

SEÇÃO III

Países emergentes e ciclos internacionais

*André Martins Biancareli*¹

Introdução

Emergência. Em português, segundo o dicionário Houaiss, a primeira acepção do substantivo feminino (“ato ou efeito de emergir”) seria “situação grave, perigosa, momento crítico ou fortuito; contingência”. Emergente. Seguindo a mesma fonte, na terceira acepção do adjetivo de dois gêneros (“que emerge, que surge”), o observador brasileiro da economia internacional, neste início do século XXI, volta a se sentir confortável com sua pátria (e sua língua): “que ou o que se encontra supostamente no rumo do desenvolvimento”.²

O termo em inglês *emerging markets* aparentemente surge no vocabulário dos aplicadores financeiros internacionais no início da década de 1990, época em que, dentro das suas carteiras, algumas praças exóticas passaram a se destacar pelos altos retornos proporcionados, além dos riscos também elevados.³ Antecipando o final (?) da história, a denominação “mercados emergentes” assumiu contornos muito mais amplos, a ponto de substituir, para um subconjunto importante de países, outros títulos consagrados: “terceiro mundo”, países “em desenvolvimento”, “retardatários”, “subdesenvolvidos” ou “periféricos”, economias “reflexas”. Mas a substituição, ainda que parcial, não é neutra: quase todos esses conceitos traziam embutida uma dimensão – a da subordinação da dinâmica interna às tendências da economia global, particularmente aos movimentos dos países centrais – que, do ponto de vista adotado aqui, continua essencial para (quase) todas as economias renomeadas.

A hipótese deste trabalho é a de que a economia internacional, no período que se inicia em 2003 e perdura até o presente momento (primeiro semestre de 2006), vive a fase de cheia do segundo grande ciclo de crescimento desde a consolidação da “globalização” e de suas características essenciais sintetizadas na expressão “supremacia dos mercados”. Ciclo que, à semelhança do anterior, impacta diretamente os chamados países “emergentes” mas que, como novidade, também passou a ser em parte reflexo da dinâmica interna e das relações externas de algumas (poucas) destas nações. Voltando às definições do dicionário, o objetivo será portanto lembrar que às fases de abundância e euforia costumam se seguir fases de “emergência” e,

¹ Com os agradecimentos pelo auxílio de Aline Priscila de Camargo, bolsista PIBIC-CNPq.

² Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa, edição eletrônica. Disponível em: <<http://houaiss.uol.com.br>>.

³ Na realidade, o termo “mercado emergente” foi cunhado “em 1986 por um burocrata da Corporação Financeira Internacional, filiada ao Banco Mundial. Parecia um lugar mais atraente para se investir do que o ‘terceiro mundo’ ou um ‘país menos desenvolvido’” (Chancellor, E. *Salve-se quem puder: uma história da especulação financeira*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001). No início da década seguinte, a denominação passou a ser utilizada pela imprensa especializada, organismos multilaterais e pela academia, para se referir aos países periféricos capitalistas e às economias em transição (países do leste europeu, ex-União Soviética) que então recebiam a maior parte dos fluxos de capitais provenientes dos países centrais. Ver Prates, D. *Crises financeiras nos países “emergentes”*: uma interpretação heterodoxa. Tese (Doutoramento)–Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.

através do olhar comparativo, mostrar que o encontro do “suposto rumo do desenvolvimento” não parece ser atributo de todos os “emergentes” (a partir daqui tratados sem aspas).

No que se segue, o texto está assim dividido: em primeiro lugar, trata-se de (i) explicitar o conjunto de países a ser acompanhado e quantificar os ciclos de crescimento, cujas origens são a partir de então buscadas (ii) nos ciclos financeiros e (iii) nos ciclos comerciais. Como o foco principal é sobre o período mais recente, cabe (iv) um olhar mais específico sobre a China, o caso nacional de maior sucesso e em cujos ombros pesa uma parcela crescente da responsabilidade quanto à manutenção do atual estado de coisas na economia internacional. Por fim, resta (v) um esforço de conclusões.

1 Ciclo de crescimento

Quais países, afinal, se enquadram no rótulo de emergentes? No que se refere a um exercício de descrição e comparação, há várias respostas possíveis, a depender dos ângulos privilegiados pela análise ou da disponibilidade de dados, por exemplo. Utilizando um “argumento de autoridade”, pode-se recorrer ao *Economist*, que semanalmente traz em suas últimas páginas estatísticas básicas de 25 economias nacionais selecionadas. A Tabela 1, pano de fundo para as análises posteriores, se vale desta amostra ampla – que será reduzida posteriormente.

Partindo-se de 1994,⁴ os países são elencados por ordem decrescente de desempenho médio ao longo dos doze anos encerrados em 2005. Guiando-se pela primeira coluna, já se explicitam as marcas do contraste de desempenho, com forte caráter regional: os números muito superiores da China, a predominância de nações asiáticas entre as mais dinâmicas ao longo do período, a concentração (à exceção de Chile e Peru) dos latino-americanos entre as últimas posições e a dispersão dos países europeus (muitos dos quais “economias em transição” ao capitalismo de mercado a partir do final dos anos 1980) e dos demais selecionados (Egito, África do Sul e Israel).

Agrupados os resultados em três subperíodos, outra característica fundamental vem à tona: a sensível redução do (elevado) ritmo nos anos intermediários entre uma “primeira onda” e a “segunda” e atual. Para a média simples, o ritmo cai de 5,2% a.a. em média entre 1994 e 1997 para 2,6% de 1998 a 2002, e volta a se elevar para 5,4% de 2003 a 2005. Utilizando a ponderação pelo tamanho das economias medido em dólares correntes, essa oscilação ainda é bastante destacada: para os mesmos períodos, as médias anuais são de, respectivamente, 5,5%; 3,9% e 6,2%. Já com a ponderação através das estimativas dos PIBs pela paridade do poder de compra, o movimento é mais suave: 6,1%; 4,6% e 7,2% a.a., em média.

