

SEÇÃO II – MOEDA E FINANÇAS PRIVADAS

As Economias Emergentes e os Ciclos de Liquidez

Maryse Farhi¹

Desde o final da década de 1980, a liberalização das contas de capitais das balanças de pagamentos, que constitui um elemento básico da chamada “globalização financeira”, provocou forte aumento dos fluxos de capitais direcionados para as economias emergentes. Esse aumento, contudo, tem sido caracterizado por uma dinâmica volátil, que toma a forma de ciclos nos quais se encadeiam fases pronunciadas de elevada liquidez seguidas por períodos de absoluta escassez. Essas fases estão longe de serem lineares, observando-se nelas a ocorrência de diversos mini-ciclos, de menor duração e intensidade, ao longo da tendência principal. A instabilidade dos fluxos de capitais que condiciona esses ciclos teve profundas repercussões macroeconômicas nos países emergentes, carreando a volatilidade financeira para a economia real, já que podem provocar recuperações econômicas efêmeras seguidas por agudas crises cambiais que levam a profundas recessões.

Na primeira parte desta seção, serão descritos os dois grandes ciclos de liquidez para as economias emergentes, verificados na última década e meia. As diversas interpretações e caracterizações desses ciclos, sua dinâmica e os fatores que ditam suas abruptas reversões serão objeto da segunda parte.

1 Ciclos de liquidez internacional e economias emergentes

Ciclos de liquidez internacional dirigidos para as economias emergentes não esperaram a

¹ Essa seção contou com a participação ativa de Eliane Ribeiro, Gerência de Informações, e Rosângela Ballini, Métodos Quantitativos, e a colaboração do bolsista do PIBIC-CNPQs Rafael F. Cagnin.

globalização financeira para se manifestar. Assim, um desses ciclos teve início na década de 1970, após os choques do petróleo, em decorrência da necessidade dos bancos de reciclar os petrodólares que afluíam em grande volume. À fartura de capitais para o “terceiro mundo” do período, seguiu-se forte retração dos fluxos externos, que levou à crise das balanças de pagamento que atingiu, sobretudo, os países da América Latina na primeira parte da década de 1980.

Porém, tais ciclos largos eram bem menos recorrentes do que os verificados nos últimos quinze anos. Ademais, o número e a heterogeneidade dos agentes envolvidos eram bem mais reduzidos, já que os fluxos de capitais provinham principalmente dos bancos que procuravam rentabilizar ao máximo os capitais de que dispunham para investir ou, alternativamente, buscavam minimizar eventuais prejuízos ao não renovar os créditos para as economias periféricas.

A liberalização das contas de capitais e a imposição da supremacia dos mercados² deram origem a dois pronunciados ciclos de liquidez internacional para as economias emergentes, entrecortados por mini-ciclos que ocorriam ao longo da tendência principal. A formação desses mini-ciclos acentua a volatilidade e a incerteza dos agentes, à medida que é impossível *a priori* determinar sua duração e intensidade ou mesmo se constituem ou não o início do processo de reversão da fase anterior do ciclo mais longo. O primeiro desses ciclos pronunciados correspondeu ao início das reformas impostas pela “globalização financeira”, seguindo as linhas definidas no

² Essa expressão compreende tanto a extraordinária expansão das finanças diretas, em que os agentes deficitários emitem títulos de dívida a serem vendidos nos mercados para os agentes superavitários, quanto o fato de que a maior parte das variáveis financeiras – taxas de câmbio e taxas de juros de prazo superior ao da taxa de juros básica fixada pelos Bancos Centrais como seu instrumento de política monetária – passou a ser igualmente fixada em mercados profundos e líquidos.

“Consenso de Washington”, e teve início no fim da década de 1980, quando elevados fluxos de capitais se dirigiram para as economias emergentes.

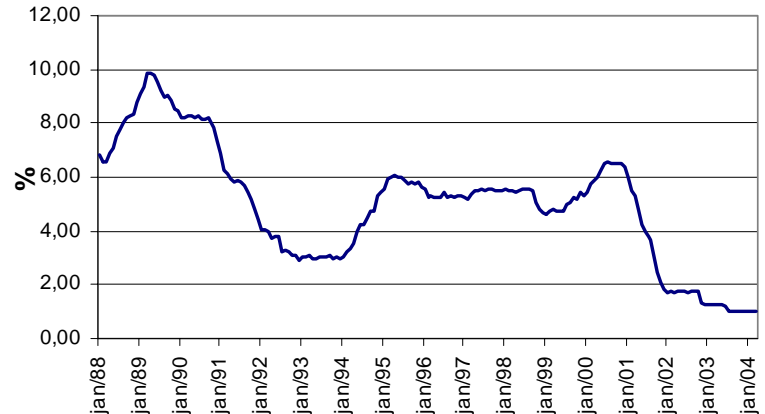
Uma das principais conseqüências dessa abundância de liquidez foi a adoção de políticas de estabilização monetária baseadas em âncoras cambiais, em particular na América Latina, que resultaram em baixas taxas de inflação acompanhadas por taxas de câmbio extremamente sobrevalorizadas. Governos e empresas iniciaram uma nova rodada de endividamento externo, lançando grandes volumes de títulos nos mercados internacionais. Num primeiro momento, a fatura de capitais externos concentrou-se no curto prazo. O aumento de volume desses capitais acarretou fortes altas dos preços dos ativos financeiros (ações e títulos de dívida) das economias emergentes que, por sua vez, atraíram novos investidores internacionais em busca de uma rentabilidade mais elevada, mas sempre prontos a deslocar seus recursos a qualquer sinal de risco ou de menor perspectiva de ganho. No momento seguinte, os prazos foram se alongando com os investidores internacionais mostrando-se dispostos a destinar recursos de médio e de longo prazos para as economias emergentes. Elevados volumes de investimentos diretos estrangeiros foram efetuados, essencialmente nos processos de privatizações das empresas públicas.

