

Padrões regionais de inserção na globalização financeira: indicadores quantitativos para Ásia e América Latina *

André Martins Biancareli**

Resumo: O objetivo deste artigo é contribuir para o debate sobre os padrões de inserção externa de Ásia e América Latina, no período da globalização financeira. O texto parte dos contrastes de desempenho entre as duas regiões e das discussões sobre as suas causas, resume de forma breve a literatura sobre integração financeira e chega na sua principal contribuição: um conjunto de indicadores, construídos a partir de dados de ativos e passivos externos relativos ao período 1990-2004, para as mais importantes economias de cada uma das regiões. Quando analisadas de forma complementar, estas medidas corroboram a teoria que identifica na América Latina um perfil “financeirizado” e inferior de integração, em contraste com um padrão “produtivista” e superior característico das economias asiáticas.

Palavras-chave: Integração Financeira, Globalização, Ásia, América Latina.

Abstract: This article aims at contributing for the debate about external strategy patterns in Asia and Latin America during the period of financial globalization. The paper stresses the huge differences between the performance of these two regions and briefly sums up the literature on financial integration, but its main contribution is a set of indicators, developed on external assets and liabilities data, regarding the most relevant economies of each region between 1990 and 2004. If analyzed in a complementary way, those indicators support the theory which identifies a pattern based on financial relations in Latin America (with negative outcomes), in contrast with the Asian pattern, based on productive and trade relations (with more positive consequences).

Keywords: Financial Integration, Globalization, Asia, Latin America.

JEL Classification: F30; N15; N16.

1 Introdução

Desde que, em meados dos anos 1990, o fenômeno chamado de “globalização” ganhou espaço nas discussões acadêmicas e políticas,

* O autor agradece, sem comprometer com os resultados, a Ricardo Carneiro e aos demais pesquisadores do Cecon/IE/Unicamp as observações feitas a versões anteriores do trabalho.

** Professor do IE-Unicamp e pesquisador do Centro de Estudos de Conjuntura e Política Econômica (Cecon) da mesma instituição. E-mail: andremb@eco.unicamp.br

a performance e as peculiaridades dos países periféricos ou em desenvolvimento, supostamente os grandes beneficiários do processo, passaram a ocupar papel central no debate. Olhado o movimento em perspectiva, alguns números justificam o destaque: acompanhando os cálculos de Macedo e Silva (2007), a participação do mundo em desenvolvimento no PIB global (pelo critério PPP) passa de 43,1% em 1980 para 44,0% em 1990 e supera a dos países desenvolvidos em 2004 (50,3%). Já a contribuição desse enorme conjunto de economias para o crescimento PIB global também se acelera significativamente. Tendo sido responsáveis por 1,84 p.p. dos 3,82% a.a. em média que o mundo cresceu na década de 1970, respondem por 1,43 p.p. dos 3,12% a.a. nos difíceis anos 1980, 1,07 p.p. dos 3,07% a.a. dos anos 1990 e impressionantes 2,78 p.p. dos 3,74 % a.a. entre 2001 e 2004.¹

Reforçando essa figura geral, o último ciclo de alto crescimento global (grosso modo, a partir de 2001), em grande parte conduzido pelas nações em desenvolvimento, suscitou o aparecimento de várias idéias acerca do protagonismo das “economias emergentes” nas relações econômicas internacionais deste momento em diante. A mais popular delas projeta que os quatro maiores países do bloco (Brasil, Rússia, Índia e China, que formam a sigla *BRICs*) terão, em poucas décadas, um PIB somado superior ao das atuais potências econômicas (WILSON & PURUSHOTHAMAN, 2003). Mais recentemente, as perspectivas de forte desaceleração na economia americana explicitadas a partir do final de 2007 – que projetam sérios riscos para a continuidade dessa “ascensão” do mundo em desenvolvimento – foram recebidas inicialmente com a idéia do “descolamento” (*decoupling*): não haveria mais a mesma dependência em relação aos ciclos nos Estados Unidos, Europa e Japão e, com isso, as economias periféricas teriam a capacidade de sustentar o alto dinamismo global mesmo no cenário adverso.²

Mas estas considerações em bloco ocultam outra das principais características da globalização: a divergência de desempenho (e de importância) entre as diferentes economias em desenvolvimento.

1 Quando se converte os PIBs pelas taxas de câmbio de mercado, reduz-se a parcela do PIB, mas não a magnitude do seu crescimento: 15,3% em 1980, 15,6% em 1990, e 21,2% em 2004. Os exercícios de “convergência” (a aproximação com os padrões de vida do mundo desenvolvido, calculada de diferentes modos) e distribuição internacional da renda, também realizados por Macedo e Silva (2007) e outros autores dedicados ao tema, igualmente destacam a *performance* do bloco em desenvolvimento, principalmente a partir dos anos 1990 e mais ainda após 2000.

2 Sobre o tema, ver IMF (2007 e 2008). A sustentação mais rigorosa da idéia do *decoupling* parece vir do estudo de Akin & Kose (2007).

Como também mostra Macedo e Silva (2007), praticamente todo o movimento de “aproximação” se deve à chamada “Ásia dinâmica” (liderada por China e, em menor medida, Índia), já que outras regiões periféricas – principalmente a América Latina – ficam muito atrás em termos de desempenho, participação no PIB global e convergência.³ O mundo em desenvolvimento, portanto, está longe de ser homogêneo; e o agudo contraste entre as trajetórias asiática e latino-americana, no período recente, chama a atenção de diversos pesquisadores.

Na tentativa de explicação deste contraste, a perspectiva adotada no presente artigo parte de alguns autores como Palma (2004), que colocam a ênfase na estrutura das exportações – de muito maior dinamismo internacional e conteúdo tecnológico na Ásia *vis-à-vis* a América Latina – e sua capacidade de disseminar os ganhos do comércio para a economia doméstica. Este autor também recorre a um outro argumento aqui julgado fundamental, desenvolvido em detalhes por Medeiros (1997): a dinâmica regional de crescimento, muito mais virtuosa na área sob influência do Japão – forte exportador de capitais a partir de meados dos anos 1980, e capaz de criar uma rede de comércio intra-regional de elevado conteúdo tecnológico, no processo conhecido como “gansos voadores” – do que naquela liderada pelos Estados Unidos – que, ao contrário, atuava como concorrente do ponto de vista produtivo e absorvedor líquido de capitais dos países latino-americanos durante a “década perdida”.