⁴ Na realidade, como será visto nos próximos itens, além do início do Plano Real (e portanto, na prática, da “era FHC”), há outros motivos nacionais (a conclusão da renegociação da dívida nos moldes do Plano Brady e a integração completa aos novos fluxos externos de capital) e internacionais (principalmente o início do espetacular ciclo de crescimento da economia chinesa ainda em curso) para ali ser fixado o marco zero da análise.

Tabela 1
Taxas de crescimento real do PIB, períodos e países selecionados, em % a. a.

	1994-05	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
China	9,50	13,1	10,9	10,0	9,3	7,8	7,1	8,4	8,3	9,1	10,0	10,1	9,9
Índia	6,40	6,8	7,6	7,5	4,7	6,0	7,0	5,3	4,1	4,2	7,2	8,1	8,3
Cingapura	5,94	11,6	8,1	7,8	8,3	-1,4	7,2	10,0	-2,3	4,0	2,9	8,7	6,4
Malásia	5,53	9,2	9,8	10,0	7,3	-7,4	6,1	8,9	0,3	4,4	5,4	7,1	5,3
Coréia	5,25	8,5	9,2	7,0	4,7	-6,9	9,5	8,5	3,8	7,0	3,1	4,6	4,0
Chile	4,91	5,7	10,6	7,4	6,6	3,2	-0,8	4,5	3,4	2,2	3,7	6,1	6,3
Taiwan	4,82	7,1	6,4	6,1	6,6	4,5	5,7	5,8	-2,2	4,2	3,4	6,1	4,1
Egito	4,78	4,2	4,5	4,9	5,9	7,5	6,1	5,4	3,5	3,2	3,1	4,1	5,0
Peru	4,53	12,8	8,6	2,5	6,8	-0,7	0,9	2,9	0,2	4,9	4,0	4,8	6,7
Polônia	4,49	5,2	6,8	6,3	7,1	5,0	4,5	4,2	1,1	1,4	3,8	5,3	3,2
Filipinas	4,23	4,4	4,7	5,8	5,2	-0,6	3,4	6,0	1,8	4,4	4,5	6,0	5,1
Hong Kong	4,07	5,6	3,9	4,2	5,1	-5,5	4,0	10,0	0,6	1,8	3,2	8,6	7,3
Israel	3,98	8,6	6,7	5,4	3,6	3,7	2,3	7,7	-0,3	-1,2	1,7	4,4	5,2
Tailândia	3,88	9,0	9,2	5,9	-1,4	-10,5	4,4	4,8	2,2	5,3	7,0	6,2	4,4
Indonésia	3,74	7,5	8,2	7,8	4,7	-13,1	0,8	5,4	3,8	4,4	4,7	5,1	5,6
Hungria	3,73	2,9	1,5	1,3	4,6	4,9	4,2	5,2	4,3	3,8	3,4	4,6	4,1
Turquia	3,71	-5,5	7,2	7,0	7,5	3,1	-4,7	7,4	-7,5	7,9	5,8	8,9	7,4
África do Sul	3,26	3,2	3,1	4,3	2,6	0,5	2,4	4,2	2,7	3,7	3,0	4,5	4,9
Rep. Tcheca	2,93	3,2	6,4	4,2	-0,7	-1,1	1,2	3,9	2,6	1,5	3,2	4,7	6,0
México	2,92	4,4	-6,2	5,2	6,8	5,0	3,8	6,6	0,0	0,8	1,4	4,2	3,0
Brasil	2,69	5,9	4,2	2,7	3,3	0,1	0,8	4,4	1,3	1,9	0,5	4,9	2,3
Colômbia	2,69	5,1	5,2	2,1	3,4	0,6	-4,2	2,9	1,5	1,9	3,9	4,8	5,1
Argentina	2,33	5,8	-2,8	5,5	8,1	3,9	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9	8,8	9,0	9,2
Rússia	1,89	-12,7	-4,1	-3,6	1,4	-5,3	6,3	10,0	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4
Venezuela	1,66	-2,3	4,0	-0,2	6,4	0,3	-6,0	3,7	3,4	-8,9	-7,7	17,9	9,3
Média simples	4,15	5,2	5,3	5,1	5,1	0,1	2,7	5,8	1,5	2,6	3,9	6,6	5,8
Média (US\$ correntes)	5,02	5,7	5,4	5,5	5,5	1,8	4,0	6,4	2,8	4,5	5,3	7,1	6,3
Média (US\$ PPP)	5,76	6,1	6,1	6,3	5,9	2,6	4,7	6,6	4,1	5,2	6,5	7,8	7,3

Fonte: FMI. *World Economic Outlook database*, Apr. 2006. Elaboração própria.

Com poucas exceções (Egito, Hungria, México e, em menor medida, Coréia) o padrão se repete para toda a lista: queda do crescimento no período intermediário, e retomada forte depois de 2003. No caso do líder da corrida, a estrondosa média de 9,5% a. a. (já com as revisões, para cima, realizadas na série histórica recentemente) teria sido ainda maior se, entre 1998 e 2002, não houvesse se reduzido para “apenas” 8,1% a.a. Junto com a Índia – cujo crescimento médio também se reduz depois de 1997 mas se mantém em taxas bastante elevadas (5,3% a.a., vindo de 6,7% nos primeiros quatro anos e se elevando para 7,9% nos últimos três) – a China ajuda a manter mais suave a curva das médias ponderadas pelos dólares correntes, e principalmente pelo critério da PPP. Fica explícito que estas duas, entre as principais economias emergentes, foram as que menos sofreram com o período de crises. Tomando este último e mais correto critério de ponderação, também se sobressaem a excepcionalidade, negativa, dos anos de 1998 (1,8% de crescimento em média para os 25 emergentes) e 2001 (4,1%) e o ritmo recorde atingido em 2004.

Neste *ranking*, o papel do Brasil é bastante modesto: o 21º maior (ou o 4º menor) crescimento no período todo, decomposto em posições não muito melhores nas duas primeiras fases (respectivamente 18º e 17º), e do último lugar nos últimos três anos (com uma média de 2,56% a.a. que, claramente insuficiente diante das necessidades do país, chama ainda mais a atenção diante do cenário externo na qual foi atingida).

