

FLUXOS DE CAPITAL NO BRASIL PÓS-PLANO REAL

CAPITAL FLOWS IN BRAZIL AFTER PLANO REAL

Horst Dieter Möller

UFRPE

Antônio André Cunha Callado

UFRPE

RESUMO

O trabalho focaliza os fluxos de capital no Brasil pós-Plano Real sob os problemas da globalização financeira para mercados emergentes. A volatilidade dos fluxos de capital no Brasil sob crises cambiais e bancárias em mercados emergentes, começando com a crise mexicana em 1994/95, é analisada sob as perspectivas de ocorrências de reversões expressivas em tempos de crise e da influência das reversões sobre a eclosão das crises no Brasil. A análise econométrica mostra que a volatilidade dos fluxos de capital é diferente em seus segmentos, maior no segmento dos outros investimentos e nos investimentos em carteira do que nos investimentos diretos. Houve também reversões significativas em todos os segmentos em consequência das crises. Nesse sentido, os fluxos de capital trazem, em geral, benefícios para a economia nacional, mas podem também piorar expressivamente a situação econômica do país em tempos de crise.

ABSTRACT

The central problem of this article is the role of capital flows in Brazil after the successful Real Plan for disinflation in the light of exchange rate and banking crises in emerging markets following the financial liberalization and globalization in the 90s. The volatility of capital flows for the Brazilian economy in the Mexican crises of 1994/95, the Asian crisis in 1997, the crises of Russia and Brazil in 1998 and the crises of Argentina and Turkey in 2001/02 is analyzed under the perspectives if there were reversions of capital flows in the different segments of the capital account in the crises and if volatility and reversions are responsible for the crises in Brazil. The econometric analysis shows that the volatility is more expressive in the segment of other investments, followed by the portfolio investment and direct investment. There are significant reversions of capital flows in times of crises.

PALAVRAS-CHAVE

Finanças internacionais; Conta capital; Crises cambiais; Mercados emergentes; Globalização financeira.

KEYWORDS

International Finance; Capital account; Exchange rate crises; Emergent markets; Financial globalization.

A IMPORTÂNCIA DOS FLUXOS DE CAPITAL NO BRASIL PÓS-PLANO REAL

A década de 90 foi caracterizada por grandes turbulências nos mercados cambiais e graves crises cambiais e bancárias, especialmente nos mercados emergentes. Uma contextualização para essa instabilidade econômica é a liberalização dos mercados de capitais, que começou em muitos mercados emergentes no fim da década de 80, seguindo o Consenso de Washington. A liberalização dos mercados financeiros foi acompanhada de um aumento dos fluxos de capital para muitos mercados emergentes e um aumento expressivo da volatilidade dos fluxos de capital. Depois da crise do sistema monetário europeu (SME) em 1992/93, que forçou a saída do Reino Unido e da Itália, o sistema alargou expressivamente suas bandas cambiais. Com a crise do México no fim de 1994, as crises cambiais e bancárias começam a afetar especialmente os mercados emergentes, como Tailândia, Indonésia, Malásia e Coréia do Sul (1997), Rússia (1998), Brasil (1998/99) e

Turquia e Argentina (2001), causando recessões severas, aumento da pobreza e, parcialmente, crises políticas e sociais (houve quedas percentuais do PIB de dois dígitos na Indonésia em 1998 e na Argentina em 2002), enquanto o Brasil saiu relativamente bem da crise em 1998/99 com um ligeiro crescimento positivo do PIB em 1999.

O objetivo deste trabalho é analisar o papel dos fluxos de capital no Brasil no período pós-Plano Real em seus diferentes segmentos, como o Gráfico 1 mostra, com foco na crise cambial de 1998/99 e nas turbulências do mercado cambial em 2002. O influxo maciço de capitais nos primeiros anos depois do Plano Real possibilitou o financiamento de déficits crescentes nas transações correntes e levou em 1994/1995 a uma valorização do câmbio nominal, bem como a uma valorização real da moeda – considerando uma inflação residual ainda mais elevada no Brasil do que na maioria dos parceiros comerciais. A sobrevalorização do real foi, provavelmente, uma das causas da crise cambial de 1998/99.

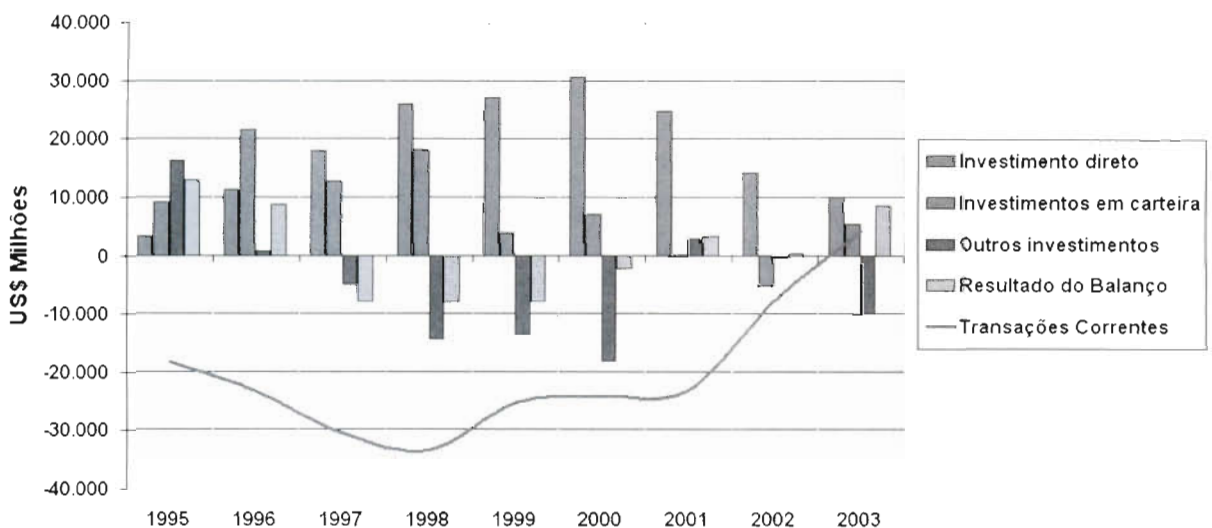


Gráfico 1 – Segmentos da conta capital e financeira, resultado do balanço de pagamentos, transações correntes, Brasil 1995–2003
Fonte: Banco Central do Brasil

Depois da bem-sucedida desinflação através do Plano Real em 1994, acompanhada de políticas de abertura da economia para os mercados globais, da estabilização macroeconômica, da privatização de empresas estatais e da desregulamentação crescente de mercados, entre eles os financeiros, a crescente entrada de capitais estrangeiros no Brasil tinha funções importantes. Atraídos por taxas de juros elevadas e possibilidades de investimento real e financeiro, especialmente com a privatização de empresas estatais, os fluxos de capital, nos segmentos de investimentos diretos, investimentos em carteira e outros investimentos, tinham a função de financiar os déficits crescentes nas transações correntes e estimular a atividade econômica brasileira.