Esta divergência inicial – que envolve a estrutura produtiva e do comércio exterior, e por conseqüência as condições de financiamento externo – justo no momento de entrada na globalização, também ajuda a explicar uma opção estratégica que parece ter sido decisiva para aprofundar as diferenças: a forma muito mais radical com que foram encaminhados os processos de abertura financeira na América Latina no momento de volta dos fluxos de capitais privados, no início dos anos 1990. É este o ponto cujos desdobramentos interessam mais de perto aqui.

3 Em termos de desempenho, a contribuição da Ásia em desenvolvimento para o crescimento global é, sistematicamente, várias vezes superior à da América Latina: 1,02 contra 0,12 no período 1981-90, 1,36 contra 0,27, no intervalo 1991-2000 e 1,95 contra 0,14 entre 2001 e 2004. Com outra divisão, as taxas médias de crescimento do PIB para o total da Ásia (que inclui Oriente Médio e Turquia) são, nas décadas de 1980, 1990 e de 2000 a 2003, respectivamente, de 5,1; 4,7 e 6,3, enquanto que na América Latina, nos mesmos intervalos, os números são de 1,3; 3,2 e 0,7. Destaque-se nesse contraste os números da China (respectivamente, 7,2; 7,2 e 12,4), da Índia (5,6; 5,6 e 6,1), do Brasil (1,5; 2,7 e 1,3) e do México (1,8; 3,4 e 0,7). Já no que se refere à participação no PIB global pelo critério PPP, a América Latina como um todo cai de 9,6% em 1980 para 7,5% em 2004; enquanto a China salta de 5,3% para 14,7%; os *Newly Industrialized Countries* (NICs) crescem de 1,7% para 3,3% e o resto da Ásia dinâmica passa de 6,2% para 10,1%.

É verdade que esta abertura também se verificou, em meados daquela década, em vários dos países asiáticos de alto dinamismo, notadamente nos “tigres” de primeira e segunda gerações.⁴ Na realidade, estes processos estão entre os principais fatores responsáveis pela série de crises cambiais e financeiras que atingiram a região no segundo semestre de 1997, como ressaltado por Jomo (2001), Medeiros (1998) e toda a vertente heterodoxa da literatura sobre aqueles episódios. A relativa imunidade a estas dificuldades apresentada por países com graus muito menores de abertura financeira – como China e Índia – só reforça a ligação.

No período posterior, a rápida recuperação (em termos de crescimento econômico e saúde dos sistemas financeiros) mesmo das economias asiáticas mais atingidas pela crise, e a impressionante solidez das contas externas conquistada por toda a região (por meio de superávits estruturais em conta corrente oriundos do comércio internacional de alto conteúdo tecnológico e forte acumulação de reservas internacionais), volta a colocar a “Ásia dinâmica” como portadora de um perfil superior de inserção externa na globalização. Perfil no qual – e aqui o ponto a destacar – a dimensão financeira das relações com o exterior teria papel subordinado à dimensão produtiva e comercial.

Enquanto isso, a América Latina apresentou, desde os momentos mais críticos das suas crises cambiais e financeiras (1994-95 no caso mexicano; 1998-99 e 2002 no caso brasileiro; 2001-2 no caso argentino), a mesma vulnerabilidade às oscilações nos fluxos internacionais de capitais, dada a manutenção (com algumas exceções pontuais) do elevado grau de abertura financeira e a estrutura do seu comércio exterior, na qual têm papel predominante matérias primas e *commodities* agrícolas e minerais (com a exceção do México e suas *maquilas*). Deste modo, a extraordinária melhora na situação externa da região como um todo, verificada a partir de 2003 (que também envolveu, guardadas as devidas proporções, superávits em conta corrente e acúmulo de reservas internacionais), pode ser encarada como menos estrutural, mais condicionada aos momentos extremamente favoráveis do ciclo de liquidez internacional para países emergentes e do ciclo de preços de *commodities*. Ciclos cuja duração desperta, no momento em que se conclui este artigo, sérias dúvidas entre os analistas da economia internacional.

Em termos mais sucintos, a idéia é a de que, nos termos de Carneiro (2007), configuraria-se um perfil “financeirizado” de inserção da

4 Os NICs, já citados na nota anterior, são os “tigres de primeira geração”: Coréia do Sul, Cingapura, Honk Kong e Taiwan. Já a segunda geração de tigres (ou de “gansos voadores”) é composta por Filipinas, Indonésia, Malásia e Tailândia.

América Latina na globalização, em contraste com um “produtivista” da Ásia dinâmica. A UNCTAD (2003) já havia analisado em detalhes a experiência comparada destas duas regiões, também na mesma linha, com ênfase no caráter distinto que assumiram as reformas liberalizantes em cada caso. No debate internacional, a tipologia *trade account versus capital account* proposta por Dooley *et al.* (2003) capta idéias semelhantes: no primeiro caso, típico dos países asiáticos, predominaria a defesa das taxas de câmbio competitivas, controles de capital, superávits em conta corrente, acumulação de reservas internacionais e a estratégia *export-led growth*; já no segundo, que também descreveria a periferia latino-americana, a estratégia se basearia na adoção das mesmas políticas para o câmbio (flutuação acentuada) e a conta financeira (abertura total) que as verificadas nos países centrais, com resultados muito inferiores em termos de vulnerabilidade externa.

Apesar de bem fundamentadas teoricamente, tais explicações padecem de uma insuficiência importante: muito pouco se avançou na caracterização quantitativa destes padrões de inserção. Particularmente, faltam indicadores sintéticos mais precisos da predominância da via financeira sobre a comercial/produtiva na América Latina em contraste com a Ásia e também dos resultados destas distintas opções de inserção externa. No contexto deste debate, o objetivo do presente artigo é justamente contribuir para o preenchimento desta lacuna: trata-se de uma tentativa de caracterização quantitativa destes padrões distintos, por meio de um conjunto de indicadores, construídos a partir dos dados de ativos e passivos externos.

O restante do artigo está dividido em três seções. Na próxima, alguns aspectos da literatura sobre globalização financeira e integração financeira internacional dos países em desenvolvimento são brevemente examinados. Na terceira, depois algumas considerações metodológicas, os indicadores são construídos e apresentados, seguidos de sua discussão. Por fim, as considerações finais, resumem os resultados do exercício, explicitam as suas limitações e especulam sobre possíveis caminhos futuros de investigação.