A título de comparação, registre-se que o mundo cresceu, nos doze anos em tela, a uma média de 3,9% a.a., mas com uma oscilação menos pronunciada dos que os emergentes: 4,0% a.a. entre 1994 e 97; 3,4% a.a. de 1998 a 2002 e elevados 4,7% a.a. no triênio encerrado em 2005. Entre os países avançados, as médias são de 2,8% a.a. para o período todo e nos subperíodos, respectivamente, 3,1%a.a.; 2,5%a.a. e 2,7%a.a. – uma relativa estabilidade que se deve muito mais aos países da zona do euro (cujo ritmo médio só se altera, e para baixo, na última etapa: 2,3%a.a.; 2,5%a.a. e 1,4%a.a.) do que aos Estados Unidos (para os mesmos momentos: 3,7%a.a.; 2,9%a.a. e 3,5%a.a.) e, guardadas as devidas proporções, ao Japão (1,8%a.a.; 0,3%a.a. e 2,3%a.a.).⁵

Se um ciclo completo é entendido como uma fase de ascensão seguida por uma queda, os países emergentes, mesmo com ritmos muito distintos, podem ser localizados em plena fase positiva de um segundo ciclo de crescimento. Ao mesmo tempo, as informações do parágrafo anterior sugerem (i) que se trata de um movimento vinculado ao ritmo da economia global e dos países centrais – principalmente da economia líder – mas que guarda em relação a estes especificidades e, crescentemente, alguns graus de liberdade importantes; e (ii) que estas nações em geral crescem mais do que o mundo e do que os desenvolvidos – o que seria de se esperar, dado o que se entende em geral por emergentes ou em desenvolvimento.

Porém, voltando à outra marca principal do dinamismo dos emergentes no período, estas afirmações genéricas de modo algum podem ser aplicadas indistintamente a todos os 25 países listados. Particularmente, há um notório abismo quantitativo e – como se procurará demonstrar – qualitativo entre as economias asiáticas e as latino-americanas. Por conta disso, o outro eixo aqui adotado é a concentração da análise comparada nos principais países destes dois continentes: China, Índia e Coréia de um lado; Argentina, Brasil e México de outro.

No detalhamento dos ciclos que se segue, além da explicitação do contraste regional, dois países são também analisados como elementos adicionais de comparação: a Rússia pela importância relativa (de longe a maior das “economias em transição”, ainda que com muitos traços distintos dos seus ex-satélites do leste europeu) e a Turquia pelas semelhanças em alguns aspectos com a realidade latino-americana. Junto aos seis asiáticos e latino-americanos já citados antes, estes dois países integram o grupo já destacado na Tabela 1.

Mas o que, afinal de contas, move de forma conjunta mas desigual, para cima e para baixo, as economias emergentes? Em primeiro lugar, obviamente, as suas ações de política econômica, tanto no plano da gestão macro quanto das opções estratégicas de mais longo prazo, particularmente sobre a forma de inserção externa. E quanto a esta, a suposição aqui é a de que, vinculando-as aos movimentos globais e entre si, estão suas relações com o resto do mundo, cujas fases são analisadas na seqüência em seus componentes financeiro e comercial.

⁵ Fonte: FMI. *World Economic Outlook database* abr. 2006. Ver a Seção II para uma análise mais detalhada do dinamismo global e de seus principais componentes e determinantes.

2 Ciclo financeiro

A marca principal do período acompanhado aqui, no que se refere às finanças internacionais, foi a incorporação dos países emergentes ao fenômeno conhecido como “globalização financeira” – um conjunto de transformações qualitativas e quantitativas que, dentro do sistema monetário internacional baseado no “padrão dólar flexível”, já marcava as economias centrais a partir do fim do arranjo de *Bretton Woods*. No que se refere ao primeiro tipo de mudanças, seus traços gerais são bastante conhecidos: um amplo aumento da mobilidade internacional dos capitais ensejada por processos nacionais de liberalização financeira interna e externa, a emergência de novos atores relevantes (principalmente os chamados investidores institucionais), o ganho relativo de participação das finanças de mercado e securitizadas em relação aos tradicionais fluxos de empréstimos bancários e o predomínio da lógica especulativa, entre outros aspectos.⁶ Já em relação às tendências quantitativas, algumas tentativas de medir o movimento geral podem ser citadas.

Em uma ambiciosa tentativa de quantificação, o estoque de riqueza financeira global – entendido como a soma dos depósitos bancários, instrumentos públicos e privados de dívida, e participações acionárias – foi estimado em US\$ 118 trilhões em 2003, patamar em muito superior ao do início do período aqui acompanhado (US\$ 53 trilhões em 1993) e quase incomparável em relação a 1980 (US\$ 12 trilhões).⁷ O aprofundamento financeiro em termos globais – o estoque era equivalente ao PIB mundial em 1980, cerca do dobro em 1993 e dez anos depois já representava 326% deste total, produto principalmente do ganho de participação de instrumentos de dívida e ações em detrimento de depósitos e empréstimos bancários – não mexeu no entanto em outra característica notória das finanças internacionais: a concentração regional da posse desses ativos. Do estoque total, 80% se concentrava em 2003 na Europa, Japão e Estados Unidos – este último país, isoladamente, possuía 37%. Dos países emergentes, apenas China (4% do estoque financeiro global, aproximadamente US\$ 5,1 trilhões), e em menor medida Coréia e Índia mereciam algum destaque. À América Latina, restava uma observação irônica: “... apesar da atenção que desperta (...), representa apenas 2% (do estoque financeiro global)”.⁸

A dimensão da internacionalização das finanças e o papel ocupado pelos emergentes no quadro ficam ainda mais claros quando o grau de integração financeira é analisado ao longo do tempo. O Gráfico 1, partindo dos dados compilados e disponibilizados por Lane e Milesi-Ferreti (2006), mostra a trajetória de uma das possibilidades de medir esta integração (através da razão entre a soma dos ativos e passivos externos e o PIB em US\$ correntes) desde 1970 até 2004.⁹ Chamam a atenção tanto a forte aceleração do movimento de integração a partir das décadas de 1980 e principalmente de 1990, quanto a distância que separa, também neste aspecto, o mundo em

⁶ Para um apanhado geral ver o capítulo 7 de Carneiro, R. *Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX*. São Paulo: Ed. Unesp/IE-Unicamp, 2002.