À medida que o ciclo de liquidez se estendia no tempo e se aprofundava, a cautela tanto dos investidores internacionais de capitais quanto dos tomadores de empréstimos das economias emergentes ia se reduzindo, dando origem a operações cada vez mais alavancadas e a descasamentos de divisas mais acentuados. Tudo se passou como se os agentes estivessem

convencidos que as novas condições financeiras internacionais iriam resultar em ininterruptos fluxos financeiros para as economias emergentes. Ou dito de outra maneira, **da mesma forma que a crença na existência de uma “nova economia” insuflou a bolha especulativa nas ações de alta tecnologia, a crença nos efeitos benéficos da globalização financeira insuflou uma bolha especulativa nos ativos das economias emergentes.**

O primeiro sinal de alerta surgiu em dezembro de 1994, com a crise do México, que coincidiu com um período de seguidas elevações da taxa de juros básica americana (ver Gráfico 1) e inaugurou um período em que os aportes de capitais externos para as economias emergentes se tornaram mais seletivos e menos propensos aos riscos. O México foi a primeira vítima da brusca reversão dos fluxos financeiros internacionais.

Gráfico 1
Taxa de juros mensais dos *feds funds*
Em porcentagem ao ano



Fonte: Federal Reserve.

Esta crise também pode ser considerada a primeira manifestação do fenômeno de contágio dos mercados financeiros em tempos de globalização. Nas semanas que se seguiram à crise do México, os mercados de câmbio, de ações e de títulos dos países emergentes sofreram consideráveis pressões. Embora tais pressões tenham se manifestado até em regiões longínquas como a Ásia ou o Leste Europeu, foram muito

mais acentuadas na América Latina. Conhecidas pelo nome de “efeito tequila”, as repercussões da crise mexicana provocaram uma mudança no cenário em que se processava o ajuste das economias latino-americanas,³ ao elevar o risco cambial dos investimentos.

Em 1982, foi a decisão mexicana de declarar a moratória de sua dívida externa que desencadeou a crise das dívidas latino-americanas. A diferença entre os fenômenos de contágio ocorridos em 1982 e em 1995 está relacionada, principalmente, aos mecanismos de transmissão e à natureza dos fluxos de capitais. Em 1982, com as economias latino-americanas relativamente fechadas e as contas de capital dos balanços de pagamentos sob controle governamental, a moratória mexicana levou o número relativamente reduzido de bancos internacionais a diminuir a concessão dos novos empréstimos que vinham permitindo a rolagem das dívidas dos países da região. A dinâmica dessa reversão cíclica refletiu o fato de que os credores – especializados em operações de crédito e em número relativamente reduzido – puderam coordenar boa parte de sua atuação para impedir a ocorrência de perdas patrimoniais concomitantes que pusessem em risco sua viabilidade financeira.

Em 1995, após terem sido adotadas as medidas de liberalização comercial e financeira preconizadas pelo Consenso de Washington, a crise mexicana levou um grande número de investidores (nacionais dos países atingidos e/ou estrangeiros) a vender seus ativos (ações e títulos de emissão pública ou privada) e a retirar grandes

volumes de capitais do conjunto das economias emergentes, em particular latino-americanas. **Essas reações rápidas e indiscriminadas dos investidores – típicas de movimentos de pânico descoordenados – tornaram-se um dos traços característicos das reversões dos ciclos de liquidez no contexto da liberalização financeira, a partir de um fato aparentemente localizado.**

Entretanto, o impacto da crise mexicana reduziu-se ao de um sinal de alerta e teve curta duração no Brasil ou em outros países emergentes. O nível de liquidez internacional continuava elevado e os temores dos investidores dissiparam-se em pouco tempo, diante da rápida resposta do FMI e dos Estados Unidos.⁴ Os capitais externos, em especial os de curto prazo, voltaram a se dirigir para essas economias, já a partir de meados de 1995. Em 1996, seu volume chegava a superar o registrado em 1994. Mas assegurar a continuidade dos fluxos de capitais externos representou um custo suplementar para diversas economias emergentes. Os investidores internacionais passaram a exigir remunerações mais elevadas que as anteriores, diante da percepção de maiores riscos.