2 Globalização e integração financeira de países em desenvolvimento

Este trabalho toma como referência, para o tratamento da inserção periférica na globalização, uma visão crítica do processo. A concepção geral é a de que o sistema monetário e financeiro contemporâneo é caracterizado por uma dinâmica estruturalmente especulativa e que suas relações com as economias periféricas (emissoras

de moedas inconversíveis) são marcadas por três tipos de assimetrias: a monetária, a financeira e a macroeconômica.⁵ Em termos mais concretos, esta configuração instável e hierarquizada assume a forma de ciclos de liquidez internacional direcionados aos chamados “mercados emergentes”: sucedem-se fases de abundância e escassez de financiamento externo, e o determinante último dos grandes movimentos é exógeno aos países que mais sofrem, nas duas fases, os seus impactos (BIANCARELI, 2008). Desde 1990 observam-se dois grandes ciclos: o primeiro até 2002 (dividido em uma fase de “cheia” que dura até 1997 e é sucedido por uma fase de “seca” a partir de 1998) e o segundo a partir de 2003 até os dias atuais – provavelmente encerrando a sua fase de “cheia”.

Por conta deste registro, parece mais adequado, para os países em desenvolvimento, tomar o princípio da década de 1990 como o início do período de globalização: é nesse momento que os fluxos de capital privados, em meio às mudanças qualitativas que diferenciam esta de épocas anteriores (predomínio da securitização nas relações financeiras, disseminação dos instrumentos derivativos, emergência de investidores institucionais, tendência à universalização dos bancos), voltam a se dirigir a regiões periféricas após a “década perdida” anterior e após os processos nacionais de abertura financeira. É este o marco temporal com o qual se trabalha aqui.

Em direção oposta à sustentada pelas análises citadas até aqui – que abordam a abertura financeira (ou a maior importância da via financeira de integração) de maneira crítica e a situam entre os possíveis fatores explicativos da performance inferior das economias latino-americanas *vis-a-vis* as asiáticas – a literatura convencional costuma defender esta linha de reforma como processo necessário (quicá, inevitável) no caminho do desenvolvimento (por exemplo, FISCHER, 1998). Seus argumentos teóricos são bastante conhecidos: a redução das barreiras entre as transações financeiras com o exterior ampliaria as opções para compartilhamento e diversificação internacional de riscos; possibilitaria o financiamento de desequilíbrios passageiros de balanço de pagamentos e o acesso à poupança externa para o financiamento do investimento (fundamental para os países em que o capital é escasso); e, não menos importante, imporia disciplina sobre as políticas econômicas domésticas (*inter alia*, OBSTFELD & TAYLOR, 2004).

Sabe-se que este conjunto de argumentos vem sofrendo uma série de desafios, de natureza teórica (na voz, por exemplo, de

5 Prates (2005) também fornece uma visão crítica do processo. As assimetrias são propostas e trabalhadas por Ocampo (2001).

STIGLITZ, 2000) e empírica (tratada abaixo). Tentativas mais recentes de revisão, como a abordagem proposta em Kose *et al.* (2006), postulam a existência de “benefícios colaterais” da integração (desenvolvimento institucional e do sistema financeiro, além da disciplina macroeconômica), mais importantes do que os canais diretos.

Mais interessante para os objetivos do presente trabalho é o fato de que toda essa discussão, no interior do *mainstream economics*, é levada a cabo principalmente por meio de estudos empíricos. Nestes, um primeiro desafio – que exige constantes progressos diante da dificuldade de comprovação das relações estabelecidas pela teoria entre abertura e crescimento – sempre foi a mensuração do grau de integração financeira. Conforme apontado, entre outros, por Prasad *et al.* (2003), existem duas dimensões do fenômeno em tela, que dão origem a dois tipos de indicadores: a integração *de jure* (definida no plano legal, cuja quantificação é feita a partir do exame das legislações nacionais) e a *de facto* (que se traduz em medidas baseadas em informações já quantitativas).⁶ Entre os indicadores desse segundo tipo, também há várias possibilidades segundo a variável observada: diferenciais de preços de ativos e de taxas de juros (que supõem equalização internacional na presença de perfeita mobilidade); correlações entre taxas de poupança e investimento domésticos (na linha inaugurada por FELDSTEIN & HORIOKA, 1980); e medidas de fluxos e estoques nas relações financeiras com o exterior.⁷

O indicador tradicional baseado nos estoques é o que situa, no numerador, a soma de ativos e passivos externos de um país, e no denominador o seu produto interno bruto. Trata-se de comparar o grau de interpenetração patrimonial dos agentes residentes e não-residentes (acumulado no tempo e não sujeito às oscilações nos fluxos de capital) com o tamanho da economia, medido pelo fluxo de riquezas produzidas anualmente. Indicadores deste tipo, que confrontam estoques e fluxos para medir a integração financeira internacional,

6 Rodrik (1998) foi um dos primeiros trabalhos a utilizar uma *proxy* (do tipo *de jure*) da integração financeira, a partir dos registros da presença de controles de capital no *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, do FMI; Quinn (1997) usa a mesma fonte para construir seu indicador, e Miniane (2004) desenvolve um outro conjunto de medidas. Além de Prasad *et al.* (2003) e de Kose *et al.* (2006), ver também Eichengreen (2001) e Edison *et al.* (2002) para um balanço da literatura empírica sobre as relações entre integração financeira e crescimento – e de seus resultados inconclusivos.

7 Como exemplo recente, pode ser citada a metodologia desenvolvida por Baele *et al.* (2004) que utiliza dois tipos de indicadores para a integração financeira dos países da União Européia, partindo da “lei do preço único” que vigoraria em um espaço econômico totalmente integrado: os *price-based* (discrepâncias em preços e retornos de ativos financeiros) e os *news-based* (impactos diferenciados sobre os mercados de ativos de notícias comuns a todos eles). Baltzer *et al.* (2008) acrescentam a essa lista (para tratar dos novos estados-membros da UE) um conjunto de indicadores quantitativos.

são o ponto de partida para os exercícios quantitativos realizados neste artigo. Exercícios que não têm, aqui, o objetivo de estabelecer relações de causalidade, mas simplesmente pretendem definir perfis distintos de inserção externa das duas regiões em foco: Ásia e América Latina.

3 A integração financeira de Ásia e América Latina: indicadores alternativos

O trabalho com ativos e passivos externos, principalmente das economias em desenvolvimento – para as quais a disponibilidade de dados comparáveis apresenta notórias dificuldades – ganhou um insumo formidável com a publicação do estudo e da base de dados de Lane & Milesi-Ferreti (2006) – que amplia (temporal e geograficamente) estimativas anteriores (LANE & MILESI-FERRETI, 2001) e traz informações anuais para 145 países no período 1970-2004.⁸ Em tal base, tomada aqui como fonte principal, os ativos e passivos externos estão divididos em quatro categorias: ações (*portfolio equity*); investimento direto; dívida, que agrupa títulos (*portfolio debt*) e as demais formas de empréstimos (registrados como *other investment*); e os derivativos financeiros. Além disso, no lado dos ativos, há a explicitação em separado das reservas (exclusive ouro).