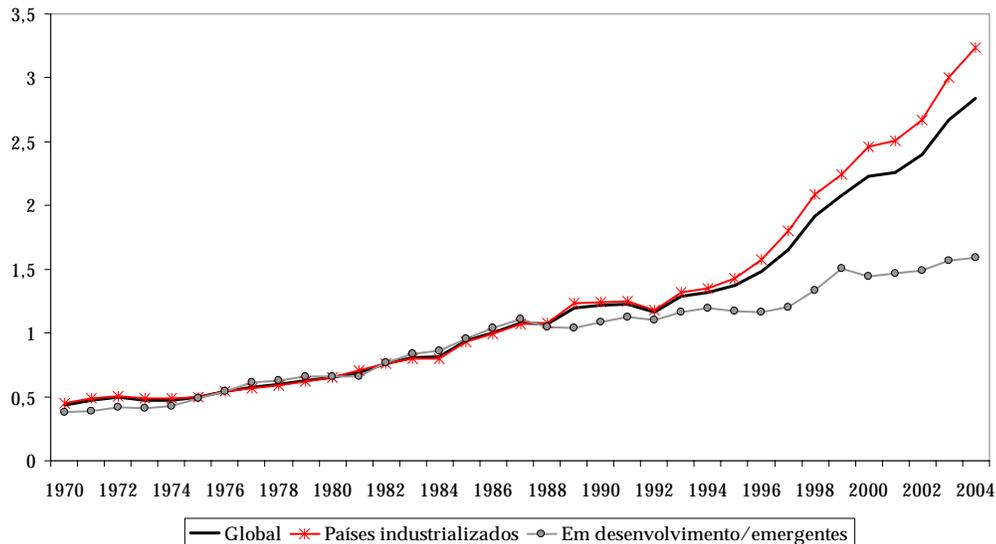
⁷ McKinsey Global Institute. *\$118 Trillion and counting*. Taking Stock of the World Capital Markets, Feb. 2005.

⁸ Idem, p. 57.

⁹ Lane, P. R.; Milesi-Ferreti, G. M. *The external wealth of nations Mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004*. Washington, DC: International Monetary Fund, Mar. 2006. (IMF Working Paper, n. 06/69). Uma medida adicional de integração citada neste estudo é a soma dos ativos e passivos de investimento direto e em ações, também dividida pelo PIB em dólares.

desenvolvimento dos países classificados como “industrializados”.¹⁰ A ironia é que o engajamento de várias partes da periferia na “globalização financeira”, a partir de meados dos anos 1990, não representa grande aumento na velocidade de sua integração, e marca o início da crescente discrepância em relação aos industrializados.

Gráfico 1
Integração financeira, (ativos + passivos externos)/PIB, 1970-2004



Fonte: Lane e Milesi-Ferreti (2006), *Statiscal Appendix*. Elaboração própria.

Porém, se não há dúvidas sobre a pouca importância dos emergentes no estoque de riqueza e no movimento financeiro global, o inverso está longe de ser verdadeiro: a oscilação entre fases de abundância e escassez de financiamento externo tem sido decisiva na situação econômica destes países ao longo dos últimos anos, e é central na definição das distintas fases de crescimento descritas no item anterior, principalmente para aqueles países que mais avançaram no processo de abertura financeira.

Não há uma maneira única ou incontestável de quantificar os movimentos nas condições de financiamento, o que recomenda a observação por vários ângulos complementares. O primeiro deles é fornecido pela Tabela 2, que segue a metodologia do *Institute of International Finance*, associação dos grandes bancos internacionais que, para medir os fluxos líquidos de capital para os emergentes,¹¹ os divide em fluxos privados, fluxos oficiais e empréstimos e depósitos de residentes. Os fluxos privados se subdividem em fluxos de participações (*equities*, tanto diretos como de carteira) e fluxos geradores de dívidas (com credores privados na forma de bancos e não-bancos).

¹⁰ Neste estudo, composto por Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Irlanda, Itália, Japão, Luxemburgo, Holanda, Nova Zelândia, Noruega, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos. Outros 121 países, classificados como em desenvolvimento ou emergentes, completam a ampla base de dados.

¹¹ O agregado do IIF é o seguinte: China, Índia, Indonésia, Malásia, Filipinas, Coreia, Tailândia; Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru, Uruguai, Venezuela; Bulgária, Rep. Tcheca, Hungria, Polônia, Romênia, Rússia, Eslováquia e Turquia; Argélia, Egito, Marrocos, África do Sul e Tunísia.

A explicitação do resultado agregado em conta corrente e, por construção, também da variação das reservas, fornece uma visão geral sobre o financiamento externo para tais economias.

Tabela 2
Fluxos líquidos de capital para economias emergentes, 1995-2005, em US\$ bilhões