As conseqüências da entrada crescente de capitais e da inflação residual ainda mais elevada do que a dos parceiros comerciais nos países industriais ricos foram a sobrevalorização do real, acompanhada de crescentes déficits na balança comercial, e um crescimento da base monetária, menor do que em outros mercados emergentes, porque as entradas de capital foram parcialmente esterilizadas (PALMA, 2003, p. 352/363). A esterilização parcial dos influxos de capital tinha o objetivo de evitar o destino mexicano da crise do fim de 1994, onde ondas de entrada de capital, parcialmente capital especulativo, levaram a bolhas especulativas nos mercados financeiros mexicanos com uma taxa de câmbio administrada sobrevalorizada. A quebra dessa bolha, o déficit crescente nas transações correntes e a fuga de capitais levaram a perdas insustentáveis de reservas internacionais do Banco Central mexicano, tendo como conseqüência o abandono do regime de câmbio administrado em favor de um regime de câmbio flutuante. Apesar do rápido pacote de resgate – cerca de 50 bilhões de dólares (SANTISO, 2003, p. 164) – das instituições financeiras internacionais (FMI, Banco Mundial, etc.) e dos países industriais ricos, o México entrou em profunda

recessão e sofreu uma crise do sistema bancário. Embora tenha havido uma rápida recuperação da atividade econômica a partir de 1996 (SANTISO, 2003, p. 170), algumas conseqüências da crise mexicana, como o aumento do desemprego, a queda dos salários reais e o aumento da pobreza, não foram passageiras.

CRISES CAMBIAIS E BANCÁRIAS SOB LIBERALIZAÇÃO E GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

A década de 90 e os primeiros anos do novo século mostraram um número elevado de mercados emergentes afetados por crises cambiais e bancárias: México em 1994, Tailândia, Malásia, Indonésia e Coréia do Sul em 1997, Rússia em 1998, Brasil em 1998/1999 e Argentina e Turquia em 2001. As causas das crises fazem parte de uma discussão acadêmica e política controversa. Palma (2003) mostra diferentes tipos de crise cambial, bancária e econômica em mercados emergentes desde a crise do México em 1994/95. Explicações das crises são: a crescente interdependência das economias nacionais num mundo globalizado, a liberalização das transações comerciais e dos mercados nacionais de capitais, a tendência de sobrevalorização da taxa de câmbio depois da estabilização macroeconômica, desequilíbrios fiscais que destroem a confiança dos atores nos mercados financeiros internacionais e aumentam a probabilidade de um ataque especulativo contra a moeda nacional, influxos maciços de capital acompanhados de uma bolha especulativa nos mercados financeiros, que acabam numa fuga de capitais quando a insustentabilidade das políticas torna-se aparente, e crises bancárias por causa de crescentes falências de tomadores de empréstimos depois da quebra da bolha especulativa. A Figura 1 mostra um esquema para explicar a emergência de uma crise cambial e bancária nos mercados emergentes (BEIM; CALOMIRIS, 2001, p. 294).

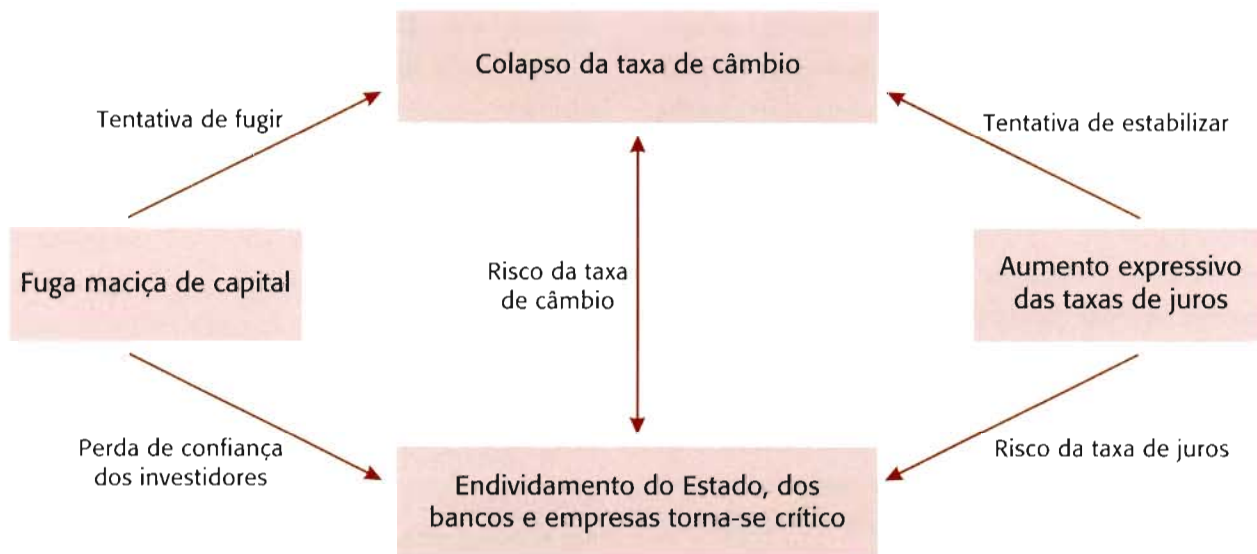


Figura 1 – Anatomia de uma crise cambial e bancária num mercado emergente

Fonte: BEIM/CALOMIRIS, 2001, p. 294.