Como o objetivo, no presente trabalho, é a definição de padrões de integração na época já definida como de globalização para as economias em foco (a partir de 1990), optou-se por trabalhar com as médias, tanto da somatória total de ativos e passivos, quanto dos demais indicadores calculados.⁹ Além da média dos 15 anos, examinou-se também os números relativos a dois sub-períodos: de 1990 a 1997, e de 1998 a 2004. O critério para esta separação foi o caráter de “divisor de águas” representado pelas crises financeiras e cambiais nos países emergentes, iniciadas justamente em 1997 no Leste Asiático. Assim, também compõe o perfil estrutural da inserção periférica na globalização o modo como as diferentes economias alteraram

8 Segundo informado no próprio trabalho, para uma parte das economias, os dados disponibilizados no *International Financial Statistics*, do FMI, na seção *International Investment Position*, são compatíveis com estas estimativas. Não é este o caso da maioria das economias emergentes, para as quais foi necessário recorrer a fontes complementares.

9 Outros trabalhos que utilizam a mesma base e os dados ano a ano, mostram uma forte ascensão ao longo do tempo da curva de integração financeira, medida pelo indicador tradicional. Tendência esta acelerada principalmente no início dos anos 1990 e que, quando se divide o universo entre economias industrializadas e em desenvolvimento, explicita a crescente divergência entre estes dois grupos de países. Ver, por exemplo Kose *et al.* (2006), Fig. 3, p. 65; e o próprio Lane & Milesi-Ferreti (2006), Fig. 3, p. 35.

(ou não) suas trajetórias após aqueles episódios.

Selecionou-se, das duas regiões, aquelas economias consideradas “emergentes” por órgãos como o *Institute of International Finance* e a revista *The Economist*: de um lado China, Índia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Coréia e Tailândia;¹⁰ e de outro Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru, Uruguai e Venezuela. Os cálculos são feitos por país – não se trabalha com médias ou somatórios regionais – e os PIBs (em dólares correntes) constam da própria base de dados original. Os dados relativos ao comércio exterior, utilizados em alguns dos indicadores alternativos, foram extraídos do *World Development Indicators* do Banco Mundial.

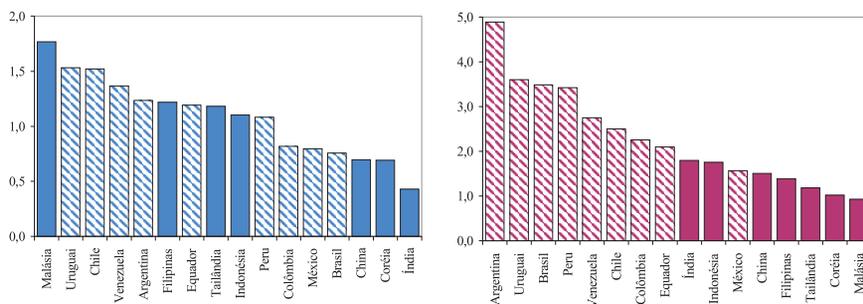
Na seqüência os índices são apresentados e têm seus resultados comentados, começando com a medida tradicional de integração, que é seguida por indicadores que ilustram o mesmo fenômeno por outros ângulos – e fornecem uma visão mais fiel dos padrões regionais distintos. Esta apresentação é feita aqui por meio de gráficos comparativos, e os dados completos estão detalhados no Anexo I.

Como já apontado, a forma usual de medir a integração financeira (por meio da somatória de ativos e passivos externos) é confrontá-la com o PIB. Para os países e períodos em tela, este cálculo mostra que não há diferenciação regional patente (Gráfico 1, figura esquerda). O critério que afinal se mostra mais apropriado é o do tamanho das economias: os cinco maiores PIBs da amostra (Brasil, Coréia, China, México e Índia) resultam nos cinco menores indicadores de integração. Em outras palavras, a conclusão de que “quanto maior, menos integrado”, descontada certa redundância (trata-se justamente de uma medida relativa ao PIB), parece pouco útil à tentativa de mensuração de uma estratégia ou perfil de inserção externa.

Por conta disso é que se faz necessário o uso de medidas alternativas. A primeira delas se preocupa explicitamente em identificar o que poderia ser chamado de “via preferencial” de inserção na economia globalizada, i.e., o peso da integração financeira em relação à comercial. Para tanto, calculou-se o indicador de integração tendo como denominador não o PIB todo de cada economia, mas apenas a parte comercializável internacionalmente dele: a soma de exportações e importações de bens e serviços não-fatores.

10 Hong Kong e Taiwan, duas economias emergentes cuja autonomia em relação à China é motivo de controvérsia em várias dimensões, foram excluídas da amostra por apresentarem indicadores absolutamente discrepantes do resto dos asiáticos selecionados, que explicitam (no primeiro mais do que no segundo caso) o caráter de praça financeira regional.

Gráfico 1. Integração financeira/PIB (esq.) e integração financeira/corrente de comércio (dir.), médias (1990-2004) por país



Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006); Banco Mundial, *World Development Indicators*.
Elaboração própria.

Assim justificado, o exame das médias da integração financeira sobre a corrente de comércio (Gráfico 1, figura direita) é capaz de revelar, com absoluta nitidez, a diferenciação regional, com o predomínio da via financeira entre os latino-americanos, como sugerido por alguns autores citados na introdução. Vale a pena enfatizar o ponto: se para um país como o Brasil a comparação dos ativos e passivos com o PIB revela um baixo grau de integração financeira (o quarto menor na amostra), quando a mesma soma é comparada com a corrente de comércio esta integração se mostra das mais elevadas. Como contraponto, a Malásia: a economia mais integrada pelo primeiro indicador é a menos integrada, pelo segundo – ou seja, a alta integração financeira vem acompanhada, ou sustentada, por um patamar também muito elevado de intercâmbio comercial.