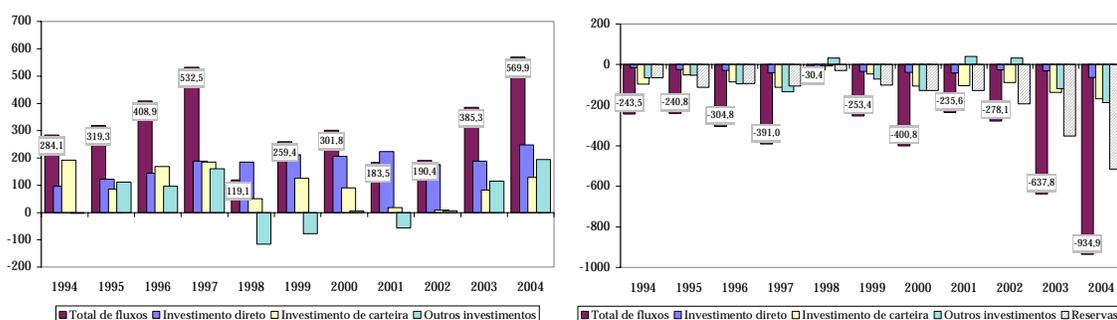
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005(*)
Saldo em Conta Corrente (a)	-82,5	-94,7	-71,1	-9,5	26,1	42,0	25,2	76,5	117,0	144,1	231,9
Financiamento Externo, líquido											
Fluxos Privados (b=c +f)	233,9	324,5	283,9	136,6	161,6	194,5	132,0	125,0	228,8	329,3	399,6
Investimento em participações (c=d+e)	105,5	125,8	140,0	132,8	165,6	154,1	148,8	117,6	134,7	182,1	219,6
Investimento direto (d)	75,5	92,7	118,0	122,5	153,0	139,3	140,4	116,5	97,6	143,8	157,9
Investimento em carteira (e)	30,0	33,1	22,0	10,3	12,6	14,8	8,4	1,1	37,1	38,3	61,7
Cretores privados (f=g+h)	218,4	198,7	144,0	3,8	-4,0	40,4	-16,8	7,4	94,0	147,2	180,0
Bancos comerciais (g)	95,4	118,0	59,5	-60,0	-45,5	-0,9	-23,7	-8,3	26,9	63,9	88,7
Não-bancos (h)	33,0	80,7	84,5	63,8	41,5	41,3	6,9	15,7	67,2	83,2	91,3
Fluxos Oficiais, líquido (i=j+l)	39,3	4,7	46,5	54,4	12,1	-1,0	10,1	-6,4	-20,1	-24,8	-66,8
IFIs (j)	18,7	7,0	30,9	38,3	3,0	2,7	22,8	6,9	-6,4	-16,2	-40,2
Créditos bilaterais (l)	20,6	-2,3	15,6	16,1	9,1	-3,7	-12,7	-13,3	-13,8	-8,7	-26,6
Empréstimos de residentes e outros, líquido (m)	-93,7	-147,8	-217,4	-133,3	-144,5	-166,0	-80,9	-43,4	-57,7	-51,4	-148,5
Variação de reservas = -(a+b+i-m), -=acrécimo	-97,0	-86,7	-41,9	-48,0	-55,3	-69,6	-86,4	-151,6	-267,9	-397,1	-416,2

(*) Estimativa preliminar.

Fonte: IIF. *Capital Flows to Emerging Market Economies*, vários números. Elaboração própria.

O movimento líquido, no entanto, às vezes mascara algumas tendências importantes. Outra descrição possível, que segue a divisão da conta financeira do balanço de pagamentos e desagrega os fluxos de entrada e de saída (estes incluindo o acúmulo de reservas internacionais), é dada pelo Gráfico 2, construído a partir dos dados do FMI até 2004 para um conjunto mais amplo de economias,¹² – e que também descreve três fases.

Gráfico 2
Fluxos de entrada (esquerda) e de saída (direita) de capital para emergentes, 1994-2004, em US\$ bilhões



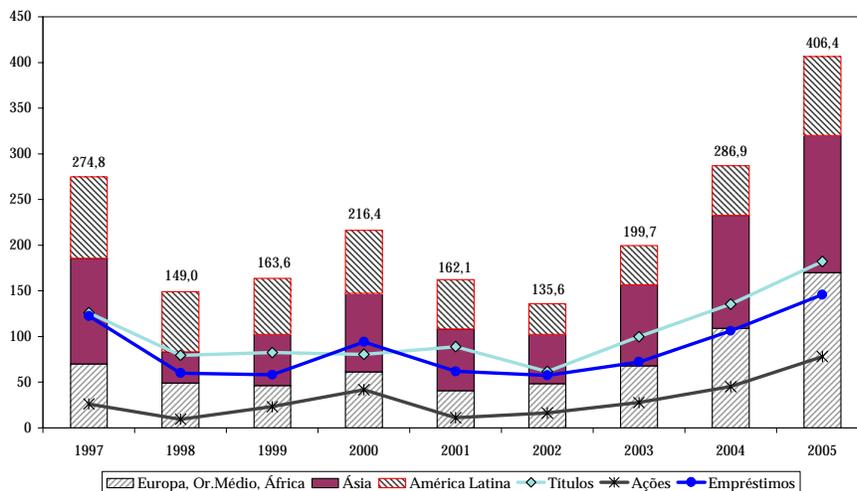
Fonte: FMI. *Global Financial Stability Report 2006*. Elaboração própria.

Um dos traços mais visíveis nestas duas formas de apresentação é a relativa estabilidade (em altos patamares, principalmente a partir de 1997) do investimento direto, a indicar que a oscilação no financiamento externo não decorre desta modalidade. Uma terceira forma de

¹² Trata-se do agregado do FMI “outros mercados emergentes e países em desenvolvimento”, com o acréscimo dos NICs asiáticos.

apresentação dos números é concentrar-se nos totais, brutos, apenas dos outros fluxos ou “emissões”, dívidas por instrumento (títulos, ações e empréstimos) e entre as grandes regiões emergentes. O movimento geral desde 1997 e sua decomposição são mostrados no Gráfico 3, e a Tabela 3 apresenta (a partir de 2000) também os números de amortizações e emissões líquidas para cada uma das regiões, além dos totais brutos para os principais países acompanhados.¹³

Gráfico 3
Emissões brutas de instrumentos financeiros por países emergentes,
1997-2005, em US\$ bilhões



Fonte: FMI. *Global Financial Stability Report 2006; Emerging Market Financing*, vários números. Elaboração própria.

