

ARQUIVO 3

Artigo

Países Emergentes no Contexto dos Mercados Financeiros Globais

Georg Jung*

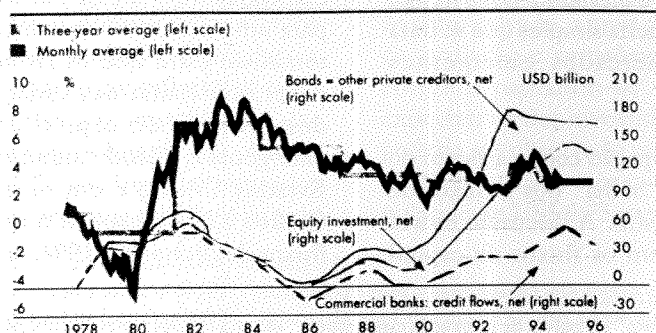
Novos riscos nascidos das mudanças nas características do capital que está se dirigindo para os mercados emergentes são, de fato, riscos antigos com uma nova feição. São inevitáveis outras crises, e as exortações recentes para a criação de um novo sistema de alarme preventivo são inúteis.

Mudanças nos fluxos de capital

Nos anos recentes os fluxos de capital que se destinam aos países em desenvolvimento tiveram mudanças dramáticas. Em profundo contraste com meados dos anos oitenta, quando os países em desenvolvimento atraíram muito pouco capital estrangeiro, os fluxos de capital privado para esses países quadruplicaram na década de noventa.

O fluxo líquido de capitais privados (saldo das entradas menos as saídas) avolumou-se de US\$ 45,00 bilhões, em 1989, para US\$ 200,00 bilhões, em 1993, seguido de uma queda posterior para US\$ 170,00 bilhões em 1994 e 1995 (veja Gráfico 1). Outra mudança notável ocorreu na composição dos fluxos de capital. Enquanto na década de setenta e no início da década de oitenta a maior parte dos influxos de capital para os países em desenvolvimento consistia de empréstimos, freqüentemente para instituições públicas, os fluxos recentes são predominantemente investimentos em ativos financeiros comercializáveis, isto é, títulos, patrimônios e produtos do mercado monetário. Contudo, o maior fluxo de capital para os países em desenvolvimento encobre consideráveis disparidades regionais. Os países africanos, por exemplo, apenas recentemente

Gráfico 1:
Fluxos de Capital privado e rendimentos reais de longo prazo nos EUA



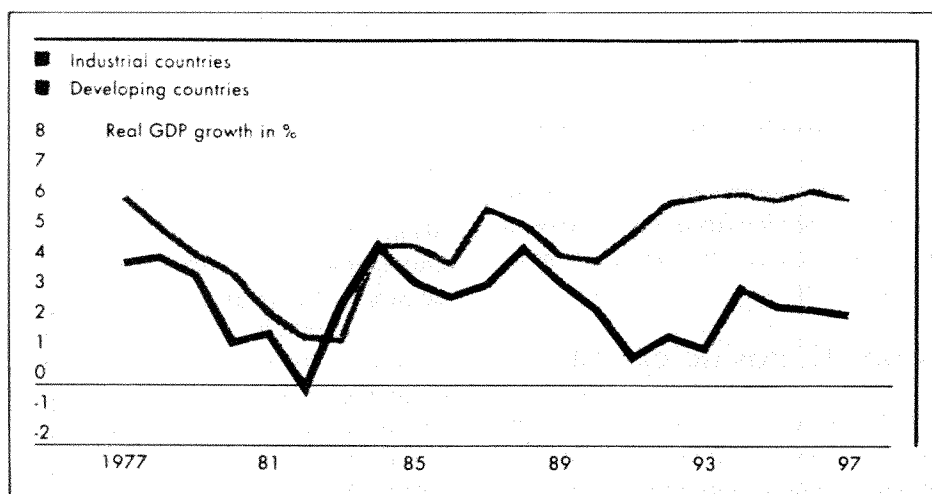
parecem estar atraindo alguns fluxos de capital privado. Os países asiáticos, em contraste, receberam a parte do leão, principalmente na forma de investimentos diretos, enquanto os enormes influxos de capitais para a América Latina se constituíram de investimentos de portfólio (capitais especulativos de curto prazo). Os influxos de capitais para a Europa Central e Ocidental atingiram significativas proporções, com uma certa demora, devido aos processos de transformação ocorridos nessas regiões. O aumento dos fluxos de capital para os países em desenvolvimento de 1989 a 1995 constituíram um desenvolvimento financeiro global visto com bons olhos. Ele ajudou aos países que os receberam a financiar um período de crescimento sem precedentes e fizeram surgir a noção de mercados emergentes(1), para indicar aqueles países que realizaram ajustes bem sucedidos e esforços de estabilização e se beneficiaram do movimento de