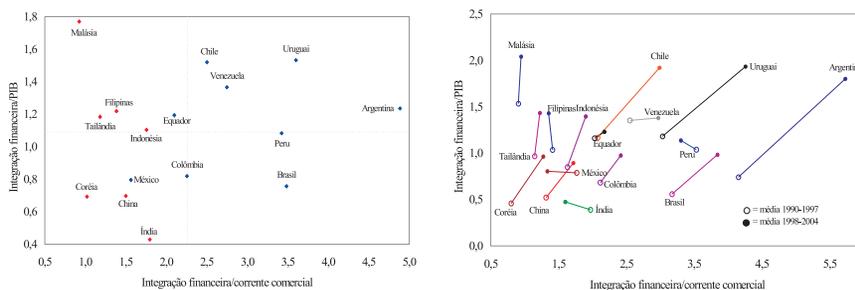
O confronto dos dois indicadores (figura esquerda do Gráfico 2) explicita ainda mais a diferença de perfis regionais. Todos os pontos localizados à direita da média (i.e., todos aqueles em que a integração financeira predomina de forma mais acentuada sobre a comercial) são da América do Sul. Entre os asiáticos, por outro lado, mesmo aqueles mais integrados financeiramente pelo critério convencional, sustentam volumes de intercâmbio comercial muito mais elevados.¹¹

Mas não se trata apenas da diferença entre as médias dos quinze anos encerrados em 2004: há grandes diferenças também quando se divide o período em duas fases, antes e depois de 1998 (o primeiro ano após a crise asiática). A evolução das médias nos dois períodos

11 Deste ponto em diante, o indicador tradicional sempre será utilizado como “controle” na apresentação gráfica.

(figura direita, Gráfico 2) ilustra alguns grandes aumentos (tanto em relação ao PIB quanto à corrente de comércio) na maioria dos sul-americanos; aumentos apenas em relação ao PIB (portanto, crescimento correspondente do fluxo comercial) em asiáticos como Malásia, Filipinas, Tailândia e Indonésia; e, enfim, retrações no segundo indicador para Índia e México. Este último destoa do padrão latino-americano, certamente por conta da elevação de seus números de exportações e importações após o início do NAFTA, em meados da década de 1990.

Gráfico 2. Integração financeira/PIB versus integração financeira/corrente de comércio, médias 1990-2004 (esq.); e médias 1990-97 e 1998-2004 (dir.)



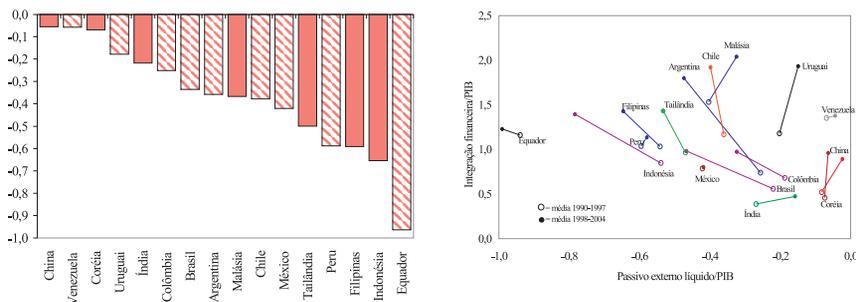
Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006); Banco Mundial, *World Development Indicators*. Elaboração própria.

Mas, além da constatação desta predominância da “via financeira” em relação à “via produtiva” na América Latina, com base nestes indicadores apresentados não é possível avançar na caracterização dos desdobramentos das opções estratégicas. Faz-se necessário, portanto, incorporar medidas relativas aos resultados das distintas opções.

A primeira e mais óbvia delas é a que utiliza, no numerador, não a soma de ativos e passivos, mas o resultado líquido entre eles: a posição externa líquida comparada com o PIB (Gráfico 3) expressa justamente o resultado dessa interação financeira com o resto do mundo. Nota-se aqui, novamente, a ausência de um padrão regional, tanto no que se refere à média do período como um todo (figura esquerda) quanto ao movimento antes e depois de 1998 (figura direita). Os números são sempre negativos, indicando predomínio dos passivos sobre os ativos em todos os casos; uma vez mais a dimensão do PIB parece ter alguma relevância; alguns dos asiáticos mais atingidos pela crise (Tailândia, Filipinas e Indonésia, tanto no que se refere à ampliação do passivo externo quanto à retração do PIB em dólares) apresentam-se em situação particularmente negativa; e enquanto alguns latino-americanos importantes como Brasil, Argentina e Colômbia pioram

muito após 1998, asiáticos como Malásia, Índia e China fazem o caminho contrário. Estes dois últimos, junto à Venezuela apoiada nas riquezas geradas pelo petróleo, aproximavam-se do equilíbrio na média 1998-2004.

Gráfico 3. Passivo externo líquido/PIB, médias 1990-2004 (esq.); e passivo externo líquido/PIB versus integração financeira/PIB, médias 1990-97 e 1998-2004 (dir.)



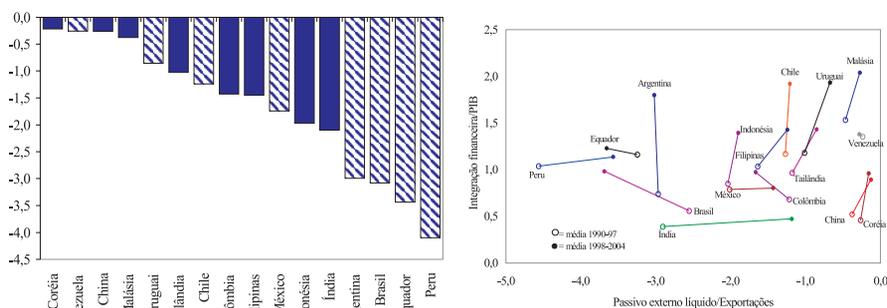
Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006). Elaboração própria.

Da mesma forma que a consideração da corrente de comércio, no indicador “bruto” de integração, ajudou a explicitar as diferenças regionais, formas mais detalhadas de avaliar o resultado líquido da integração também deixam clara a diferença de perfis. Na análise da situação externa de um país costuma-se fazer uso de indicadores que medem as relações entre fluxos e estoques, de maneiras complementares. De um lado, os indicadores de solvência procuram medir a capacidade do país, em um prazo mais longo de tempo, servir a dívida externa a partir da sua capacidade de geração de moeda forte: o indicador mais “rudimentar” desta capacidade seria o seu passivo externo líquido em relação às exportações. De outro lado, indicadores de liquidez procuram retratar a situação da economia para fazer frente, de forma imediata ou num curto espaço de tempo, aos seus compromissos no exterior: geralmente usa-se o passivo de curto prazo em relação às reservas. Com algumas adaptações, decorrentes da natureza dos dados disponíveis para comparação, é possível calcular algumas destas medidas.