FLUXOS DE CAPITAL E CRISES CAMBIAIS E BANCÁRIAS

Beim e Calomiris (2001, p. 298) enfatizam que grandes influxos de capital parecem antecipar uma crise cambial e bancária. Sobre a alocação internacional dos investimentos diretos e dos investimentos em carteira, Santiso (2001, p. 52) afirma que

According to the IMF, the largest users of FDI have been on average, for the period of 1970-2000, China (with more than 33 percent of all FDI flows to emerging countries), Brazil (11 percent) and Mexico (10 percent). Portfolio flows have also been heavily concentrated in a few countries with Brazil (20 percent of the total), Mexico (16 percent), Korea and Argentina (14 percent) receiving the bulk of portfolio investments during the last 30 years of the twentieth century. (...) Another major issue, within the composition of private capital flows, has been the declining trend of bank lending.

A entrada de capitais pode causar uma expansão do crédito interno, gerando uma bolha

especulativa nos mercados financeiros e imobiliários (exemplo: Tailândia). A quebra da bolha especulativa causa uma fuga de capitais, iniciando uma crise cambial e bancária, porque empresas e bancos são altamente endividados em moeda estrangeira. No Brasil não houve uma expansão do crédito, porque parte dos ingressos de capital estrangeiro foi esterilizada, mas houve uma sobrevalorização do real como consequência da entrada de capitais e da existência de uma inflação residual ainda maior do que nos países industrializados ricos. Enquanto a sobrevalorização do real foi discutida de forma controversa, o aumento do déficit na balança comercial e nas transações correntes foi um sinal da sobrevalorização. A esterilização e a defesa da taxa de câmbio sobrevalorizada em 1998 levaram a um aumento expressivo da dívida pública e da taxa de juros Selic, aumentando a preocupação dos atores nos mercados financeiros de que a taxa de câmbio sobrevalorizada e a dívida pública poderiam tornar-se insustentáveis.

A crise cambial de 1998/1999 não se tomou uma crise bancária e industrial, porque o sistema bancário brasileiro foi fortalecido pelo programa Proer nos

anos anteriores para resolver problemas relacionados com a transição para um ambiente macroeconômico com inflação baixa. Mas a esterilização parcial dos influxos de capital e as taxas elevadas de juros Selic, acompanhadas de uma política fiscal frouxa, tornavam a dívida pública total o alvo das preocupações dos atores nos mercados financeiros.

O Gráfico 2 mostra os fluxos líquidos mensais de capitais nos diferentes segmentos e o estoque de reservas internacionais, com perdas de reservas de cerca de 11 bilhões de dólares depois da crise asiática de setembro até novembro de 1997 (com a estabilização e o influxo de novos capitais, grande parte de curto prazo, as reservas novamente aumentaram para o máximo de US\$ 74 bilhões em abril de 1998). De maio de 1998 até novembro de 1998 a perda acumulada de reservas internacionais chegou a cerca de US\$ 33 bilhões (com aproximadamente US\$ 21 bilhões somente em setembro de 1998, no auge da crise russa). Em dezembro, quando chegou a primeira parte do pacote de resgate de US\$ 41,5 bilhões das instituições financeiras internacionais e dos países industrializados ricos para o Brasil, houve uma pequena recuperação das reservas internacionais, mas, de

janeiro a março de 1999, houve novamente uma perda de cerca de US\$ 10 bilhões, depois da declaração do governador de Minas Gerais, Itamar Franco, de que suspenderia os pagamentos dos débitos estaduais ao governo federal, o que desencadeou uma fuga de capitais.

Com a turbulência no mercado cambial e nos mercados secundários da dívida externa brasileira (com aumento expressivo dos *spreads* sobre títulos do tesouro norte-americano) no período pré-eleitoral em 2002, não houve perdas significativas de reservas porque, em janeiro de 1999, o regime cambial mudou para um regime de câmbio flutuante com poucas intervenções do Banco Central do Brasil no mercado cambial. Começando em 2001, houve também uma melhora contínua das transações correntes, o que levou a uma necessidade menor de influxos de capital para financiar o déficit em transações correntes. Grande parte dos influxos de capital no segmento de investimento direto nos primeiros anos pós-Plano Real foi direcionada ao processo de privatização de empresas estatais, que diminuiu de 2000 em diante, o que resultou também em entradas menores de investimento direto.

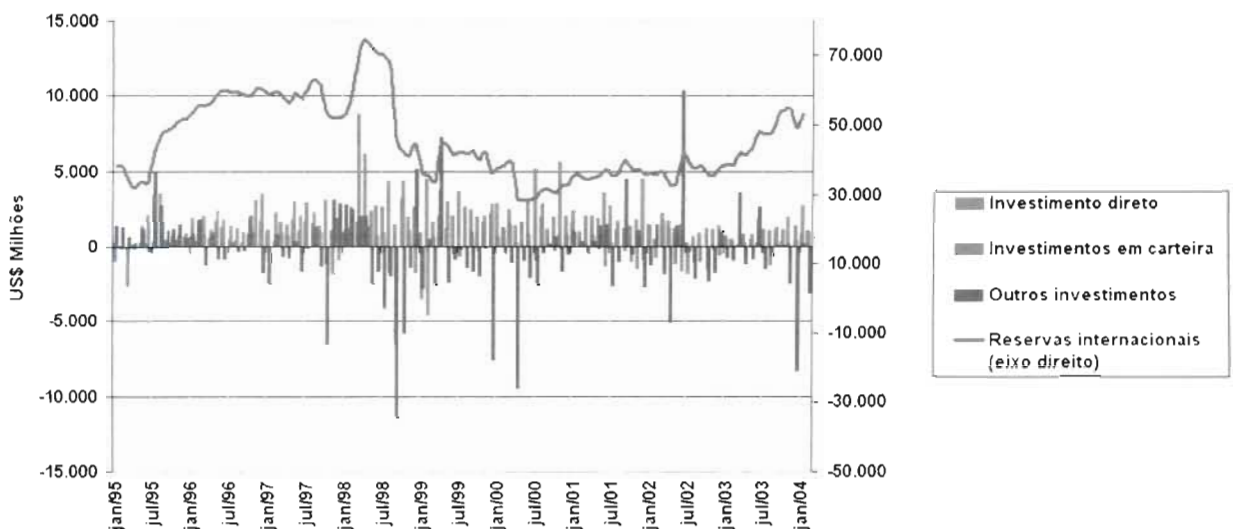


Gráfico 2 – Fluxos mensais de capital (segmentos) e reservas internacionais

Fonte: Banco Central do Brasil

SOBREVALORIZAÇÃO DO REAL E A CRISE CAMBIAL DE 1998/1999

A sobrevalorização do real foi alvo de discussão acadêmica e política desde os primeiros anos pós-Plano Real. A entrada expressiva de capitais no período deixou a taxa de câmbio R\$/US\$ se apreciar. Em 1995, depois da crise do México e de seus efeitos sobre a América Latina (efeito Tequila), o Brasil mudou para um regime de câmbio administrado com bandas, desvalorizando ligeiramente a taxa de câmbio para garantir a competitividade dos bens brasileiros até alcançar, em janeiro de 1999, antes da mudança do regime cambial, uma taxa de câmbio de 1,22 R\$/US\$. Com o sucesso do Plano Real, a inflação no Brasil ficou controlada, mas ainda maior do que nos seus parceiros comerciais nos Estados Unidos, Japão e Europa, o que também causou a sobrevalorização do real.

