the 1990s was a classic speculative bubble. A modest recovery in economic prospects from the dismal 1980s led to large capital gains for those few investors who had been willing to put money into Third World stock markets. Their success led others investors to jump in, driving prices up still further.

O autor segue mostrando as inter-relações entre esse processo econômico e a orientação política vigente, nas quais crenças comuns dos responsáveis pela elaboração de políticas e dos investidores reforçavam-se mutuamente.

[...] This was a political economy cycle, in which governments were persuaded to adopt

Washington consensus policies because markets so spectacularly rewarded them, and in which markets were willing to supply so much capital because they thought they saw an unstoppable move toward policy reform (Krugman 1995, p. 36).

Outro fator importante, como condicionante do reingresso dos fluxos, diz respeito ao processo de renegociação da dívida externa “antiga” nos moldes do Plano Brady. A emergência do mercado latino-americano de bônus ocorreu a partir do desenvolvimento do mercado secundário de títulos da dívida externa, após a redução e conversão das dívidas bancárias em *securities*. A partir de 1989, esse mercado sofreu uma intensa dinamização (especialmente com a inclusão de novos papéis).

Do mesmo modo, ganhou progressiva importância, como instrumento de captação de recursos no exterior pelas empresas residentes nos países periféricos, os certificados de depósito no mercado americano (*American Depositary Receipts* – ADR) ou no mercado europeu (*Global Depositary Receipts* – GDR). O desenvolvimento desses instrumentos foi uma forma de superar os entraves às transações internacionais com ações, decorrentes da inexistência de um mercado supranacional, com câmaras de compensação próprias, como a existente para a emissão de títulos de renda fixa no euromercado (Prates 1997).

A ampliação do nível de abertura financeira dos países latino-americanos abriu espaço para atuação dos investidores institucionais estrangeiros nas bolsas de valores e nos mercados de renda fixa locais. Como nos países da AL o grau de abertura é maior, há um peso maior dos capitais de portfólio (mais voláteis) na composição dos fluxos, caso comparados com os países asiáticos.

Quanto aos investimentos diretos, o componente cíclico também é relevante. Com a retração do crescimento nos países centrais a partir de 1989, os fluxos de investimento direto passaram a se direcionar a nações periféricas, atraídos pelos programas de privatização, desregulamentação do setor de serviços e esquema de conversão de dívida em capital de risco – *debt equity swaps*. Enquanto estes últimos, somados às privatizações (que necessariamente não geram nova capacidade produtiva), constituíram a principal modalidade de investimentos direto na AL, na Ásia, a entrada de empresas estrangeiras ocorreu mediante aquisições e estabelecimento de novas empresas. Isto, para Turner (1995), torna as economias latino-americanas mais vulneráveis às mudanças nas percepções dos investidores externos do que as asiáticas.

[...] Direct investment decisions are likely to be more long-term in nature than portfolio investment: it takes time to generate returns and the decision to withdraw usually incurs significant costs. Moreover, direct investment allows the recipient country to share the risks of investment with the investor: the “servicing” of direct investment liabilities depends on the generation of profits, and does not create a fixed burden in the same way as bank or bond debt [...] (Turner 1995, p. 18–19).

Cintra (1999) chama atenção para o fato de que a dinâmica do mercado financeiro sofreu uma mudança sistêmica. Com o crescimento dos investidores institucionais, os fluxos de capitais para os mercados emergentes passaram a se basear por

considerações de liquidez e performance, ao contrário do padrão vigente na década de setenta, quando predominavam os empréstimos bancários de longo prazo.

Essa constatação é utilizada pelo autor para questionar aqueles que enfatizam a importância de se analisar fluxos de capitais, segundo o tipo de investidor. Geralmente, estes últimos defendem a necessidade de se tratar de forma diferenciada fundos de pensão e companhias de seguro (tidos como fontes mais estáveis de financiamento) em relação aos fundos mútuos, por exemplo.²⁴

A internacionalização das transações financeiras e o grande aumento dos fluxos de capitais em direção às nações periféricas, nas décadas de oitenta e noventa, estão associados à estratégia de diversificação das aplicações por parte dos investidores institucionais, pois essa última possibilita a elevação do rendimento médio e a redução da volatilidade do rendimento do portfólio (Pinheiro 2005).