Um primeiro indicador apresenta, no numerador, todo o passivo externo líquido já trabalhado acima e no denominador as exportações de bens e serviços não-fatores. Os resultados deste cálculo para os emergentes latino-americanos e asiáticos vão apresentados no Gráfico 4, que segue o mesmo padrão do anterior. Os números, agora com as exceções de Uruguai, Chile e Venezuela, são suficientes para afirmar que as condições de solvência nas principais economias

latino-americanas são bastante inferiores do que as asiáticas. Observe-se que, aqui, a posição relativa do México não é tão positiva quanto no cálculo em que é considerada corrente de comércio, voltando a compartilhar certas características negativas com os latino-americanos – o que indica que o aumento expressivo do total do intercâmbio de mercadorias pode não dar conta de todos os problemas, quando se baseia fortemente no crescimento das importações. Destaque-se, também, a trajetória excepcionalmente ruim experimentada pela economia brasileira, inferior ao padrão de sua região: apenas Equador e Colômbia também pioram sua situação enquanto todos os demais melhoram (de maneira muito expressiva na Índia e no próprio México, por exemplo) ou permanecem onde estão (caso da Argentina).

Gráfico 4. “Solvência 1”: Passivo externo líquido/expoções, médias 1990-2004 (esq.); e passivo externo líquido/expoções versus integração financeira/PIB, médias 1990-97 e 1998-2004 (dir.)

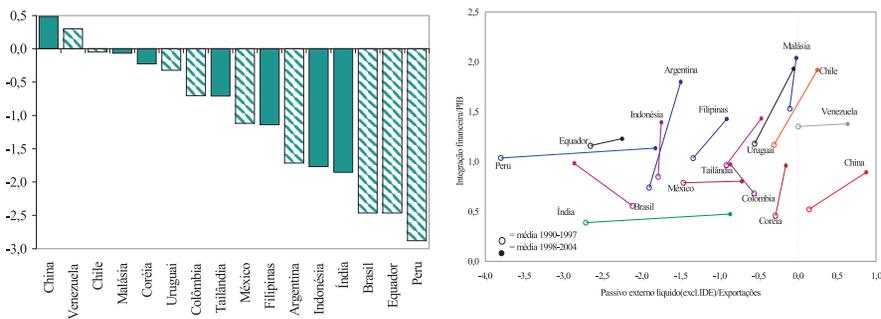


Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006); Banco Mundial, *World Development Indicators*. Elaboração própria.

Um cálculo alternativo para as condições de solvência pode ser feito com a exclusão, no numerador, dos estoques de investimento direto (Gráfico 5). De fato, há pouco sentido em incluir, tanto pelo lado dos ativos quanto dos passivos, uma categoria de investimento de natureza muito distinta daquelas que compõem o total da dívida externa. Na média do período de 15 anos (figura esquerda) China e Venezuela já apresentam valores positivos; e na média 1998-2004 (mostrada na figura direita) o Chile também passa para esse terreno – em meio a uma generalizada melhora, por parte de economias das duas regiões. Novamente, destaque-se que por este novo ângulo a situação do Brasil não melhora em termos relativos, ao contrário: na média do período como um todo – que mantém o contraste regional com as mesmas ressalvas – as condições de solvência do país são melhores apenas do

que as do Peru; e na comparação dos dois sub-períodos o retrocesso brasileiro só é acompanhado pelo verificado na Colômbia (enquanto o Peru mostra uma evolução favorável só similar à da Índia).

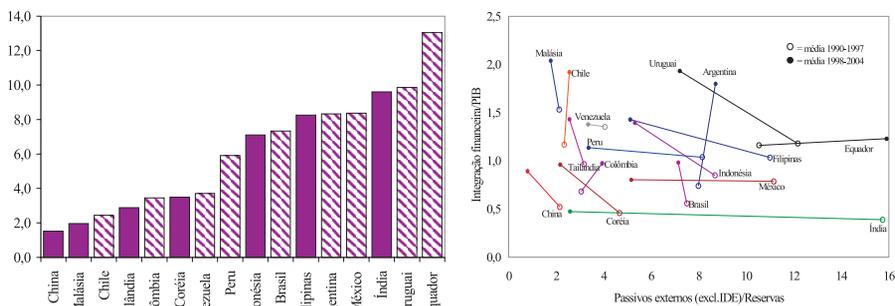
Gráfico 5. “Solvência 2”: Passivo externo líquido (excl. IDE)/exportações, médias 1990-2004 (esq.); e passivo externo líquido (excl. IDE)/exportações versus integração financeira/PIB, médias 1990-97 e 1998-2004 (dir.)



Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006) ; Banco Mundial, *World Development Indicators*. Elaboração própria.

Por fim, cabe analisar um indicador de liquidez – cujas limitações são, no entanto, mais sérias. Não é possível separar, na base de Lane & Milesi-Ferreti (2006), os compromissos de longo dos de curto prazo. Desta maneira, estão excluídos das médias mostradas no Gráfico 6 apenas os passivos de IDE. No denominador, as reservas internacionais de cada economia, como de praxe. Neste indicador, quanto maior o resultado, pior a situação do país e, na comparação das médias, o movimento virtuoso é para a esquerda, não para a direita.

Gráfico 6. “Liquidez”: Passivos externos (excl. IDE)/reservas, médias 1990-2004 (esq.); e passivos externos (excl. IDE)/reservas versus integração financeira/PIB, médias 1990-97 e 1998-2004 (dir.)



Fonte: Lane & Milesi-Ferreti (2006). Elaboração própria.

Em termos regionais e no período longo, as maiores economias latino-americanas estão, nitidamente, na parte menos nobre da figura, longe dos valores apresentados por China e Coréia – mas superiores à média apresentada pela Índia. No entanto, a evolução da situação desta última economia antes e depois de 1998 é impressionante, saindo das últimas posições em direção às primeiras. Este contraste entre períodos mostra que apenas Equador, Chile e Argentina pioraram suas condições de liquidez – e ainda assim no caso destes dois últimos, de maneira insignificante. A ligeira melhora verificada pelo Brasil neste indicador, portanto, também não se destaca no conjunto.

4 Considerações finais

O caminho percorrido neste artigo foi, em síntese, o seguinte: partiu-se de um fato estilizado (a grande divergência de desempenho entre as economias da Ásia e da América Latina durante o período da “globalização”) e identificou-se uma linha de explicação para este fenômeno que parece a mais correta e coerente com um posicionamento crítico sobre a atual configuração do sistema monetário e financeiro internacional: as opções contrastantes em termos de reformas liberalizantes, particularmente no que se refere à abertura financeira. Como tentativa de contribuição para esta interpretação, procurou-se construir e apresentar um conjunto de indicadores a partir dos dados de ativos e passivos externos que parecem corroborar a posição teórica resumida inicialmente.