A teoria da paridade do poder de compra (PPC) prevê que a taxa nominal de câmbio se ajuste em reflexo a diferentes taxas de inflação nos países. Mas a teoria econômica também prevê que, a curto prazo e com a movimentação de capitais controlada, a paridade do poder de compra não pode se verificar. A curto prazo, diferenças nas taxas de juros nacionais e internacionais podem influenciar os fluxos de capital e sustentar a sobrevalorização da moeda nacional para um certo período. Na discussão científica, geralmente aceita-se que a teoria PPC se verifica a longo prazo, mas empiricamente existem problemas para corroborá-la. A hipótese de que uma componente importante para a eclosão da crise cambial brasileira de 1998/99 foi a sobrevalorização do real pode ser analisada testando-se a validade da teoria PPC para o Brasil pós-Plano Real. Uma análise de co-integração pode ser usada para testar a hipótese da validade de PPC (BROOKS, 2002, p. 409; PATTERSON, 2000, p. 559). A taxa real de câmbio pode ser definida como

$$\varepsilon_t = \frac{e_t p_t^*}{p_t}$$

onde ε é a taxa real de câmbio, e a taxa nominal de câmbio e p^* e p são os índices de preços (IPA) estrangeiros e domésticos. O teste ADF (Augmented Dickey Fuller) mostra que as variáveis, taxa nominal de câmbio (R\$/US\$) e o quociente dos índices de preços estrangeiros (EUA) e domésticos (Brasil) em logaritmos são integradas I(1). O teste mostra também que a taxa real de câmbio é I(1), enquanto estacionária, segundo a teoria econômica. Quando a teoria PPC pode ser corroborada a longo prazo, há uma tendência comum entre o logaritmo da taxa nominal de câmbio e o logaritmo do quociente dos índices de preços. O teste de Johansen mostra uma co-integração entre essas variáveis (Quadro 1).

O teste de Johansen mostra que a teoria PPC pode ser corroborada, enquanto não em sua forma estrita (nesse caso o coeficiente de LOG quociente IPA's deve ser -1 e a constante 0). O teste mostra que a sobrevalorização do real pós-Plano Real poderia ser uma explicação importante para a crise cambial de 1998/99, que forçou, de certa forma, um ajuste da taxa real de câmbio.

Com a crise asiática em 1997, o cenário favorável da política econômica do governo brasileiro começou a mudar, assim como a confiança dos investidores internacionais, especialmente dos institucionais (empresas financeiras não bancárias) e dos bancos internacionais. O governo brasileiro aumentou a taxa Selic a fim de garantir um influxo de capitais necessário para financiar o déficit nas transações correntes, mas insistiu na política cambial do regime de câmbio administrado. Como mostra o Gráfico 2, atraído pela taxa de juros elevada, houve um aumento expressivo das reservas, parcialmente devido à entrada de capital especulativo de curto prazo. Com a crise cambial e econômica da Rússia, que começou em agosto de 1998 e se acirrou com o default sobre parte de sua dívida interna, a vulnerabilidade externa da economia brasileira aumentou (BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL - Relatório 1998, p. 144), porque investidores institucionais internacionais retiraram investimentos financeiros no Brasil para cobrir perdas na Rússia.

Quadro 1 - Teste de co-integração de Johansen

Amostra: 1995:01 2004:01				
Pressuposto do teste: nenhuma tendência determinista nos dados				
Séries temporais: logaritmo taxa de câmbio e logaritmo quociente IPAs				
Intervalo das defasagens: 1 até 4				
Eigenvalor	Razão verossimilhança	Valor crítico 0,05	Valor crítico 0,01	Número CE(s) hipotético
0.157450 0.029694	20.95238 3.134927	19.96 9.24	24.60 12.97	Nenhuma * No máximo 1
*(**) denota rejeição da hipótese ao nível de significância 0,05 (0,01)				
O teste da razão verossimilhança indica 1 equação de co-integração no nível de significância de 0,05				
Os coeficientes normalizados da equação de co-integração				
LOG taxa de câmbio	LOG quociente IPA's	C		
1.000000	-1.201110	0.198960 (0.07807)		

Num regime de câmbio administrado, o Banco Central do Brasil foi obrigado a vender moeda estrangeira para defender a taxa de câmbio nominal.

O Gráfico 3 mostra o dilema da política econômica brasileira em 1998. A taxa elevada de juros Selic para defender a taxa de câmbio e evitar uma fuga maior de capital prejudicou a atividade econômica interna e tornou o problema

da dívida do setor público ainda mais expressivo. A perda de reservas enfraqueceu ainda mais a confiança dos atores nos mercados financeiros sobre a viabilidade da defesa da taxa de câmbio e a sustentabilidade da dívida pública. A taxa sobrevalorizada de câmbio levou à necessidade de entradas líquidas de capital para financiar o déficit crescente em transações correntes.