No entanto, destaca-se que os benefícios advindos a partir do argumento da diversificação internacional, conforme visto na subseção 2.1, devem ser questionados com base no ambiente financeiro integrado, o qual fomenta uma maior sincronização entre os movimentos dos mercados dos países emergentes e dos países centrais.²⁵ Dito de outro modo, a correlação entre os rendimentos dos ativos e a covariância dos desvios tendem a aumentar cada vez mais (Prates 1997; Cunha e Prates 2004).

Na subseção 2.2, apresentou-se o argumento de que a adoção do regime de câmbio totalmente flexível constitui uma condição necessária para que, dada a supressão dos controles de capitais, a diversificação internacional, pelo ajuste de portfólios, possa conduzir ao equilíbrio representado pela PPC ou pela Paridade de Juros. Assim, a flexibilização cambial teria sido fundamental como determinante dos fluxos para AL na década de noventa.

Todavia, de acordo com Davidson (2000, p. 11), havendo um persistente desequilíbrio do BP, mercados liberalizados, com taxas de câmbio flexíveis, podem tornar a situação pior, ao ensejar “efeitos-manada”.

[...] For example, if a nation is suffering a tendency towards international current account deficits due to imports exceeding exports, then free market advocates argue that a decline in the market price will end the trade deficit. If, however, the Marshall-Lerner condition does not apply, then a declining market exchange rate worsens the situation by increasing the magnitude of the payments deficit.

If the payments imbalance is due to capital flows, there is a similar perverse effect. If, for example, country A is attracting a rapid net inflow of capital because investors in the rest of the world think the profit rate is higher in A, then the exchange rate will rise. This rising exchange rate creates the expectations of even higher profits for foreign investors and contrarily will encourage others to rush in with additional capital flows pushing the exchange rate even higher. If suddenly there is a change in sentiment (often touched off by some ephemeral event), then a fast exit bandwagon will ensue pushing the exchange rate perversely down.

²⁴ Ver Davis (1995), Reisen (2000) e Studart (2000).

²⁵ Por exemplo, as oscilações nas bolsas de valores dos países latino-americanos são fortemente determinadas pelos movimentos atinentes às bolsas nas economias industrializadas.

Em suma, percebe-se pelo exposto que, na década de noventa, os chamados fatores internos aos países latino-americanos, não obstante terem influenciado os fluxos, não constituíram seus principais determinantes. A dinâmica exógena a essas economias foi fundamental tanto na explicação da direção quanto do volume dos fluxos de capitais, independentemente de sua natureza e do tipo de investidor. As decisões relativas à aplicação de recursos priorizam o critério liquidez dos investimentos, diante da incerteza quanto ao futuro.

4. Considerações Finais

O ambiente configurado a partir das transformações sofridas pelo mercado financeiro mundial vem sendo marcado por períodos de grande instabilidade, associada, especialmente, às taxas de juros e de câmbio, e aos preços de ativos em geral. Isto contribui para que o tema da livre mobilidade internacional de capitais se constitua em objeto de intensos debates. Neste trabalho, foi dado espaço a duas vertentes, as quais dedicam especial atenção à questão.

A chamada corrente convencional, alicerçada em premissas que se auto-reforçam (com destaque para o equilíbrio geral, as expectativas racionais, os mercados perfeitos e eficientes), põe em relevo os benefícios advindos da abertura financeira. Realça argumentos como uma melhor alocação da poupança em âmbito mundial, a possibilidade de uma gestão mais eficiente das relações risco-retorno e a perda de autonomia da política econômica.

A partir desse diagnóstico, os autores seguem fazendo uma leitura dos potenciais condicionantes dos fluxos de capitais internacionais para economias emergentes, na qual identificam fatores internos a estas nações como os verdadeiros determinantes dos investimentos estrangeiros. Com base nisso, argumentam que o receituário seguido por alguns países em desenvolvimento na AL, como a abertura externa, com políticas de liberalização comercial e financeira; a estabilidade de preços como prerrogativa mor; a desregulamentação do mercado financeiro; o regime de câmbio flutuante; e, em última instância, medidas outras que reforçaram a redução do risco (em suas múltiplas facetas), com garantias de liquidez, constituíram os determinantes cruciais do retorno dos fluxos à região nos anos noventa.

Por outro lado, a corrente inspirada no pensamento keynesiano faz ressalvas à livre movimentação de capitais. Fundada, sobretudo, nos conceitos de incerteza, mercados imperfeitos, equilíbrios múltiplos e preferência pela liquidez, argumenta que as políticas de abertura e desregulamentação, implementadas com maior vigor a partir da década de noventa, ao acentuar a volatilidade de taxas e preços no mercado financeiro mundial, elevaram o grau de incerteza na percepção dos investidores, deteriorando o estado de confiança nas expectativas.