Em 1997, eclodiu uma crise ainda mais aguda do que a crise mexicana. Ela teve início em maio, por um movimento de fuga de capitais e de ataque especulativo contra o baht tailandês. Praticamente esgotadas as reservas internacionais e não podendo mais resistir às pressões, esse governo teve de adotar o sistema de taxas de câmbio flutuantes. Sem poder contar com reservas em divisas, ele só dispunha da elevação das taxas de juros como instrumento para tentar conter a especulação e a acentuada desvalorização de sua

³ O Brasil sofreu diretamente o impacto dessa crise. As reservas internacionais que, anteriormente, estavam próximas a US\$ 40 bilhões, cederam para o nível de US\$ 29,9 bilhões, no final de abril de 1995. Também em março de 1995, o BC optou por uma política cambial de bandas de flutuação explícitas, sancionando expectativas de mudanças na política cambial que tinha promovido forte valorização do real e buscando estancar novas saídas de capital de investidores externos e a intensa busca de proteção contra os riscos de desvalorização.

⁴ Essa crise deu origem ao primeiro “pacote multi-bilionário” de ajuda, composto por US\$ 20 bilhões do Fundo de Estabilização Cambial do Tesouro dos Estados Unidos, US\$ 10 bilhões dos bancos centrais do Grupo dos Dez (G10) e US\$ 17,8 bilhões do Fundo Monetário Internacional (FMI). Foram esses recursos que permitiram ao México honrar seus compromissos externos de curto prazo, bem como efetuar os pagamentos devidos aos detentores de Tesobonos.

moeda. As empresas, altamente endividadas tanto em divisas quanto na moeda nacional, não puderam fazer frente aos pagamentos de seus empréstimos. As instituições financeiras do país, igualmente endividadas em divisas, foram atingidas por considerável aumento da inadimplência de seus clientes. Como se pode constatar no Gráfico 1, essa crise ocorreu num período em que as taxas de juros americanas, encerrado o período de elevação sistemática de 1994, estavam registrando leves quedas.

Num espaço de tempo inferior a três semanas, outros países da região (Filipinas, Indonésia, Malásia e Singapura) sofreram ataques especulativos e desvincularam suas moedas do dólar. Os investidores estrangeiros procuraram retirar-se apressadamente, pressionando as taxas do câmbio flutuante recém-adotadas. **Pelo elevado número desses investidores com perfis diferenciados e nenhuma coordenação entre eles, essas crises assumiram um ritmo extremamente rápido e avassalador, criando uma dinâmica de “salve-se quem puder”.**

A magnitude das desvalorizações impostas pelos mercados às moedas da região fez com que bancos e empresas sediados nesses países, muito endividados em divisas, se vissem em situação desesperada: alguns em estado de falência, outros muito próximos dela. A corrida dos agentes domésticos em busca de divisas, para tentar limitar seus prejuízos, só aumentou as desvalorizações. Iniciou-se um verdadeiro redemoinho de ataques especulativos, sucessivas depreciações das moedas e deflação de ativos. Esse processo cumulativo de deterioração financeira e de perda de confiança provocou vertiginosas quedas na atividade econômica dos países atingidos, com a notável exceção da Malásia, que adotou controles sobre a saída de capitais e conseguiu minorar fortemente os impactos negativos da crise em sua economia.

No início do segundo semestre de 1997, a pressão parecia ter diminuído um pouco, com os empréstimos emergenciais do FMI e outras instituições à Tailândia e o início das negociações com as Filipinas e a Indonésia. Mas, a partir de outubro de 1997, a turbulência retornou com força ao mercado de câmbio, com um ataque especulativo contra o dólar de Hong Kong e o won coreano. As Bolsas de Valores caíram no mundo todo (a de Hong Kong teve perdas de 10.41% e a de Nova Iorque de 7,18%) deflagrando a segunda fase da crise. Em novembro, embora a Tailândia e a Indonésia já dispusessem de pacotes de ajuda coordenados pelo FMI, a onda de desvalorizações continuou a atingir Bolsas e moedas asiáticas.

A Coreia do Sul, segunda maior economia da região após o Japão e oitava economia do mundo, sucumbiu à fuga de capitais e aos ataques especulativos. A moeda coreana deixou de estar atrelada ao dólar e passou a flutuar livremente. Mas a crise na Coreia teve um agravante suplementar: as empresas e bancos coreanos eram, provavelmente, os mais alavancados do mundo, com dívidas que correspondiam a quatro ou cinco vezes o valor de seus patrimônios. O pacote de auxílio negociado, em dezembro de 1997, pelo governo coreano com o FMI alcançou o nível de US\$ 60 bilhões, o maior da história. Mas, o fantasma da moratória só foi afastado no início do ano de 1998, com o refinanciamento pelos bancos credores de US\$ 24 bilhões de sua dívida de curto prazo.