capitais, que se destinou a esses países desde o início da década de noventa. Isto permitiu a eles duplicar sua taxa de crescimento em relação às economias industriais (Gráfico 2).

O papel exercido por fatores globais e nacionais

Já existe o consenso de que o volumoso fluxo de capital atraído pelos países de mercados emergentes também provoca novos riscos e tem sido enfatizado repetidamente desde a crise financeira mexicana do final do ano de 1994. Contudo, um exame mais profundo mostra que isto é um velho problema com nova feição. O risco de uma reversão dos fluxos de capital e as suas próprias causas parecem muito ser os mesmos tanto na década de noventa quanto na década de oitenta. Também não é uma

Gráfico 2:
 Mercados Emergentes: Duplicação do Crescimento



novidade *per se* a natureza volátil dos mercados financeiros e sua tendência de reagir de forma exagerada. É uma característica bem conhecida dos modernos mercados de capital, quer sejam mercados de ações das Bolsas de Valores nos países industriais ou os principais mercados externos de câmbio. Assim, qual o elemento novo nesses mercados? Podemos dizer de maneira simples que se trata do acesso dos países de mercados emergentes internacionais de capital.

Desde 1993 já havia uma preocupação com o aspecto do potencial de formação de uma "bolha" dos influxos de capital nos mercados emergentes(2). A discussão estava centralizada na questão de serem os fluxos de capital

principalmente, o resultado da recessão nos países industriais e da queda gradativa da taxa mundial de juros ou, então, principalmente induzidos pelos fundamentos econômicos e políticos específicos de um país, tais como as políticas nacionais de estabilização e as reformas estruturais nos países em desenvolvimento, orientadas para uma economia de mercado. Desde cedo, em 1994, tornou-se claro que os fatores globais cíclicos têm um papel importante nas variações para cima e para baixo dos influxos de capital atraídos para os mercados emergentes, quando aumentaram as taxas de juros nos Estados Unidos e em outros países industriais (veja Gráfico 1). Isto marcou o início de uma moderação dos fluxos de capital em 1994, com um declínio posterior em

1 - Os termos "países em desenvolvimento" e "países de mercados emergentes" são usados alternativamente neste texto.

2 - Veja, por exemplo: *Os Prognósticos Econômicos Globais e os Países Em Desenvolvimento*, Banco Mundial, Washington D.C., abril de 1993.

1995, em seguida à crise financeira mexicana. Esta situação foi bastante parecida à do início da década de oitenta, quando um aumento abrupto nas taxas de juros desencadeou a crise da dívida internacional. Então, como hoje, o consenso era de que os países de mercados emergentes foram expostos às conseqüências de um ambiente no qual prevalece uma taxa global. De fato, o Gráfico 1 sugere uma relação inversa entre as condições econômicas nos países industrializados e os fluxos de capitais para os países de mercados emergentes, tanto na década de oitenta como na de noventa.

Por outro lado, os acontecimentos no momento de eclosão da crise mexicana também ilustram a importância dos fundamentos políticos e econômicos de um país para a sustentação dos fluxos de capital. Os casos do México e da Tailândia são particularmente instrutivos.