Ou seja, a conclusão é a de que os resultados encontrados permitem identificar claramente dois padrões distintos de relacionamento financeiro com o exterior, ao longo do período histórico estudado. Acima das exceções de ambos os lados (que não se repetem para todos os indicadores), a inserção financeira da Ásia se mostra muito mais virtuosa do que a da América Latina. Em termos mais precisos, se a integração financeira em relação ao PIB não distingue de maneira adequada a situação das duas regiões, a comparação desta integração com a corrente comercial permite visualizar de maneira muito nítida o predomínio da “via produtiva” entre os asiáticos. Em relação aos resultados líquidos das interações com o exterior, e à interação destes com os estoques, a inferioridade da posição latino-americana salta aos olhos: trata-se, pelo menos no período englobado pelos números utilizados, de posições externas líquidas e de indicadores de solvência e liquidez bastante inferiores, ainda mais por conta da deterioração expressiva pós-1998.

Porém, evidentemente, o quadro geral que surge destes indicadores precisa ser apreciado com uma série de ressalvas. A principal delas se refere à cobertura temporal dos dados disponíveis. Sabe-se que o período recente não englobado pelas estimativas de Lane & Milesi-Ferreti (2006) apresenta uma série de novidades muito positivas em relação às condições econômicas dos países em desenvolvimento.¹² Para a América Latina em especial, o que Ocampo (2007) qualificou de *bonanza* econômica oriunda do setor externo – a combinação de preços favoráveis de matérias-primas e excepcionais condições de financiamento externo – se traduziu em superávits em conta corrente, acumulação de reservas internacionais e melhoras nas medidas tradicionais de vulnerabilidade. Logo, a existência de informações comparáveis apenas até 2004 pode retratar um quadro de inferioridade latino-americana que já se modificou. O que, por outro lado, é menos grave quando se leva em conta que o interesse deste trabalho não é conjuntural, mas sim a identificação de um padrão estrutural de inserção. Desta maneira, a observação dos dados mais recentes, à luz do exposto aqui, pode ajudar a iluminar o atual distanciamento (ou não) deste padrão.

Outra limitação se refere ao detalhamento dos dados disponíveis. Particularmente para o cálculo do indicador de liquidez, a falta de diferenciação entre passivos de curto e longo prazos prejudica a construção de medidas mais refinadas. Esta certamente seria uma área a ser desenvolvida em trabalhos futuros, assim como um detalhamento do indicador de “via preferencial” de integração externa. Usar, no denominador, a corrente de comércio de bens e serviços não fatores já se revelou um grande progresso em relação ao índice tradicional (ativos + passivos)/PIB. Mas parece haver espaço para aprimoramentos adicionais, como o uso do saldo além da soma de exportações e importações, ou a divisão destas trocas comerciais por níveis de intensidade tecnológica – o que introduziria de maneira mais explícita na discussão outra dimensão destacada pela literatura, referente à especialização produtiva distinta entre Ásia e América Latina.

Enfim, surgem algumas possibilidades de continuidade dos esforços aqui apresentados, sempre na direção de explicitar, quantitativamente, as diferenças acumuladas no tempo entre os padrões distintos de inserção destas duas regiões na globalização, que decorrem

12 Em contato através de correio eletrônico, os autores da base de dados original esclarecem que há um trabalho de atualização das estimativas, mas estas ainda não são públicas devido às várias revisões que os números sofrem. Também fica claro que, como já afirmado, e particularmente para as economias em foco, não é possível utilizar, como substitutos, as informações disponíveis na seção *International Investment Position* das *International Financial Statistics* do FMI.

de suas opções estratégicas de política. Apesar das limitações comentadas, entende-se que, tomados de maneira complementar, estes indicadores ajudam a deixar mais claras estas diferenças. O que sempre é relevante, ainda mais em situações (como parece ser o caso atual) nas quais o mundo em desenvolvimento é tratado por alguns analistas e investidores – para o bem e para o mal – como um bloco homogêneo.

Referências Bibliográficas

- AKIN, Ç.; KOSE, M. A. Changing Nature of North-South Linkages: Stylized Facts and Explanations. *IMF Working Paper 07/280*, 2007.
- BAELE, L.; FERRANDO, A.; HÖRDAHL, P.; KRYLOVA, E.; MONNET, C. Measuring European financial integration. *Oxford Review of Economic Policy*. v. 20, n. 4, p. 509-530, 2004.
- BALTZER, M.; CAPPIELLO, L.; DE SANTIS, R.; MANGANELLI, S. Measuring financial integration in new EU member states. *ECB Occasional Papers Series n. 81*. Frankfurt: European Central Bank, 2008.
- BIANCARELI, A. M. A globalização financeira e os países em desenvolvimento: em busca de uma visão crítica. Artigo apresentado no *I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*. Campinas, SP, abril de 2008.
- CARNEIRO, R. Globalização e integração periférica. *Texto para Discussão 126*. Campinas: IE-Unicamp, 2007.
- DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. An essay on the revived Bretton Woods System. *NBER Working Papers 9971*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2003.
- EDISON, H. J.; LEVINE, R.; RICCI, L.; SLØK, T. International financial integration and economic growth. *Journal of International Money and Finance*, v. 21, n. 6, p. 749-776, 2002.
- EICHENGREEN, B. Capital account liberalization: what do cross-country studies tell us? *World Bank Economic Review*, v. 15, n. 3, p. 341-365, 2001.
- FELDSTEIN, M.; HORIOKA, C. Domestic saving and international capital flows. *Economic Journal* 90 (June), p. 314-329, 1980.
- FISCHER, S. Capital-account liberalization and the role of IMF. *Essays in International Finance* 207. Princeton: Princeton University Press, p. 1-10, 1998.
- IMF. Decoupling the train? Spillovers and cycles in the global economy. *World Economic Outlook, April*. Washington: IMF, 2007.
- _____. Global prospects and policies. *World Economic Outlook, April*. Washington: IMF, 2008.
- JOMO, K. S. Growth after the asian crisis: what remains of the East Asian model? *G-24 Discussion Paper Series 10*. New York and Geneva: UNCTAD, 2001.
- KOSE, M. A.; PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S. Financial globalization: a reappraisal. *IMF Working Paper 06/089*, 2006.
- LANE, P. R.; MILESI-FERRETTI, G. M. The external wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries. *Journal of International Economics*, v. 55, p. 263-294, 2001.