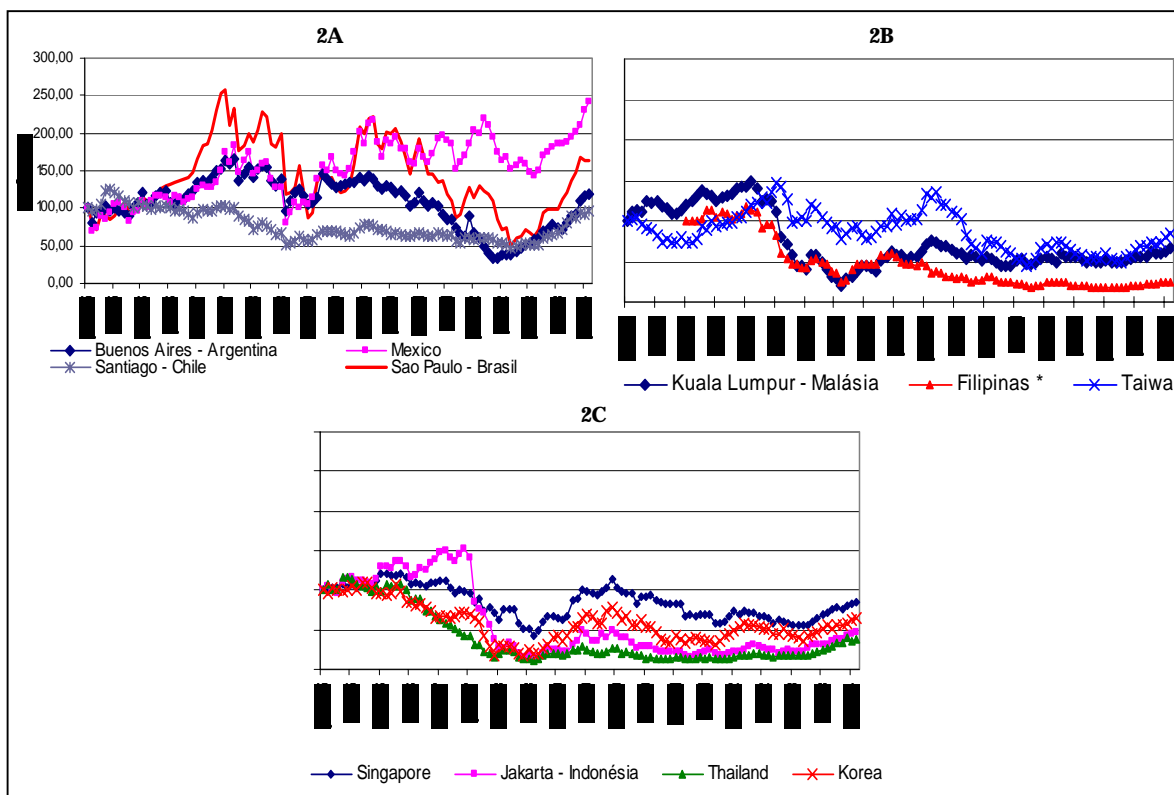
As crises que atingiram as economias do Sudeste Asiático marcaram o fim da fase de alta liquidez para as economias emergentes. Elas foram logo seguidas pela moratória da Rússia (1998), pela crise cambial do Brasil (1999) e, em 2001/2002, pelas crises da Turquia e da Argentina. O desinflar da bolha especulativa nas Bolsas de Valores americanas, que repercutiu nos preços das ações no mundo todo, os ataques de 11 de

setembro de 2001 e a revelação de escândalos contábeis em corporações americanas de capital aberto acentuaram ainda mais a retração dos fluxos de capitais para o conjunto das economias emergentes. Esses mesmos fatores levaram as autoridades monetárias dos EUA, seguidos pelas demais economias desenvolvidas, a promover reduções inéditas das taxas de juros por temor à instalação de um processo de deflação semelhante

que a fase de pessimismo do ciclo anterior deprimiu sobremaneira os preços dos ativos, especialmente nas economias emergentes, o que tornou sua compra atraente. Os novos fluxos de capitais externos têm, em alguns aspectos, seguido o mesmo padrão do ciclo anterior: a) forte valorização dos ativos de países emergentes (ver Gráficos 2A, 2B, 2C e 3); b) os fluxos de capitais de curto prazo se elevaram em primeiro lugar e os de

Gráficos

Evolução em US\$ dos índices de bolsas de valores
Países selecionados, em nº índice, Janeiro de 1996=100



Fonte: World Federation Exchange.

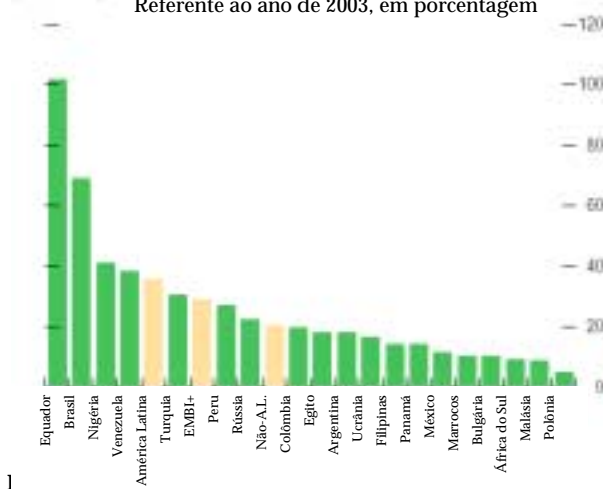
ao que acometeu a economia japonesa durante a década de 1990.

A partir do último trimestre de 2002, verifica-se o aparecimento de novo ciclo de elevada liquidez para as economias emergentes que voltam a receber grandes volumes de capitais externos. Esse novo ciclo surge depois das fortes reduções das taxas de juros das economias desenvolvidas (em particular nos EUA) e depois

médio e longo prazo só começaram a se materializar após um certo lapso de tempo.