A crise mexicana mostrou claramente a rapidez com que podem ser revertidos os fluxos de capitais; uma dada taxa de câmbio externa, adequada, pode esvair-se se não está apoiada em sólidos fundamentos da economia nacional. Na segunda metade do ano de 1994 a situação mexicana por um descontrole abrupto do déficit na conta corrente (8% do PIB) financiado por dívidas de maturação cada vez menor, uma supervalorização da moeda em 25% e um relaxamento das políticas monetárias e fiscal. No topo de tudo isto estavam os problemas políticos primordiais em Chiapas e as incertezas associadas à eleição presidencial. Em outras palavras, havia mais do que suficientes fatores econômicos e políticos atuando para enfraquecer a confiança na credibilidade do México. O caso mexicano é um bom exemplo de como os fundamentos macroeconômicos podem contribuir para prever quais os países que mais provavelmente enfrentam uma crise de balanço de pagamentos. Outros exemplos são fáceis de ser encontrados. Assim, a crise do balanço de pagamentos da Turquia no ano de 1994, ou na Venezuela e no Paquistão mais recentemente, tiveram a sua origem em fundamentos políticos e econômicos que não eram sólidos. Contudo, continua extremamente difícil prever o momento preciso do evento.

O Chile, em contraste, mostrou que os fundamentos econômicos e políticos não são apenas a base para a confiança do investidor e sustentação dos influxos de capital, mas também servem como um amortecedor das oscilações caprichosas dos mercados financeiros. Apesar da onda de vendas de ativos financeiros dos mercados emergentes, depois que a crise mexicana espalhou-se pela

América Latina, as "posições vendidas" tiveram vida curta no Chile³. Outros países que se enquadraram na mesma categoria são, por exemplo, a Coreia do Sul e Cingapura. Eles realizaram políticas, visando a sustentar um rápido salto do desenvolvimento econômico baseado em sólidos fundamentos, incluindo política fiscal e monetária, altas taxas de poupança e investimento e taxa de câmbio competitiva.

Alguns observadores ficaram surpresos com o fato de que apenas alguns mercados asiáticos sofreram as conseqüências do contágio resultantes da crise mexicana. Particularmente o peso filipino e o bath da Tailândia ficaram debaixo de uma intensa pressão, em 1995. Se, por um lado, é facilmente inteligível porque as Filipinas sentiram o choque na economia mexicana devido ao seus problemas estruturais fortemente enraizados, por outro era muito menos claro que a Tailândia seria afetada. A economia tailandesa parecia fundamentalmente sólida antes dos eventos no México. Na década de noventa ela mostrou um crescimento dinâmico da ordem de 10% com uma taxa aceitável de inflação de 6%. Além do mais, as taxas de crescimento do estoque e dos serviços da dívida estavam abaixo dos níveis críticos. Mas, assustado com os eventos mexicanos e a redescoberta que se seguiu da importância dos déficits em conta corrente e dos níveis de dívida de curto prazo, o mercado, aparentemente, fez também uma reavaliação da Tailândia. O déficit da conta corrente da Tailândia, de mais de 6% do PIB, e as suas dívidas de curto prazo de 50% da dívida total, tornaram-se o centro da atenção.

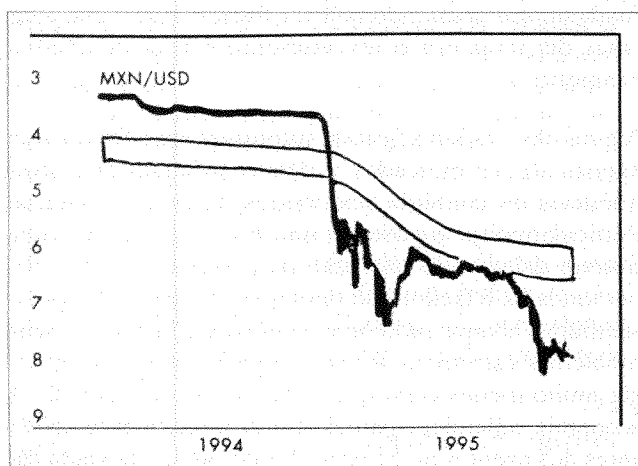
A volatilidade dos mercados financeiros

O caso da Tailândia é de grande interesse, uma vez que mostra o padrão familiar instável dos mercados financeiros modernos, mudando para um lado e para o outro entre diferentes padrões de avaliação, a tendência de seguir o rumo tradicional e ir além do esperado. Enquanto antes da crise mexicana o mercado considerava grandes perdas ocasionais na conta corrente como casos benignos, especialmente se pudessem ser justificados por atividades do setor privado, a crise mexicana mudou esses conceitos de avaliação e os países com grandes déficits na conta corrente tornaram-se vulneráveis às mudanças nas expectativas dos investidores. Um fenômeno semelhante poderia ser observado no período de outubro-novembro, de 1995, quando o peso mexicano subitamente decolou, pulando de US\$ 6,75 para US\$ 8,30 e retornando de volta