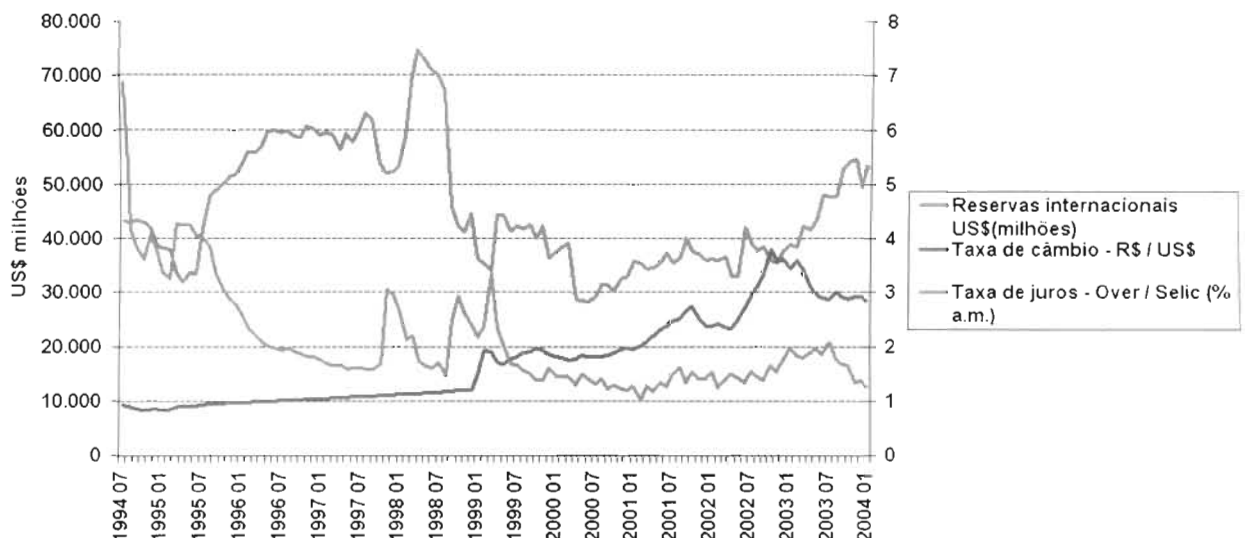


Gráfico 3 - Reservas internacionais, taxa de juros Selic, taxa de câmbio R\$/US\$, Brasil 1994-2004

Fonte: Ipeadata

A perda de confiança dos atores nos mercados financeiros levou a saídas de capital. O Banco Central, sob regime de câmbio administrado, precisou vender moeda estrangeira para defender a taxa de câmbio, o que levou a perdas maciças de reservas internacionais, como pode ser visto no Gráfico 3, seguindo a crise russa em agosto de 1998. A decisão de adiar um ajuste da taxa de câmbio por razões políticas no período eleitoral (SANTISO, 2003, p. 45) e certas divergências entre o governo e o Banco Central sobre a estratégia econômica adequada enfraqueciam a confiança dos atores nos mercados financeiros sobre as intenções do governo em relação à defesa de uma taxa de câmbio sobrevalorizada, o que levou a saídas de capital e ataques especulativos. Depois do pacote de ajuda (de US\$ 41,5 bilhões) das instituições financeiras internacionais, dos Estados Unidos e de outros países, a situação acalmou-se. Em janeiro de 1999 as opções possíveis eram: a mudança para um regime cambial flutuante com depreciação do real, o controle dos fluxos de capital (como aconteceu na Malásia na crise asiática) ou um default sobre parte da dívida externa soberana (como aconteceu na Argentina em 2002).

Os pacotes de resgate das instituições financeiras internacionais e dos países industrializados ricos são discutidos de forma controversa entre economistas. De um lado, esses pacotes evitam um colapso da economia, mas, de outro, podem favorecer certos grupos nos mercados financeiros, como afirma Stiglitz (2002, p. 245):

Ao tratar os sintomas diretamente, jogando bilhões de dólares no mercado, o FMI realmente agravou a doença. Se os especuladores tirassem dinheiro apenas uns dos outros, seria um jogo pouco atraente – uma atividade altamente arriscada, que na média gerava um retorno nulo, uma vez que os ganhos de alguns seriam equilibrados por perdas iguais de outros. O que torna a especulação lucrativa é o dinheiro proveniente dos governos, apoiados pelo FMI.

Quando o Fundo e o governo brasileiro, por exemplo, gastaram aproximadamente 50 bilhões de dólares para manter a taxa cambial em um nível supervalorizado no fim de 1998, para onde foi o dinheiro? Ele não desaparece no ar, acaba indo para o bolso de alguém – grande parte desse dinheiro foi para o bolso de especuladores. Alguns destes podem ganhar, alguns podem perder, mas os especuladores como um todo somam uma quantidade igual à que o governo perde. De certa forma, é o FMI que mantém os especuladores em atividade.

O CONTÁGIO DA CRISE RUSSA EM 1998 PARA O BRASIL

Um problema controverso na discussão acadêmica é o contágio da crise da Rússia para o Brasil. Depois da crise russa, em agosto de 1998, a situação externa do Brasil tornou-se rapidamente mais vulnerável. A taxa de câmbio sobrevalorizada sofreu ataques especulativos, que levaram a perdas de reservas internacionais de cerca de US\$ 33 bilhões e a um pacote de resgate de US\$ 41,5 bilhões. Um aumento expressivo da taxa Selic, para diminuir a saída de capital, levou a uma queda da atividade econômica no Brasil e a um aumento dos juros sobre a dívida interna do setor público. Todos esses fatores causaram a perda da confiança dos atores dos mercados financeiros na sustentabilidade da política cambial e da dívida do setor público (CARDOSO; HELWEGE, 1999, p. 7). Isso se refletiu na elevação dos *spreads* dos títulos da dívida externa brasileira sobre os rendimentos dos títulos de tesouro norte-americano, mostrando a falta de liquidez nos mercados financeiros internacionais para o Brasil.

Um estudo do FMI sobre o contágio da crise russa para o Brasil em 1998 (BAIG; GOLDFAJN, 2000, p. 3) conclui que a crise foi, por um lado, baseada em fundamentais vulneráveis da economia brasileira nesse tempo, mas que o contágio pode ser acontecido pelo pânico de investidores estrangeiros confrontados com a crise russa,

acompanhados de residentes do Brasil na especulação contra o real. O estudo não suporta a hipótese alternativa de que a crise brasileira tinha suas origens na crise de liquidez nos mercados financeiros dos países industrializados ricos, especialmente na crise e quase falência do fundo de *hedge* Long Term Capital Management.

Também pode existir um efeito entre países pouco relacionados comercial e financeiramente, segundo Eichengreen (2003, p. 82):

Outra preocupação é que o recurso regular dos governos à suspensão de pagamentos pode levar os investidores a correr para a saída para evitar serem bloqueados, precipitando assim crises adicionais. Ainda que os defensores do mecanismo de suspensão descartem essa possibilidade, certas experiências recentes indicam o contrário. Um exemplo é como o recurso a uma suspensão de pagamentos voluntária da Coreia no fim de 1997 afetou o comportamento dos bancos internacionais em relação ao Brasil em 1998; bancos com operações no Brasil cortaram suas linhas de crédito quando a crise deste

país se intensificou no fim de 1998, precisamente por causa de sua lembrança de como haviam sido forçados a rolar suas linhas de crédito à Coreia um ano antes.