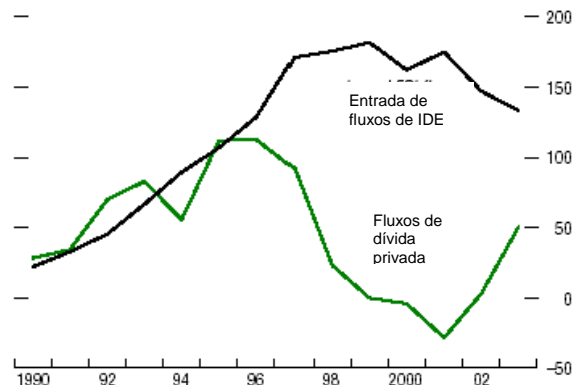
No entanto, algumas características diferenciadas têm marcado este segundo ciclo em relação ao primeiro: **contração dos créditos bancários, predomínio quase absoluto de lançamentos de títulos de dívida externos e menor volume de investimento direto estrangeiro, em particular para a América Latina.**

Gráfico 3
Rentabilidade do EMBI+ e de sub-índices selecionados
Referente ao ano de 2003, em porcentagem



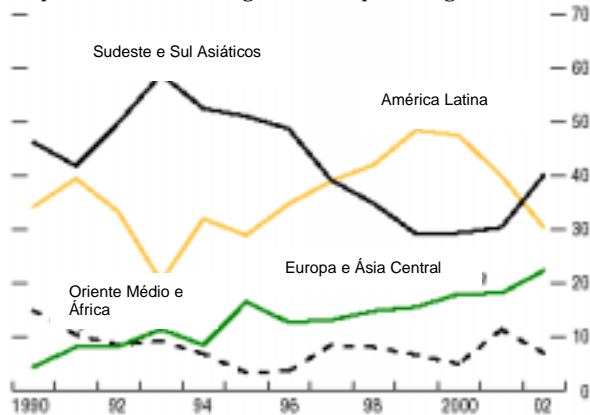
1

Gráfico 4
Fluxos de capitais para as economias emergentes



Fonte: FMI. *Global Financial Stability Report* (Apr. 2004).

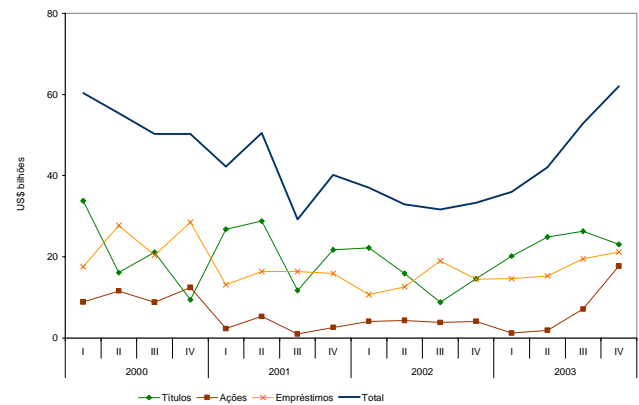
Gráfico 5
Distribuição geográfica dos fluxos de investimento externo direto
para economias emergentes – Em porcentagem do total



Fonte: FMI. *Global Financial Stability Report* (Apr. 2004).

ver Gráficos 4, 5 e 6). Também evoluiu a forma com que as economias emergentes têm lidado com esse ciclo. Apesar do fato de que a quase totalidade dentre eles foi obrigada a adotar o regime de câmbio flutuante no período de baixa liquidez do ciclo anterior, muitos, em sua maioria asiáticos, têm praticado uma política de “flutuação suja”, visando manter a taxa de câmbio de suas moedas a níveis de desvalorização que permitam melhorar sua inserção internacional através de elevados e sustentáveis superávits comerciais e reconstituir vultosas reservas em divisas (ver Gráfico 7). Com isso, esses países estão buscando reduzir sua

Gráfico 6
Evolução dos Fluxos brutos de capitais para os
mercados emergentes – Em US\$ bilhões

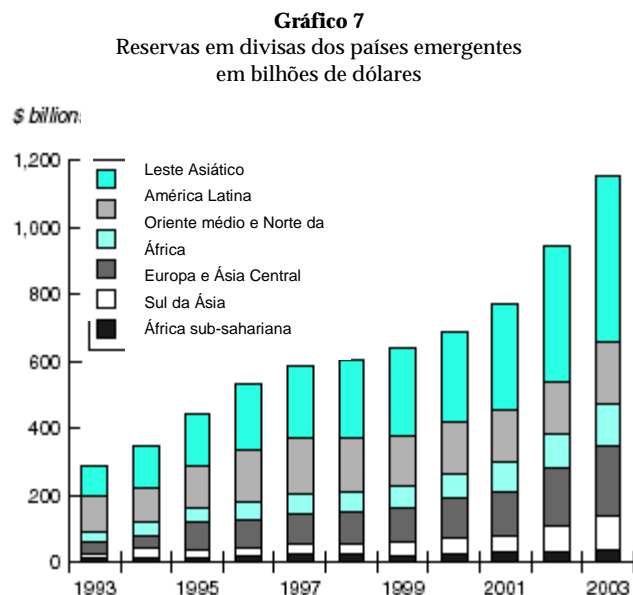


Fonte: *Global Financial Stability Report*, Jun. 2002, table 2.2. Emerging Market Financing Overview.

vulnerabilidade externa e obter instrumentos para minorar os impactos de nova reversão da liquidez internacional.