- _____. The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004. *IMF Working Paper* 06/069, 2006.
- MACEDO E SILVA, A. C. Convergência e desigualdade na economia global. *Texto para Discussão* 134. Campinas: IE-Unicamp, 2007.
- MEDEIROS, C. Globalização e inserção diferenciada da Ásia e da América Latina. In: TAVARES, M. C.; FIORI, J. L. (org.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Vozes, 1997.
- MINIANE, J. A new set of measures on capital account restrictions. *IMF Staff Papers*, v. 50, n. 2, p. 276-308, 2004.
- OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. M. *Global capital markets: integration, crisis, and growth*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.
- OCAMPO, J. A. International asymmetries and the design of the international financial system. *Series Temas de Coyuntura*, n. 15, Santiago: Cepal, 2001.
- _____. La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana. *Revista de la Cepal* 93, p. 7-29, 2007.
- PALMA, G. Gansos voadores e patos vulneráveis: a diferença da liderança do Japão e dos Estados Unidos no desenvolvimento do Sudeste Asiático e da América Latina. In: Fiori, J. L. (org.). *O poder americano*. Petrópolis: Vozes, 2004.
- PRASAD, E.; ROGOFF, K.; WEI, S.; KOSE, M. A. Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence. *IMF Occasional Paper* 220, 2003.
- PRATES, D. M. As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *Revista de Economia Contemporânea*, v. 9, n. 2, p. 263-288, 2005.
- QUINN, D. The correlates of change in international financial regulation. *American Political Science Review*, v. 91, n. 3, p. 531-551, 1997.
- RODRIG, D. Who needs capital-account convertibility? *Essays in International Finance* 207. Princeton: Princeton University Press, p. 55-65, 1998.
- STIGLITZ, J. Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development*, v. 28, n. 6, p. 1075-1086, 2000.
- UNCTAD. *Trade and development report – capital accumulation, growth and structural change*. New York and Geneva: UNCTAD, 2003.
- WILSON, D.; PURUSHOTHAMAN, R. Dreaming with BRICs: the path to 2050. *Goldman Sachs Global Economic Papers* 99, 2003.

Anexo I. Indicadores de integração financeira, médias por período

	Integração financeira/PIB		Integração financeira/Corrente comercial		Passivo Externo Líquido /PIB		"Solvência1": Líquido/Exportações Externo		"Solvência2": Passivo Externo Líquido (excluíde)/Exportações		"Liquidez": Passivo Externo (excluíde)/Res	
	1990-04	90-97	1990-04	90-97	1990-04	90-97	1990-04	90-97	1990-04	90-97	1990-04	90-97
Argentina	1,23	0,74	4,89	4,15	-0,36	-0,26	-3,99	-2,97	-1,71	-1,90	8,32	7,99
Brasil	0,76	0,56	3,49	3,17	-0,34	-0,22	-3,08	-2,55	-2,46	-2,12	7,33	7,49
Chile	1,52	1,17	2,50	2,08	-0,38	-0,36	-1,24	-1,27	-0,05	-0,31	2,44	2,34
Colômbia	0,82	0,68	2,25	2,11	-0,25	-0,19	-1,43	-1,22	-0,70	-0,56	3,46	3,05
Ecuador	1,19	1,16	2,10	2,03	-0,96	-0,94	-3,44	-3,25	-2,47	-2,66	13,04	10,53
México	0,79	0,79	1,56	1,77	-0,42	-0,42	-1,74	-2,01	-1,12	-1,47	8,36	11,16
Peru	1,08	1,04	3,42	3,53	-0,59	-0,60	-4,10	-4,56	-2,88	-3,80	5,91	8,15
Uruguay	1,53	1,18	3,60	3,03	-0,18	-0,20	-0,86	-1,01	-0,32	-0,56	9,85	12,17
Venezuela	1,37	1,35	2,75	2,55	-0,06	-0,07	-0,26	-0,24	0,30	0,01	3,71	4,04
China	0,70	0,52	1,50	1,31	-0,05	-0,08	-0,21	-0,38	0,48	0,14	1,52	2,15
Coreia	0,69	0,46	1,02	0,80	-0,07	-0,07	-0,26	-0,26	-0,22	-0,29	3,50	4,66
Filipinas	1,22	1,03	1,38	1,41	-0,59	-0,54	-1,45	-1,64	-1,14	-1,34	8,25	11,00
Índia	0,43	0,39	1,80	1,97	-0,22	-0,27	-2,10	-2,90	-1,18	-1,85	9,60	15,74
Indonésia	1,10	0,85	1,40	1,76	-0,65	-0,54	-1,97	-2,04	-1,90	-1,79	7,11	8,68
Malásia	1,77	1,53	0,93	0,91	-0,37	-0,40	-0,38	-0,47	-0,07	-0,10	1,96	2,12
Taiilândia	1,18	0,97	1,18	1,15	-0,50	-0,47	-1,03	-1,18	-0,71	-0,92	2,88	3,17

Bolhas e Crises Financeiras: o crescimento fragilizado da economia norte-americana a partir da década de 90*

Tiago Ferreira**

Resumo: O presente trabalho procura estudar certos aspectos relacionados às flutuações da economia norte-americana nas últimas duas décadas, caracterizadas por duas fases de crescimento contínuo seguidos de crises financeiras. Nessas fases, as principais forças expansionistas foram desequilíbrios financeiros que fomentaram a criação de bolhas de ativos. Busca-se também nesse trabalho apontar bases teóricas, derivadas das proposições do economista Hyman Minsky, para a interpretação desse processo e examinar a dinâmica desses desequilíbrios, em especial seus determinantes.

Palavras-Chave: Economia Norte-Americana, Crises Financeiras, Bolhas Especulativas.

Abstract: This paper aims to study certain aspects of the business cycles of the U.S economy on the last two decades. During this period, there were two long phases of continuous growth followed by financial crisis. The major expansionary forces were financial unbalances that generated asset bubbles. To accomplish that, this work presents the Minskyan theoretical bases as a guide to the analysis of the dynamics of these unbalances, especially its determinants.

Keywords: U.S. Economy, Financial Crisis, Assets Bubbles.

JEL Classification: E12; E32; O11; O40.

1 Introdução

A economia norte-americana apresentou nas últimas duas décadas dois ciclos com crescimentos longos, abortados por crises financeiras que exigiram intervenções nos mercados a fim de se evitar o agravamento das recessões. Em comum, às duas etapas, o gasto privado como a principal força motriz da economia. Esses gastos foram alimentados por fortes desequilíbrios nas estruturas financeiras. Na

* O autor agradece os comentários realizados por ocasião do I Encontro Internacional da Sociedade Brasileira de Economia Keynesiana, especialmente as observações de Gilberto Tadeu Lima. Eventuais falhas remanescentes são de responsabilidade do autor.

** Economista do BNDES e pós-graduando em economia pelo IPE/FEA/USP. E-mail: tiagotf@usp.br