FLUXOS DE CAPITAL EM CRISES E TURBULÊNCIAS CAMBIAIS

Para analisar os segmentos dos fluxos de capital na metodologia de balanço de pagamentos no Brasil é necessário separar os fluxos privados dos fluxos decididos pelo setor público. Por essa razão os “empréstimos e financiamentos LP e CP (líquido) da autoridade monetária (líquido)” são retirados do segmento “outros investimentos” nas estatísticas do balanço de pagamentos do Banco Central do Brasil para representar melhor os fluxos de capital do setor privado. O Gráfico 4 mostra que, dos investimentos estrangeiros em carteira escolhidos, ações das empresas brasileiras e títulos da renda fixa, os últimos mostram uma volatilidade maior em tempos de crise (depois da crise asiática, bem como na crise brasileira) do que as ações.

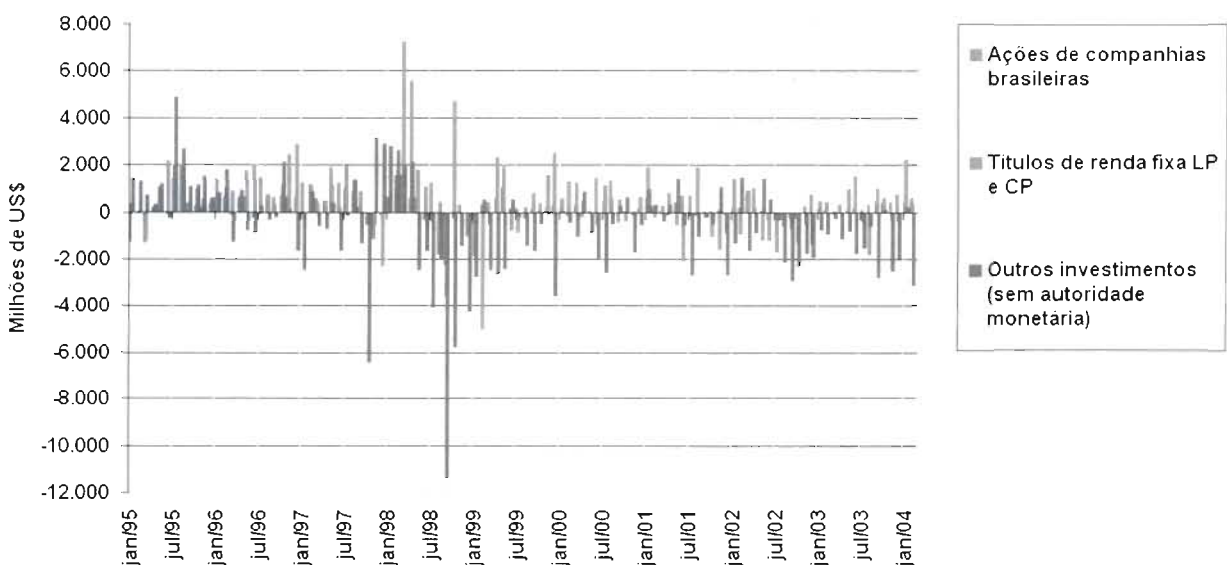


Gráfico 4 - Segmentos da conta capital e financeira 1995-2004: outros investimentos (sem autoridade monetária), títulos renda fixa, ações brasileiras

Fonte: Banco Central do Brasil

Tabela 1 - Volatilidade dos fluxos de capital e influência das crises cambiais sobre os fluxos de capital

(continua)

	Desvio-padrão	Média	CV (absoluto)	Rank	Constante	México 1994/95	Ásia 1997	Rússia / Brasil 1998/99	Eleição 2002
Conta capital e financeira	3.585	1.813	1,98	3	2318**	-2.181	-826	-4317**	-1.671
Investimento direto	1.096	1.513	0,72	2	1.560**	-1.434**	103	896*	-603
Investimento brasileiro direto	348	-83	4,19	12	-51	0	-61	-334*	-165
Investimento estrangeiro direto	1.079	1.597	0,68	1	1.611**	-1.434**	164	1.231**	-438
Investimentos em carteira	1.942	693	2,80	6	1.148**	-2.071*	-1.492	-2.974**	-2.037**
Investimento brasileiro em carteira	372	-24	15,62	18	-22	-113	255	-165	-4
Investimento estrangeiro em carteira	1.884	717	2,63	5	1.170**	-1.958*	-1.746*	-2.808**	-2.033**
Ações de companhias brasileiras	671	285	2,36	4	437**	-1.041**	-619*	-993**	-463*
Títulos de renda fixa LP e CP	1.546	432	3,58	10	733**	-916	-1.127	-1.815**	-1.569**
Outros investimentos (sem autoridade monetária)	2.081	-614	3,39	7	-382	1.301	587	-3.763**	-1.046
Autoridade monetária (líquido) outros investimentos	2.239	210	10,66	17	-20	8	-3	1.557	1.984*
Bônus LP	795	122	6,54	15	228**	-163	-981**	-440	-431
Notes e commercial papers LP	1.254	369	3,40	8	493**	-487	79	-438	-1.158*
Outros investimentos brasileiros (líquido)	1.801	-476	3,78	11	-458*	403	460	-819	113
Outros investimentos estrangeiros (líquido)	2.763	73	38,10	19	57	907	125	-1.387	825
Crédito comercial - fornecedores LP e CP (líquido)	745	171	4,37	13	180	210	97	-370	35
Empréstimos e financiamentos - demais setores LP	685	9	74,25	20	47	-432	1.030**	-630*	-410
Empréstimos e financiamentos - demais setores CP (líquido)	1.046	-103	10,16	16	41	171	-7	-1.564**	-870*

Fonte dos dados: Banco Central do Brasil, Ipedata e cálculos próprios

** coeficiente significativo ao nível de significância de 0,01 * de 0,05

Tabela 1 - Volatilidade dos fluxos de capital e influência das crises cambiais sobre os fluxos de capital

(conclusão)