Entretanto, outros, como o Brasil, seduzidos pelo canto de sereia da liquidez internacional e aparentemente convencidos que o aumento dos fluxos de capitais externos representa uma justa recompensa pela adoção de “políticas macroeconômicas corretas”, permitiram uma alta volatilidade das taxas de câmbio de suas moedas e tiraram pouco proveito desses fluxos para elevar de forma significativa suas reservas em divisas

(Gráfico 7). A vulnerabilidade externa desses países tende a se elevar junto com o aumento de suas dívidas em divisas.



No *Global Financial Stability Report* de abril de 2004, o FMI sublinha, a seu modo, essas diferenças ao apontar que “os riscos enfrentados pelos países emergentes são crescentemente diferenciados. Como um grupo, essas economias melhoraram muito seus fundamentos econômicos: crescimento mais robusto com inflação sob controle, superávits em conta corrente pelo sexto ano consecutivo - o que significa que continuam a ser exportadores líquidos de capital para o resto do mundo - e substancial acúmulo de reservas em divisas. Esses avanços reduziram sua vulnerabilidade externa. Entretanto, o desempenho agregado encobre um crescente fosso entre países que fizeram progressos significativos e os que não os fizeram (...) Esses últimos estão vulneráveis à deterioração do ambiente financeiro externo. Sua vulnerabilidade é tanto mais relevante que o custo dos créditos externos que obtiveram sofreu redução comparável ao dos países que tiveram melhorias, dada a abundância de liquidez” (capítulo 1, p. 2).

Os títulos de dívida das economias emergentes, após ter sofrido acentuadas perdas em 2002, tiveram, em seu conjunto, ganhos expressivos em 2003 (ver Gráfico 3). Essa evolução teve forte influência das inusitadamente baixas taxas de juros dos países desenvolvidos combinadas com as expectativas dos investidores de uma melhoria sincronizada da economia mundial. Taxas de juros historicamente baixas constituíram poderoso incentivo à especulação nos mercados financeiros internacionais, levando os investidores a alavancar suas posições e a recheiar suas carteiras de títulos de alto rendimento, ações e commodities.⁵ No contexto financeiro contemporâneo, o uso da alavancagem passou a ser um componente essencial da especulação, já que permite assumir posições extremamente elevadas. As baixas taxas de juros fizeram com que os especuladores tomassem empréstimos de curto prazo para aplicar em títulos de mais longo prazo ou em ativos de maior risco, mas com perspectivas de rentabilidade elevada. O corolário desse peso da alavancagem é que os especuladores são levados a buscar reestruturar suas carteiras ao menor sinal de risco.

Acreditamos que o elevado peso que adquiriu a especulação levou à formação de novas bolhas especulativas nos mercados internacionais de ações e de commodities, além dos títulos emitidos por países emergentes, sem falar da bolha já amplamente desenvolvida no mercado imobiliário dos países desenvolvidos (em particular na Europa e nos Estados Unidos).

Em 2004, porém, após um início de ano promissor, os juros dos títulos de dívida das economias emergentes voltaram a se elevar significativamente, em particular os títulos latino-americanos, em função da percepção dos investidores de que as taxas de juros americanas

⁵ Ver na SEÇÃO III desse boletim, o artigo de Daniela Prates que sublinha o papel da especulação na alta dos preços das matérias-primas.

poderiam voltar a se elevar em breve (ver SEÇÃO I). Essa percepção leva os investidores a reduzir sua alavancagem, reestruturar suas carteiras e voltar a se comportar de forma mais seletiva, privilegiando as economias que conseguiram reduzir sua vulnerabilidade externa e penalizando as que não conseguiram aproveitar a fase de otimismo dos mercados internacionais para tanto.

As características desse segundo ciclo o vinculam mais estreitamente com a lógica dos mercados financeiros e o tornam mais vulnerável a súbitas mudanças de humores. Em primeiro lugar porque os fluxos de capitais para as economias emergentes foram essencialmente constituídos por títulos colocados em mercados, contando com menos empréstimos bancários e investimentos diretos estrangeiros. Em segundo lugar, porque os investidores com posições muito alavancadas tiraram, pelo menos em parte, as lições das crises passadas e assimilaram a natureza cíclica dos fluxos de capitais para as economias emergentes em geral e para as que não conseguiram reduzir sua vulnerabilidade em particular. Estão assim alertas para o primeiro sinal de possível reversão, liquidando rapidamente suas posições. Onde o impacto das expectativas de que uma elevação (mesmo pequena) dos juros americanos possa sinalizar o fim do ciclo atual de farta liquidez, embora no ciclo anterior essas taxas estivessem em patamares muito superiores aos atuais e aos previstos para o próximo ano (ver Gráfico 1).