Tabela 3
Emissões externas de países emergentes, 1997-2005, panorama geral, em US\$ bilhões

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Total Emergentes									
Emissões Brutas	274,8	149,0	163,6	216,4	162,1	135,6	199,7	286,9	406,4
Títulos	126,2	79,5	82,4	80,5	89,0	61,6	99,8	135,5	182,2
Ações	26,2	9,4	23,2	41,8	11,2	16,4	27,7	45,2	78,2
Empréstimos	122,5	60,0	58,1	94,2	61,9	57,6	72,2	106,2	145,9
Amortizações				113,9	147,1	128,5	119,5	128,1	108,0
Emissões líquidas				102,5	15,0	7,1	80,2	158,8	298,4
Ásia									
Emissões Brutas	115,7	34,2	56,0	85,9	67,5	53,9	88,8	123,7	150,4
Títulos				24,5	35,9	22,5	35,8	52,1	53,6
Ações				31,6	9,6	12,4	24,7	35,3	57,9
Empréstimos				29,8	22,0	32,3	27,5	36,3	38,9
Amortizações				56,6	66,2	55,7	45,5	49,8	38,7
Emissões líquidas				29,3	1,3	-1,8	43,3	73,9	111,7
China									
Emissões Brutas				23,1	5,6	8,9	13,6	24,4	35,8
Índia									

Continua...

¹³ Os valores totais para emergentes, no gráfico e na tabela, se referem ao agregado do FMI citado na nota anterior.

Tabela 3 – Continuação

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Emissões Brutas				2,2	2,4	1,4	4,1	13,9	19,3
Coréia									
Emissões Brutas				14,2	17,0	14,7	17,2	24,4	34,5
América Latina									
Emissões Brutas	89,2	65,7	61,4	69,1	53,9	33,4	43,3	54,3	86,2
Títulos				35,6	33,6	18,3	31,2	33,4	60,0
Ações				5,1	1,2	2,0	0,8	2,0	5,8
Empréstimos				28,4	19,1	12,7	10,7	18,8	20,8
Amortizações				32,3	45,6	40,8	40,4	46,7	37,1
Emissões líquidas				36,8	8,3	-7,4	2,9	7,6	49,1
Argentina									
Emissões Brutas				16,6	3,4	0,8	0,2	2,0	22,0
Brasil									
Emissões Brutas				23,2	19,5	10,9	12,0	15,9	25,4
México									
Emissões Brutas				15,3	13,8	10,0	17,0	19,0	17,5
Europa, Or. Médio, África									
Emissões Brutas	70,0	49,0	46,3	61,4	40,8	48,3	67,7	109,0	169,8
Títulos				20,4	19,6	20,9	44,7	50,0	69,1
Ações				5,1	0,5	2,0	2,8	7,9	14,4
Empréstimos				36,0	20,7	24,5	34,0	51,1	86,3
Amortizações				24,9	35,3	32,0	33,6	31,6	32,2
Emissões líquidas				36,5	5,5	16,3	34,1	77,4	137,6
Rússia									
Emissões Brutas				4,0	3,2	8,5	12,1	23,3	32,3
Turquia									
Emissões Brutas				20,4	6,4	6,4	9,4	14,6	18,3

Fonte: FMI. *Global Financial Stability Report 2006; Emerging Market Financing*, vários números. Elaboração própria.

Por qualquer dos ângulos, a marca dos ciclos é nítida. Os anos de 1996 e 1997, dependendo do critério, marcam o ápice de uma primeira fase de abundância, que junto com a progressiva elevação do IDE, marca a ascensão conjunta das outras modalidades de financiamento, atingindo então valores só superados nos últimos dois anos. Também dignas de nota, duas outras características: a predominância de saldos reduzidos ou déficits de variados tamanhos em conta corrente (a primeira linha da Tabela 2 é eloqüente a respeito e o Gráfico 4 detalha o resultado por país) e a manutenção taxas de crescimento e níveis de reservas internacionais até então considerados elevados (última linha da Tabela 2 e Gráfico 5).

A primeira metade da década havia marcado, principalmente para a América Latina, a retomada das possibilidades de financiamento externo. Após a restrição absoluta sofrida em boa parte da “década perdida” – o longo período de escassez que se seguira ao endividamento externo conduzido pela reciclagem dos “petrodólares” – abriu-se um horizonte de possibilidades de tomada de recursos, nas novas modalidades que marcavam os novos tempos. Necessária para a absorção de tais fluxos, a principal mudança estrutural implementada foi a liberalização das relações financeiras com o exterior, num processo fartamente documentado, que atende a distintos

determinantes nas duas principais regiões emergentes.¹⁴ Além disso, o encaminhamento das renegociações das dívidas externas latino-americanas, muitas delas em moratória, nos moldes do Plano Brady (securitização e redução do passivo total, entre outros aspectos) também é uma marca da mudança de ares – que chegou a despertar a confiança na garantia de um fluxo de financiamento externo estável e adequado às necessidades de desenvolvimento de tais países.

O debate da época sobre os determinantes da volta dos fluxos de capital, que contrastava os “fatores internos” (avanço e compromisso com as reformas liberalizantes, programas de estabilização bem-sucedidos, solução para os passivos externos acumulados) aos “externos” (a reversão conjuntural nos países centrais, que resultava em baixas taxas de juros e busca por maiores rendimentos em praças arriscadas da periferia),¹⁵ é tomado aqui como central, e sua importância transcende aquela conjuntura favorável – que, aliás, não perdurou por muito tempo.

A fase de abertura e absorção de recursos manteve o seu caminho até meados de 1997, quando se inicia na Tailândia uma série de episódios de crise cambial marcado por um conjunto de características comuns (que já haviam se manifestado na crise mexicana na passagem de 1994 para 1995, mas cujos efeitos de contágio foram rapidamente controlados). Entre esses traços, a já citada deterioração prévia dos resultados em conta corrente; a perda acelerada de reservas (fuga de capital) diante do ataque especulativo às taxas de câmbio controladas; a acentuada desvalorização cambial e a adoção do câmbio flutuante; e, em maior ou menor medida, a contaminação do sistema financeiro pela crise, que se transforma também em crise bancária e em alguns casos em crise fiscal.