	Desvio-padrão	Média	CV (absoluto)	Rank	Constante	México 1994/95	Ásia 1997	Rússia / Brasil 1998/99	Eleição 2002
Moeda e depósito (líquido)	711	-207	3,44	9	-183*	1.014**	-1.003	-404	79
Outros passivos LP e CP (líquido)	49	-8	6,46	14	-8	-66**	10	24	8
Outras variáveis									
Transações correntes					-1.600**	-519	-1.480**	-1.665**	1.546**
Balança comercial					203*	-892*	-1.098**	-995**	1.342**
Resultado do balanço de pagamentos	3.803	106	35,99		658	-2.412	-2.656	-5982**	-117
Reservas internacionais	11.425	45.503	0,25		46.445**	-10.969	8.141	-5.523	-8.305*
Spread c-bond sobre títulos tesouro EUA	320	864	0,37		776	411**	-240**	354**	885**

Mas os fluxos relativamente menores no mercado de ações ainda influenciam muito o índice Bovespa. De 8/7/97 a 12/11/1997, o índice Bovespa caiu 42,5%, seguindo a crise asiática. De 30/7/1998 a 14/1/1999, esse índice caiu novamente 53,7%. Recuperou-se parcialmente entre a crise asiática e a crise russa. Mudanças pequenas nas estratégias dos investidores institucionais nos Estados Unidos, Japão e Europa podem ter grandes conseqüências nos mercados financeiros emergentes por causa da capitalização total relativamente pequena. Santiso (2003, p. 66) afirma que "at 2000 levels, Latin America's total equity capitalization is less than US\$ 190 bn. (excluding small caps and privately held stocks). From a comparative perspective this market capitalization is less than that of General Electric Co."

A Tabela 1 mostra resultados sobre a volatilidade dos fluxos de capital em diferentes segmentos e resultados sobre o comportamento dos fluxos de capital na crise mexicana (1995:1-1995:4), na crise asiática (1997:9-1998:1), na crise de

Rússia e Brasil (1998:9-1999:2) e na turbulência cambial no período pré-eleitoral e pós-eleitoral em 2002 (2002:6-2003:1). O comportamento dos fluxos de capital é analisado com um modelo econométrico, a variável dependente é o fluxo de capital no segmento escolhido, enquanto as variáveis independentes são uma constante e variáveis binárias que refletem os períodos das crises, assumindo um valor de 1 na crise específica e 0 em outros períodos. Obviamente, o modelo mostra somente uma primeira impressão da influência das crises cambiais sobre os fluxos de capital. Uma pesquisa mais profunda no futuro precisa considerar também outras variáveis explicativas.

O coeficiente de variação (absoluto) dos fluxos líquidos de capital em seus diferentes segmentos é uma medida da volatilidade dos fluxos. O *ranking* dos coeficientes de variação mostra que, para as categorias abrangentes, o investimento direto foi o menos volátil, seguido do investimento em carteira, enquanto os outros investimentos (sem os fluxos da autoridade monetária) foram os fluxos

mais voláteis. A volatilidade dos investimentos diretos foi ainda menor num período mais curto até dezembro de 1999 (CV com um valor de 0,15), porque houve uma queda sistemática do investimento estrangeiro direto, uma vez que o processo de privatização de empresas estatais estava se esgotando e, desde 2001, o déficit em transações correntes estava melhorando.

No segmento do investimento em carteira, o investimento financeiro em ações se mostrou menos volátil do que o investimento financeiro em títulos de renda fixa (LP e CP), porque a opção de saída no mercado de ações pode ser acompanhada de perdas expressivas de capital no caso de uma queda no mercado acionário.

No segmento outros investimentos, os bônus LP, o crédito comercial e os empréstimos e financiamentos foram os elementos mais voláteis.

Na avaliação da influência das crises cambiais sobre o fluxo de capital, a conta capital e financeira mostrou quedas em todas as crises, mais significativamente na crise russa e brasileira (0,01). O investimento direto mostrou uma queda expressiva (0,01) na crise do México e um aumento na crise asiática e da Rússia e Brasil. O investimento estrangeiro em carteira mostrou quedas significativas em todas as crises, também no segmento das ações e no dos títulos de renda fixa (não significativas na crise asiática).

A grande maioria dos fluxos no segmento outros investimentos (obviamente sem o segmento da autoridade monetária, porque o Brasil recebeu pacotes de ajuda na crise de 1998/99, bem como na turbulência de 2002) mostrou quedas na crise russa e brasileira. Como previsto pela teoria, os fluxos de capital de curto prazo, empréstimos e financiamentos CP mostraram quedas significativas na crise russa e brasileira e na crise no período eleitoral.

A Tabela 1 mostra também resultados para outras variáveis, especialmente o aumento significativo (0,01) do *spread* dos *c-bonds* brasileiros sobre o rendimento dos títulos do tesouro norte-americano em todas as crises, com exceção da

crise asiática, quando houve uma queda significativa do *spread*. O aumento do *spread* mostra a perda da confiança dos atores nos mercados financeiros em relação à sustentabilidade das políticas econômicas brasileiras.

A análise mostra que o papel dos fluxos de capital nas crises e turbulências cambiais foi importante. Uma pesquisa futura mais profunda poderia analisar se os fluxos são os causadores das crises ou se somente tornam-se voláteis em consequência das crises.

POLÍTICAS ECONÔMICAS DO ESTADO SOB LIBERALIZAÇÃO E GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

O Brasil entrou novamente nos mercados financeiros internacionais na década de 1990, depois de quase uma década de acesso difícil a esses mercados por causa da crise da dívida externa na América Latina na década de 80. Mas os fluxos crescentes de capital para a América Latina na década de 90 não foram acompanhados somente de vantagens. Atraídos pela privatização de empresas estatais e pelas taxas de juros elevadas no Brasil, parte dos influxos de capital mostrou-se altamente volátil. Entrando em tempos de otimismo, os fluxos se reverteram quando, sob expectativas de mudança, a avaliação da economia mudou. O contágio das expectativas, bem como a cobertura de perdas num mercado emergente através de vendas em outros, podem influenciar negativamente países comercial ou financeiramente pouco relacionados com o país em crise, como mostrou o contágio da crise russa para o Brasil em 1998.

A volatilidade dos mercados financeiros liberalizados e globalizados e a possibilidade de os atores nos mercados financeiros internacionais forçarem governos dos mercados emergentes a atenderem a seus interesses, simplesmente pela opção de saída de capital, diminuem as opções dos governos nos mercados emergentes por políticas independentes de desenvolvimento econômico e social. Os governos nacionais e suas políticas tornam-se parcialmente dependentes da

avaliação das políticas pelos atores nos mercados financeiros internacionais.