2 A dinâmica dos ciclos de liquidez: análises e interpretações

A forma de caracterizar os ciclos internacionais de liquidez para as economias emergentes variou bastante ao longo do tempo. Inicialmente, os organismos internacionais e os *policy makers* dos países emergentes os descreveram como sendo *sudden stops* dos fluxos de capital. Mas, essa qualificação tinha o defeito inerente de considerar que os fluxos de capitais para as economias emergentes formavam um

contínuo, por vezes abruptamente interrompido, ao invés de ciclos sucessivos. Após acalorados debates sobre as crises dos mercados emergentes do final da década de 1990, esses ciclos passaram a ser caracterizados como tendo uma “*on-off nature*”,⁶ ou como uma sucessão de períodos de “*feast or famine*”⁷ e, mais recentemente, como “*credit booms*”.⁸

Para além da caracterização dos ciclos, os fatores que levam à reversão dos períodos de *feast* para os de *famine* também têm sido objeto de intensas discussões. Os economistas dos organismos internacionais e os do *mainstream* afirmam que essas reversões são ditadas por “problemas nos fundamentos” das economias ou por “erros de gestão macroeconômica”, notadamente no que concerne as reformas estruturais destinadas a consagrar a redução do papel do Estado na economia e a afirmar a supremacia dos mercados. Esse tipo de análise continua sendo a favorita dos setores dirigentes dos organismos internacionais⁹ e de seus seguidores.

Todavia, o desenrolar das discussões sobre as crises das economias emergentes no final da década de 1990 acabou levando muitos economistas, inclusive vários vinculados ao FMI, a aceitar que as crises financeiras soberanas e seus efeitos de contágio não podiam ser explicados apenas pelos fundamentos das economias atingidas. Eles apontam que o comportamento dos

⁶ Ver, por exemplo, Adams, C.; Mathieson, D.; Schinasi, G. *International capital markets: developments, prospects and key policy issues*. Washington D.C.: International Monetary Fund, Sept., 1999; e Mathieson, D. J.; Schinasi, G. *International capital markets: developments, prospects and key policy issues*. Washington D.C.: International Monetary Fund, Jul., 2001.

⁷ IMF. *Global financial stability*. Washington D.C.: Mar., 2003.

⁸ O *World Economic Outlook* do FMI, Washington D.C., abril de 2004, capítulo IV, p. 2, define os “*credit boom*” como uma expansão excessiva do crédito que é insustentável e deverá ruir por si mesma (*of its own accord*).

⁹ Ver, por exemplo, o discurso de Anne Krueger, diretora em exercício do FMI, na New York University, em 23 de março de 2004, intitulado “*Meant Well, Tried Little, Failed Much: Policy Reforms in Emerging Market Economies*”, disponível em <http://www.imf.org/>.

investidores nos mercados financeiros internacionais também tem forte influência nos mecanismos de contágio.¹⁰ Os agentes de transmissão das crises não seriam apenas fatores econômicos e riscos locais ou internacionais, mas mudanças exógenas na atitude dos investidores diante dos riscos.

A hipótese de que a transmissão das crises das economias emergentes segue a rota dos fundamentos tem, por corolário, a necessidade de políticas econômicas que melhorem esses fundamentos para reduzir a vulnerabilidade e prevenir o contágio. As análises baseadas no papel de uma aversão aos riscos variável, embora salientem a necessidade de “políticas macroeconômicas consistentes”, consideram que elas podem ser insuficientes para limitar a probabilidade de crise cambial ou de fenômenos de contágio e chamam a atenção para os impactos da liberdade irrestrita dos fluxos de capitais internacionais que permite que países sejam suscetíveis a crises, mesmo quando estão praticando as recomendadas políticas macroeconômicas saudáveis.

As hipóteses de mudanças exógenas na aversão aos riscos estão longe de serem banais. Partem do pressuposto de que os investidores compartilham um mesmo apetite pelo risco (ou a mesma aversão a eles), mas que este é variável no tempo, contrariamente às teorias monetaristas (como a desenvolvida por Milton Friedman) ou neoclássicas keynesianas (como no modelo de demanda de moeda de Tobin) que partem do pressuposto de que os diferentes investidores têm

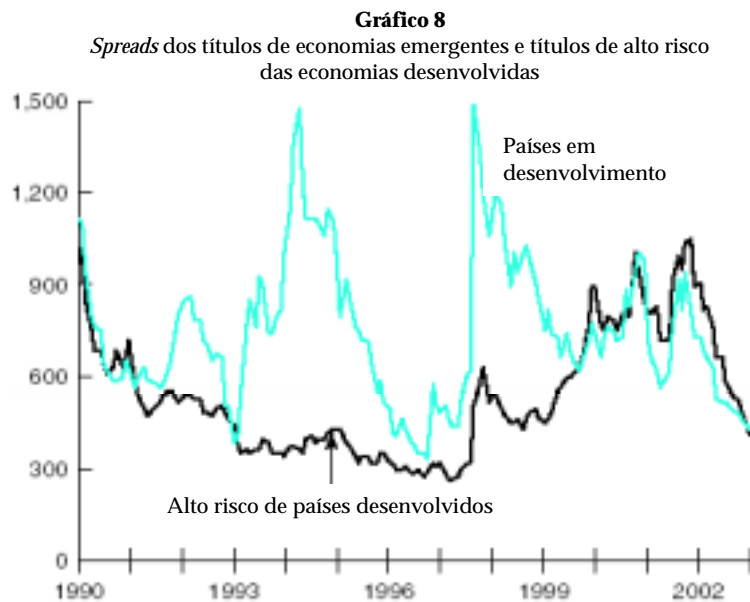
apetites pelo risco distintos, mas que esses são fixos e imutáveis.