Esse roteiro básico, com pequenas variações, pôde ser assistido primeiramente nos países mais dinâmicos do sudeste asiático: Tailândia, Filipinas, Indonésia, Malásia e, subindo um degrau pela importância do alvo da vez, Coreia; tudo no segundo semestre de 1997. Manifestava-se então uma marca da forma de organização integrada e desregulada das finanças globais, às quais os emergentes haviam se interligado: o contágio de outros mercados (mesmo que compartilhassem com o centro dos problemas apenas o fato de não serem países centrais) e a “fuga para a qualidade”. Na seqüência, o movimento se reproduziu em várias outras praças, nas quais a combinação de abertura financeira, endividamento externo de curto prazo, apreciação cambial e deterioração da conta corrente – diante do ambiente externo de elevada aversão ao risco – acabou se mostrando explosiva: Rússia em meados de 1998, Brasil no início de 1999, Turquia em 2001 e Argentina, após longa agonia, na passagem para 2002. No caso brasileiro, dois outros episódios

14 Enquanto o principal resultado da abertura e absorção de recursos financeiros na América Latina foi a viabilização de programas de estabilização baseados na âncora cambial sustentada pelos fluxos e estoques de reservas, na Ásia o movimento (não acompanhado por Índia e China) decorre mais da dinâmica de concorrência produtiva regional, particularmente nos setores de eletroeletrônicos que, na passagem para a década de 1990, resultou em excesso de oferta, queda de preços e da lucratividade e maior necessidade de financiamento externo. Ver 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. Além desta, outra referência obrigatória é 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.

15 A referência principal, no debate internacional, da linha que defende os fatores internos é El-Erian, M. Restoration of access to voluntary capital markets – the recent Latin American experience *IMF Staff Papers*, v. 39, n. 1, 1992. Já pelo lado da defesa dos fatores externos, o trabalho principal, no interior do *mainstream economics*, é o de Calvo, G.; Leiderman, L.; Reinhart, C. Capital flows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *IMF Staff Papers*, v. 40, n. 1, 1993.

semelhantes ocorrem dentro desse intervalo, tendo como motivação imediata as incertezas diante da crise energética de 2001 e em seguida as eleições presidenciais de 2002.

As peculiaridades e fatores internos, no entanto, não devem desviar a atenção dos determinantes gerais do período de dificuldade, sob o risco de prejudicar a compreensão também do presente. Como exposto por Kregel (1999), a própria estratégia de estabilização, e o seu sucesso, traziam consigo as “sementes da própria destruição”: a deterioração dos “fundamentos” era um processo endógeno, que decorria da entrada maciça de capitais prevista e provocada pelo modo de integração financeira e pelos diferenciais de rendimentos, em meio ao ambiente de reduzida aversão ao risco e *search for yield*.¹⁶

O elemento de fundo para a passagem para o período de dificuldades não é, portanto, interno nem exclusivo a nenhum dos receptores. As condições nos países centrais (e portanto nos mercados financeiros globais) mudam, e se tornam muito menos favoráveis à ampla liquidez global que havia marcado o momento anterior: taxas básicas e longas de juros mais altas diante da “exuberância irracional”, posteriormente os escândalos contábeis e, não menos importante, o aumento dos “riscos geopolíticos” principalmente a partir do ataque terrorista de setembro de 2001 (ver SEÇÃO II).

A mudança de patamar dos fluxos de capital, sob qualquer dos ângulos mostrados nas Tabelas 2 e 3 e nos Gráficos 2 e 3, é patente entre 1998 e 2002: a média anual de fluxos privados líquidos cai quase pela metade em relação ao triênio anterior (e o tombo só não é maior por conta do IDE); os fluxos de entrada de investimentos de carteira e outros investimentos se retraem ano após ano e as emissões brutas totais, de um patamar (já no ano problemático de 1997) superior a US\$ 270 bilhões, caem para uma média anual de US\$ 165 bilhões, com declínio generalizado em todos os instrumentos.

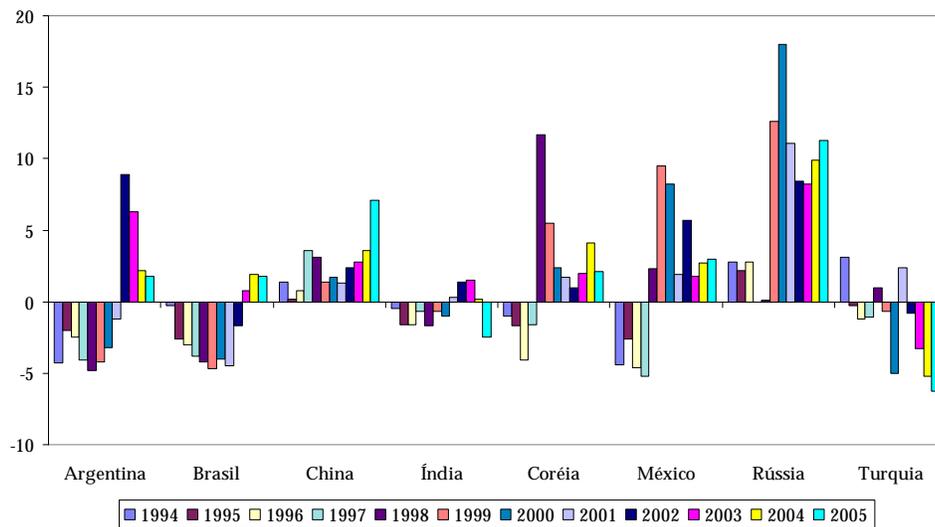
Voltando às crises e suas origens imediatas, no Gráfico 7, mostrado adiante, é possível visualizar perfeitamente cada um dos episódios, através do “mergulho” de cada moeda (o câmbio é medido ali de maneira invertida, divisa/moeda nacional, pelo conceito de taxa efetiva real) num determinado intervalo de tempo concentrado: México na virada de 1994 para 95, Coréia no fim de 1997, Rússia no final de 1998, Brasil no início de 1999 (e novamente em 2001 e 2002), Turquia em 2001 e Argentina no primeiro mês de 2002. Também se nota, através do Gráfico 4, a deterioração da conta corrente que, via de regra, atingiu os países nos anos anteriores às suas respectivas crises (assim como a recuperação das contas externas, que foi muito mais rápida em algumas nações do que em outras). Um pouco abaixo, no Gráfico 5, o terceiro dos “fundamentos”: os níveis de reservas internacionais, muito menores do que os mais recentes e que, em vários casos, apresentam queda nos momentos de maior dificuldade. Conforme se argumentou acima, estes são os sintomas (ou as conseqüências), muito mais do que as causas, da mudança de ambiente, cujas origens devem ser buscadas em outras instâncias. O fato de a deterioração dos fundamentos reforçar o movimento nas situações de pânico, não-diferenciação e “comportamento de manada”, não invalida o raciocínio.