3 - Há um importante debate, se os controles sobre o capital contribuam para a sustentação dos fluxos de capital no Chile. A fim de limitar os influxos de capital de curto prazo, o Chile introduziu certo número de medidas em 1991, tais como exigências de reserva e período mínimo de um ano porinternação do capital no país.

ao valor de US\$ 7,40 no início de 1996 (veja Gráfico 3).

Gráfico 3:
Peso mexicano: Taxa anual e PPP



Aparentemente, essas súbitas variações no valor da moeda refletem o temor dos investidores divididos entre dois cenários: um peso mexicano estável em um círculo vicioso de baixa inflação e de recuperação econômica *versus* o espectro de uma espiral descendente de desvalorização e inflação.

O exemplo ilustra o que se pretende dizer com a natureza volátil dos modernos mercados financeiros e dos novos riscos enfrentados pelos países de mercados emergentes. Mudanças rápidas e excessivamente grandes dos preços (freqüentemente acompanhadas de mudanças nas quantidades) e volatilidade persistente são típicas de mercados que comercializam produtos securitizados e de mercados nos quais os investimentos são motivados por mudanças percebidas pelos investidores nos riscos e nos retornos. A literatura econômica não oferece nenhuma resposta conclusiva para este comportamento(4). Na melhor das hipóteses, encontramos vários enfoques para uma explicação oferecida por modelos de múltiplo equilíbrio, de choques auto realizáveis, bolhas e caos(5). O denominador comum que parece emergir da discussão desses modelos é que a volatilidade está relacionada à incerteza, freqüentemente associada com os fundamentos políticos e econômicos e o comportamento coletivo.

4 - As duas principais questões são: Por que a volatilidade dos preços dos ativos é muito maior do que as mudanças nos fundamentos econômicos? E o que explica a persistência dessa volatilidade?

5 - B. Eichengreen, K. Rose, C. Wyplosz: A Desfiguração do Mercado de Câmbio: os antecedentes e seqüelas de ataques especulativos. *Economic Policy*, 1995; R. Topol: Bolhas e Volatilidade dos Preços das Ações: efeito do contágio mimético. *The Economic Journal* 101, (July, 1991); M. Obstfeld: A Lógica das Crises das Moedas, NBR Working Paper 4640, 1994; C.A.e. Goodhart: O Risco Financeiro Realmente se Agravou? *Conference Paper* (SUERF) Administração de Risco em Mercados Financeiros Voláteis, Thun, Suíça, 1995.

Confrontado com o desconhecimento do futuro e os distúrbios nos fundamentos econômicos das políticas macroeconômicas, há uma óbvia tendência dos participantes do mercado em observar uns aos outros e agir em modo idêntico. Esta é uma proteção natural. Mas, gera mudanças grandes e persistentes nos preços dos ativos, o que torna os mercados financeiros tão arriscados.

Tabela 1

Desequilíbrios fiscais como fonte potencial de instabilidade externa - 1995.

	Equilíbrio Fiscal em % do PIB	Conta Corrente em % do PIB
Venezuela	-11,0	2,2
Turquia	-8,0	0,0
Índia	-6,7	-1,1
Paquistão	-5,9	-3,4
Hungria	-5,2	-7,2
Brasil	-4,5	-1,7
México(1)	-4,0	-7,8

1) As estatísticas do México referem-se ao déficit fiscal sem os procedimentos para privatização, para o ano de 1994.