Nas hipóteses que vêm sendo desenvolvidas, a cada momento, os investidores podem procurar correr riscos em prol de um maior rendimento ou fugir deles. Quando o apetite pelo risco é elevado, a demanda por ativos arriscados se eleva e eles tendem a se valorizar. Quando ele se reduz, os investidores procuram liquidar seus ativos arriscados e esses se desvalorizam. Assim, embora as tendências de longo prazo não sejam as mesmas e os fundamentos macroeconômicos tenham poucas semelhanças entre si, os movimentos de preços, nos mercados internacionais, dos títulos do Brasil, da África do Sul, da Tailândia e os *junk bonds* americanos têm sido muito semelhantes¹¹ (ver Gráfico 8).

Em suma, essas análises acabam convergindo para as, de há muito, sustentadas pelos economistas “heterodoxos”. A saber, a liberalização das contas de capitais e a desregulamentação financeira adotadas pela maior parte das economias emergentes (com as notáveis exceções da China e da Índia) para se integrar à feição das finanças internacionais, em que os mercados têm supremacia na precificação dos ativos e na transferência de recursos (crédito) dos agentes superavitários para os agentes deficitários, acabou por submeter a disponibilidade de recursos externos que essas economias necessitam, em razão de sua dependência externa, à lógica dos mercados financeiros.

¹⁰ O texto que serviu de base para a formulação dessas novas hipóteses é o de Kumar, M.; Persaud, A. *Pure contagion and investor's shifting risk appetite: analytical issues and empirical evidence*. Washington D.C.: FMI, Sept. 2001. (Working Papers, n. 01/134). Foi seguido por diversos outros baseados nas mesmas premissas, entre os quais Mardi Dungey, Renée Fry, Brenda González-Hermosillo, and Vance Martin. *Characterizing global investors' risk appetite for emerging market debt during financial crises*. Dec. 2003. (Working Papers, n. 03), FMI e Miroslav Misina. *What does the risk-appetite index measure?* Bank of Canada, Aug. 2003. (Working Paper, 2003-23); Sebastian Edwards; Raul Susmel. *Volatility dependence and contagion in emerging equity markets*. NBER, Oct. 2001. (Working Paper, n. 8506), disponível em <http://www.nber.org/>.

¹¹ Já no boletim *Política Econômica em Foco*, n. 1, SEÇÃO II, Daniela Prates apontava a “elevada correlação entre a volatilidade e os prêmios de risco dos chamados “mercados emergentes” (medido pelos índices como o EMBI+) e o comportamento dos mercados acionários dos países centrais e, principalmente, no comportamento “sincronizado” entre os *spreads* dos chamados *junk bonds*, os títulos de alta rentabilidade emitidos por corporações americanas (*US high yield bonds*), e aqueles dos títulos emitidos pelos mercados emergentes”.



Fonte: Banco Mundial. *Global Development Finance*, 2004.

Essa lógica dos mercados financeiros se caracteriza por vagas sucessivas de otimismo e de pessimismo. As fases em que predomina o otimismo têm início em períodos em que os preços dos ativos estão de tal modo deprimidos que parece não haver espaço para quedas suplementares. Já as fases de pessimismo começam quando os preços dos ativos são considerados sobrevalorizados, havendo poucas probabilidades de continuarem subindo.

Essas fases são, porém, entrecortadas por movimentos de realização de lucros ou por períodos passageiros de enfraquecimento das expectativas de alta ou de queda dos preços dos ativos. A existência desses mini-ciclos dificulta ainda mais a determinação dos momentos de reversão das expectativas dominantes dos investidores ou de sua posição diante dos riscos, na linguagem dos que trabalham com hipóteses de atitudes variáveis dos investidores em relação a esses riscos.

Tomada em seu conjunto, a lógica dos mercados financeiros é tanto objetiva quanto subjetiva. Ela é objetiva no sentido que os agentes se valem de um conjunto variável de informações e dados fundamentais. Esse é o caso, atualmente,

da possibilidade concreta de elevação das taxas de juros americanas e até chinesas (cuja demanda elevadíssima teve forte impacto nos preços internacionais das commodities), que está levando os agentes a reduzir o nível de alavancagem de suas carteiras. Mas ela é igualmente subjetiva porque, além do fato de muitos se valerem de instrumentos de análise gráfica ou técnica para tomar suas decisões de investimento, essas também dependem em grande parte do fato que os agentes, tomados individualmente, tentam antecipar qual será a direção das decisões da maioria. Enquanto persistem as divergências de opiniões, enquanto existem compradores e vendedores a níveis de preços não muito distantes, os mercados conservam sua liquidez e os preços se formam sem solavancos excessivos. No entanto, quando as decisões não coordenadas de um elevado número de investidores convergem, a liquidez se reduz subitamente, o “estado de confiança” dos investidores se deteriora bruscamente e surgem reações de pânico com fortes e encadeadas quedas dos preços dos ativos.

Para economias com elevado grau de dependência externa, essa lógica dos mercados financeiros se expressa por ciclos de liquidez em que se sucedem fases de fartura com fases de total escassez de capitais externos. Os erros de precificação dos ativos são recorrentes e inerentes a essa lógica e têm por consequência a formação de bolhas especulativas nos períodos de otimismo e de vales muito profundos nos de pessimismo. Assim, torna-se muito difícil, senão impossível, determinar com antecedência a extensão e o ponto de inflexão dos ciclos de liquidez que depende das percepções dos investidores sobre as perspectivas de ganhos das aplicações.