CONCLUSÕES

A análise mostrou que os fluxos de capital tiveram um papel expressivo no Brasil pós-Plano Real, especialmente em tempos de crise ou turbulência cambial. A volatilidade dos fluxos de capital tem sido elevada, sobretudo nos segmentos dos investimentos em carteira e nos outros investimentos, enquanto o investimento direto foi menos volátil. Crises cambiais influenciam diretamente o tamanho dos fluxos de capital, com quedas expressivas dos fluxos líquidos em tempos de crise. Os segmentos dos investimentos em carteira e dos outros investimentos, particularmente, mostraram esse comportamento. Para aprofundar a análise numa pesquisa futura, é importante modelar explicitamente os fluxos de capital e a taxa de câmbio, por exemplo, num modelo ancorado no do Banco Central do Brasil para modelar a taxa de câmbio (MUINHOS; FREITAS; ARAÚJO, 2001). A análise da causalidade entre crises e fluxos de capital não foi explorada neste trabalho, mas a maioria dos economistas pensa que a volatilidade e a reversão de influxos maciços para saídas expressivas do capital estrangeiro e nacional foram as fontes das crises cambiais e bancárias nos mercados emergentes desde a crise mexicana de 1994/95. A consequência para os governos nos mercados emergentes é que sua política econômica tem como árbitros os atores nos mercados financeiros internacionais, reagindo com saídas de capital em caso de políticas orientadas para outros interesses que não os do capital financeiro internacional. Esse fato dificulta políticas autônomas de desenvolvimento econômico e social em mercados emergentes no ambiente da liberalização e globalização financeira.

Muitos economistas mostram o problema de sustentar um regime de câmbio administrado sob

as condições da globalização financeira. Numa perspectiva histórica, Eichengreen (2000, p. 246) avalia a importância dos fluxos de capital no período posterior à quebra do sistema de Bretton Woods, afirmando que:

O quarto século que se seguiu ao desmoronamento do sistema de Bretton Woods trouxe ambições frustradas e concessões penosas. Os esforços para reconstruir um sistema de taxas de câmbio fixas mas ajustáveis fracassaram repetidas vezes. A raiz do fracasso está na inelutável escalada na mobilidade do capital internacional, que fragilizou as âncoras cambiais e dificultou os ajustes periódicos. A mobilidade do capital aumentou a pressão sobre os países de moedas fracas que procuravam defender suas âncoras. Essa mobilidade intensificou a relutância das nações de moedas fortes em oferecer ajuda, em vista da magnitude sem precedentes das operações de intervenção necessárias. Um número crescente de governos se viu forçado a praticar um câmbio flutuante. ➔

Recebido em: mar.2004 · Aprovado em: jun.2004

Horst Dieter Möller

Professor doutor do Departamento de Letras e Ciências Humanas da UFRP e do programa de pós-graduação em Administração e Desenvolvimento Rural (PADR) da UFRPE/Recife/PE
Rua Dom Manoel de Medeiros S/N
Recife/PE – CEP: 52071-900
Tel.: (81) 3302-1460
E-mail: horst@hotmail.com.br

Antônio André Cunha Callado

Professor doutor do Departamento de Letras e Ciências Humanas da UFRP e do programa de pós-graduação em Administração e Desenvolvimento Rural (PADR) da UFRPE/Recife/PE
Rua Dom Manoel de Medeiros S/N
Recife/PE – CEP: 52071-900
Tel.: (81) 3302-1460
E-mail: andrecallado@yahoo.com.br

REFERÊNCIAS

- ARAÚJO, Carlos Hamilton V.; SILVEIRA FILHO, Getúlio B. *Mudanças de regime no câmbio brasileiro*. Banco Central do Brasil, 2002, trabalhos para discussão 32, <www.bcb.gov.br> (acessado em 19/8/2001).
- BAIG, Taimur; GOLDFAJN, Ilan. The Russian default and the contagion to Brazil. *IMF Working Papers* 00/160, 2000, <www.imf.org> (acessado em 19/8/2001).
- BEIM, David; CALOMIRIS, Charles W. *Emerging financial markets*. Boston: McGraw-Hill, 2001.
- BOLETIM DO BANCO CENTRAL DO BRASIL – *Relatório Anual*, vários anos.
- BROOKS, Chris. *Introductory econometrics for finance*. Cambridge/UK: The Cambridge University Press, 2002.
- CARDOSO, Eliana; HELWEGE, Ann. *Currency crises in the 1990s: the case of Brazil*. World Bank, 1999, <www.worldbank.org> (acessado em 19/8/2001).
- EICHENGREEN, Barry. *A globalização do capital*. São Paulo: Editora 34, 2000.
- EICHENGREEN, Barry. *Crises financeiras*. Rio de Janeiro: Campus, 2003.
- KRUGMAN, Paul (Ed.). *Crises monetárias*. São Paulo: Makron, 2001.
- KRUGMAN, Paul. *Uma nova recessão? O que deu errado*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- MALDONADO, Wilfredo L.; TOURNHO, Octávio Augusto Fontes; VALLI, Marcos. *Um teste de existência de bolhas na taxa de câmbio no Brasil*. Ipea 2002, texto para discussão n. 881, <www.ipea.gov.br> (acessado em 4/7/2002).
- MIRANDA, Mauro Costa. *Crises cambiais e ataques especulativos no Brasil*. Banco Central do Brasil, 2001, trabalhos para discussão 32, <www.bcb.gov.br> (acessado em 19/8/2001).
- MUINHOS, Marcelo Kfoury; FREITAS, Paulo Springer; ARAÚJO, Fábio. *A Brazilian exchange rate forecast model*. Banco Central do Brasil, 2001, trabalhos para discussão 19, <www.bcb.gov.br> (acessado em 3/10/2001).
- PALMA, Gabriel. The “three routes” to financial crisis: Chile, Mexico and Argentina [1]; Brazil [2]; and Korea, Malaysia and Thailand [3]. *Rethinking Development Economics* (Ed. Ha-Joon Chang), London: Anthem Press, 2003, p. 347-376.
- PATTERSON, Kerry. *An introduction to applied econometrics: a time series approach*. Basingstoke: Palgrave, 2000.
- SANTISO, Javier. *The political economy of emerging markets: actors, institutions and financial crises in Latin America*. New York: Palgrave Macmillan, 2003.
- STIGLITZ, Joseph E. *A globalização e seus malefícios*. São Paulo: Futura, 2002.