Os desequilíbrios fiscais observados são freqüentemente associados com os déficits na conta corrente e com os desequilíbrios externos. A Venezuela e a Turquia não são exceções. A Venezuela sofre com grandes fluxos de saída de capital. A Turquia realizou um programa de austeridade em 1995. Em 1993 seu déficit fiscal atingiu a 12% do PIB e o déficit na sua conta corrente foi de 3,5% do PIB.

É óbvio que, neste novo ambiente, os países em desenvolvimento podem se tornar depressa as vítimas de mudanças repentinas das expectativas dos investidores. Seus inevitáveis desequilíbrios, intimamente relacionados ao grau de desenvolvimento, e as políticas macro-econômicas para contrabalançá-los, são uma fonte permanente de incerteza. Contudo, muitos países de

mercados emergentes realizaram apenas reformas parciais. Eles, de modo geral, abriram suas economias e freqüentemente buscam reduzir a inflação através de restrições financeiras e, em alguns casos, de duras reformas monetárias. Mas os seus fundamentos econômicos mostram que eles não foram bem sucedidos em obter o equilíbrio fiscal ou aumentar as taxas de poupança privada. Em muitos casos, desequilíbrios fiscais persistentes são a verdadeira razão das baixas taxas de poupança e de investimento. A pressão que resulta para o aumento dos níveis das taxas de juros internas geralmente atrai fluxos de capital de curto prazo, que expõem os países a fluxos potenciais de saídas desses capitais e a outros distúrbios no mercado financeiro. A Venezuela, o Brasil, a Turquia, as Filipinas, a Índia e a Hungria são casos evidentes e muitos outros podem ser facilmente identificados (veja Tabela 1). Adicione-se a esses desequilíbrios reformas feitas com pouco entusiasmo e políticas econômicas inconsistentes, e uma crise está rapidamente reprograda.

Um novo sistema de alarme preventivo

A conclusão de toda esta argumentação é de que os fundamentos econômicos e políticos de um país são decisivos na determinação da sua credibilidade e, deste modo, da sustentação dos fluxos de capital. De fato, esta tem sido a regra, do mesmo modo que fatores externos, tais como os ciclos econômicos mundiais, mudanças nas taxas de juros e nos preços e as modificações nos preços das "commodities" exercem influência preponderante no acesso de um país às finanças internacionais. Novidade

é simplesmente que, devido à securitização dos recursos financeiros para o desenvolvimento, os mercados emergentes estão tanto mais integrados nos mercados financeiros internacionais como expostos às suas inevitáveis volatilidades. Mas, mesmo neste novo contexto, os fundamentos econômicos internos e externos são cruciais para a estabilização dos fluxos de capital e a avaliação da credibilidade de um país. Eles são, em última instância, a base da confiabilidade do mercado financeiro.

Olhando em perspectiva para os anos de 1996 e 1997, não é preciso ser profeta para prever novas crises em um ou mais países de mercados emergentes, pelo menos por três razões: primeiro, o aspecto das fragilidades de seus fundamentos inerentes ao estágio de desenvolvimento em que se encontram; segundo, a obsessão dos mercados financeiros em testar repetidamente os fundamentos políticos e econômicos de um país e, terceiro, a tendência dos mercados financeiros a reagirem excessivamente e se moverem como uma manada.

Outra conclusão é que as exportações para a criação de um novo sistema de alarme preventivo para os mercados emergentes, tão provaladas no momento da eclosão da debacle do México, são uma confissão de não se está fazendo corretamente o dever de casa. A análise clássica de risco de um país com foco nos fundamentos é bastante capaz de identificar e avaliar os riscos ao qual está exposto. Feita corretamente, esta análise constitui o sistema de alarme preventivo que os analistas estão procurando. O enfoque do SBC (Swiss Bank Corporation) de análise de risco de um país é um bom exemplo desta conclusão(6).

6 - Georg Jungc: Avaliação de Risco - O Enfoque do Swiss Bank Corporation, *Prospects Supplement*, 1988.

* Analista do "Corporate Economic Services, Swiss Corporation". Traduzido por Carlos Maurício de Carvalho Ferreira, Superintendente do IPAT/UNA, e publicado com a autorização do Swiss Bank Corporation.