Como desdobramento, estimulou-se uma forte preferência por liquidez, principalmente em períodos de turbulência financeira. Isto, por seu turno, reflete-se na primazia da visão de curto prazo, reportada a todas as decisões de investimento. Os investidores institucionais, representantes maiores desta nova

paisagem, assumem posição de liderança sobre os demais agentes com menor poder e acesso à informação, tendo seu comportamento mimetizado por estes últimos. Os chamados efeitos “manada” têm potencial de engendrar crises financeiras de grandes proporções, com consequências graves, notadamente para economias emergentes.

A vertente keynesiana parece realizar uma leitura mais aderente à real dinâmica subjacente aos movimentos de capitais, e permite argüir que os controles sobre os fluxos internacionais se revelam como necessários – contrariamente à orientação ortodoxa – em face da mencionada vulnerabilidade externa das economias latino-americanas, sempre subordinadas às bruscas alterações nas expectativas dos agentes.

Na realidade, os *fundamentals* não são capazes de garantir fluxos líquidos de capitais, em nível suficiente para assegurar o equilíbrio das contas externas. Na década de noventa, a dinâmica dos países centrais e a própria configuração atual do mercado financeiro representaram os reais determinantes do volume e perfil dos capitais entrantes, respectivamente.

Referências bibliográficas

- Aglieta, M. (2004). *Macroeconomia Financeira: Mercado Financeiro, Crescimento e Ciclos*, volume 1. Edições Loyola, Paris.
- Amado, A. (2004). Preferência pela liquidez: O novo contexto financeiro internacional inviabiliza a teoria? *Revista de Economia Política*, 24(4):500–513.
- Amorim, R. (2001). Assimetria de informações e racionamento de crédito: Novo-keynesianos versus pós-keynesianos. *Teoria e Evidência Empírica*, 9(17):43–56.
- Baer, M. (1995). Sistema financeiro internacional: Oportunidades e restrições ao financiamento do desenvolvimento. *Novos Estudos CEBRAP*, 42.
- Barro, R. (1998). *Macroeconomics*. John Wiley and Sons, New York, 5th edition.
- Belluzzo, L. & Coutinho, L. (1996). Desenvolvimento e estabilização sobre finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, 7:129–154.
- Canuto, O. (2004). Mobilidade de capital e equilíbrio de portfólios. In Ferrari Filho, F. & de Paula, L. F., editors, *Globalização Financeira: Ensaios de Macroeconomia Aberta*, pages 106–176. Vozes, Petrópolis.
- Cardim de Carvalho, F. & Sicsú, J. (2005). Experiências de controles do fluxo de capitais: Focando o caso da Malásia. *Economia e Sociedade*, 2:366–374.
- CEPAL (1994). *América Latina y el Caribe: Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*. Naciones Unidas, Comisión para América Latina y el Caribe, Santiago.
- Cintra, M. (1999). *Uma Visão Crítica da Teoria da Repressão Financeira*. UNICAMP, São Paulo, 1^a edition.
- Cunha, A. & Prates, D. (2004). O ajuste nas contas externas do Brasil: É o fim da vulnerabilidade? In *Anais do IX Encontro Nacional de Economia Política*, Uberlândia. Economia Política. Disponível em: http://www.ie.ufu.br/ix_enep_mesas. Acesso em 04 de maio de 2007.
- Davidson, P. (2000). Liquidity vs. efficiency in liberalized international financial markets:

- A warning to developing economies. *Brazilian Journal of Political Economy*, 20(3):3–21.
- Davis, P. (1995). *Pension Funds: Retirement-Income Security and Capital Markets*. Oxford Press, New York.
- Devlin, R., Ffrench-Davis, R., & Griffith-Jones, S. (1994). Surges in capital flows and development: An overview of policy issues. In Ffrench-Davis, R. & Griffith-Jones, S., editors, *Coping with Capital Surges: Latin American Macroeconomics and Investment*. Lynne Rienner, London.
- Dymski, G. (1994). Asymmetric information, uncertainty and financial structure: “New” versus “post” Keynesian microfoundations. In Dymski, G. & Pollin, R., editors, *New Perspectives in Monetary Macroeconomics*. The University of Michigan Press, Ann Arbor.
- El-Erian, M. A. (1992). Restoration of access to voluntary capital market financing. IMF Staff Papers, Washington.
- Fazzari, S. (1992). Keynes theories of investment and finance: Neo, post and new. In Fazzari, S. & Papadimitriou, D., editors, *Financial Conditions and Macroeconomic Performance: Essays in Honor of Hyman P. Minsky*, pages 121–132. M. E. Sharpe, New York.
- Ferrari-Filho, F., Jayme Jr., F. G., Lima, G. T., Oreiro, J. L., & de Paula, L. F. (2004). Uma avaliação crítica da proposta de conversibilidade plena do real. CEDEPLAR/UFGM, Texto para Discussão 235.
- Ferreira Júnior, R. (1998). *Estruturas Financeiras e Flutuações Econômicas: Stiglitz e Minsky*. PhD thesis, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.
- Fischer, S. (2003). Globalization and its challenges. *The American Economic Review*, 93:1–30.
- Gonçalves, R., Baumann, R., Prado, L. C., & Canuto, O. (1998). *A Nova Economia Internacional*. Campus, Rio de Janeiro.
- Hanson, J. A. (1992). Opening the capital account: A survey of issues and results. The World Banking Working Paper 901, Washington.
- Keynes, J. M. (1982). *Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Atlas, São Paulo.
- Krugman, P. (1995). Dutch tulips and emerging markets. *Foreign Affairs*, 74(4):28–44.
- Krugman, P. & Obstfeld, M. (2001). *Economia Internacional: Teoria e Política*. Makron Books, São Paulo, 2ª edition.
- Laplane, M. & Santos Filho, O. (1995). Especulação e instabilidade na globalização financeira. *Economia e Sociedade*, 5:31–60.
- Lima, G. T. (1992). Em busca do tempo perdido: A recuperação pós-keynesiana da economia do emprego de Keynes. Master’s thesis, BNDES, Mestrado de Economia de Empresa, Rio de Janeiro.
- Mathieson, D. & Rojas Suarez, L. (1992). Liberalization of the capital account: Experiences and issues. IMF Working Paper 46, Washington.
- Minsky, H. (1982). *Can “it” Happen Again? Essays on Instability and Finance*. M. E. Sharpe, New York.
- Muth, J. (1961). Rational expectations and the theory of price movements. *Econometrica*, 29:315–335.
- Oreiro, J. (2000). Incerteza, comportamento convencional e surpresa potencial. *Econômica*, 2(4):111–138.
- Oreiro, J. (2004). Autonomia de política econômica, fragilidade externa e equilíbrio do balanço de pagamentos: A teoria econômica dos controles de capitais. *Economia e*

- Sociedade*, 13(2):1–22.
- Pellegrini, J. (1995). *Os Fluxos Recentes de Capital para a América Latina*. PhD thesis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.
- Pinheiro, A. (2005). Fluxos de capitais e componentes macroeconômicos: Análise de inter-relações por meio da aplicação de um modelo de vetores auto-regressivos (VAR). Master's thesis, Universidade da Amazônia, Belém.
- Prates, D. (1997). Abertura financeira e vulnerabilidade externa: A economia brasileira na década de noventa. Master's thesis, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas.
- Prates, D. (2005). As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de Economia Contemporânea*, 9(2):263–288.
- Reisen, H. (2000). Managing volatile capital flows: The experience of the 1990s. In Reisen, H., editor, *Pensions, Savings and Capital Flows: From Ageing to Emerging Markets*, pages 171–195. Edward Elgar Publishing, Massachusetts. In association with OECD.
- Sargent, T. (1987). *Macroeconomic Theory*. Academic Press, San Diego, 2nd edition.
- Studart, R. (2000). Pension funds and the financing productive investment: An analysis based on Brazil's recent experience. CEPAL – Serie Financiamiento del desarrollo 102, Santiago.
- Tobin, J. (1984). A mean-variance approach to fundamental valuations. Yale University, Cowles Foundation Discusión paper 711R, New Haven.
- Turner, P. (1995). Capital flows in Latin America: A new phase? BIS Economic Papers 44, Basle.
- Vercelli, A. (1991). *Methodological Foundations of Macroeconomics – Keynes and Lucas*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Williamson, J. (1990). What Washington means by policy reform? In Williamson, J., editor, *How Much Has Happened?* Institute of International Economics, Washington, DC.