¹⁶ Kregel, J. A. Was there an alternative to the Brazilian crisis? *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 19, n. 3, (75), Jul./Sept. 1999.

Com esse mesmo olhar é que devem ser examinadas aquelas que são as grandes peculiaridades do ciclo atual de liquidez, observáveis nos mesmos Gráficos 4 e 5.

Quanto à conta corrente, México e principalmente Turquia parecem destoar da tendência, mas são exceções: dos agregados do FMI para os países emergentes, todos à exceção da Europa Oriental e Central são superavitários desde 2003 e assim devem permanecer em 2006 e 2007 e, da amostra mais ampla de 25 países do *Economist*, as previsões do Fundo para o ano em curso indicam predomínio de resultados positivos (16 contra 9 deficitários), sendo apenas 6 os casos de déficit previsto superior a 3% do PIB.¹⁷

Gráfico 4
Saldo em conta corrente, em % PIB



Fonte: FMI. *World Economic Outlook database*, Apr. 2006. Elaboração própria.

Já em relação ao tamanho e o crescimento dos estoques de reservas internacionais – retratados no Gráfico 5 em duas partes distintas, com uma amostra mais ampla de países – para quase todos os países (Brasil e Argentina são notáveis exceções), o período recente não encontra paralelo histórico, e os números em muito superam os atingidos no auge do ciclo anterior de liquidez.¹⁸ Duas faces da mesma moeda – a variação de reservas é a contrapartida contábil do saldo em conta corrente, dado o resultado da conta capital e financeira – estes dois fundamentos, outrora culpados (por alguns) pelas crises, agora estão no centro de um raciocínio semelhante e com o sinal

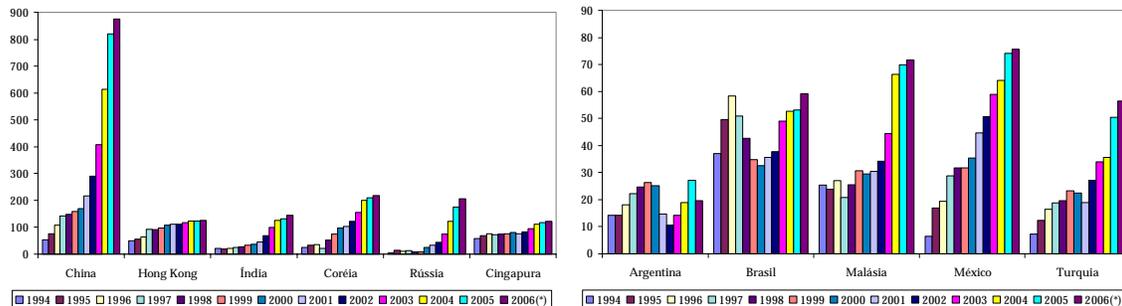
¹⁷ São eles: Hungria (-8,2%); Turquia (-6,5%); África do Sul (-3,9%); Índia (-3,1%); Polônia (-2,5%) e Rep. Tcheca (-2,3%).
Fonte: *World Economic Outlook database*, Apr. 2006.

¹⁸ Excluído do Gráfico 5 pela indisponibilidade da série histórica na base do Banco Mundial, o estoque de reservas de Taiwan é o segundo mais alto, somando US\$ 215,9 bilhões em fevereiro de 2006. Comparando esse com o outro fundamento citado, a situação preocupante de alguns países em conta corrente é em parte compensada, a começar pela Índia e, guardadas as proporções, pela Turquia e Polônia (esta com US\$ 43,7 bilhões de reservas em março de 2006). Porém Hungria (estoque de apenas US\$ 21,5 bilhões em março), África do Sul (US\$ 20,6 bi), República Tcheca (US\$ 29,4 bi) aparecem também por esse critério como os mais vulneráveis.

trocado: eles não apenas explicariam a volta da disponibilidade de financiamento como ofereceriam proteção contra mudanças indesejáveis no quadro atual de liquidez “exuberante”.¹⁹

Gráfico 5

Reservas internacionais, fim de período, em US\$ bilhões



(*) Últimos dados disponíveis, relativos a fevereiro ou março.

Fonte: Banco Mundial. *World Development indicators database online*, *The Economist*. Elaboração própria.

Tal adjetivo, no que se refere aos países emergentes, dificilmente poderia ser considerado exagerado. Voltando aos números mostrados páginas atrás, todas as medidas de disponibilidade e condições de financiamento atingem seus picos históricos em 2005: os fluxos privados líquidos pelo conceito do IIF beiram os US\$ 400 bilhões e deixam para trás os US\$ 324 bilhões de 1996; as emissões brutas medidas pelo FMI (que excluem o IDE), já num nível recorde próximo a US\$ 290 bilhões em 2004, superam o patamar de US\$ 400 bilhões; e, de acordo com as tendências mostradas no Gráfico 2, não apenas os fluxos de entrada batem recordes, mas também os de saída, engordados pelo já comentado movimento de acumulação de reservas e pelo desendividamento externo²⁰ – processo também ensejado pelo contexto de liquidez abundante e saldos em conta corrente.

Há vários outros sintomas disponíveis. Os prêmios de risco, mostrados no Gráfico 6 (pelo qual a visualização das três fases do ciclo financeiro também é perfeita), mergulham a partir do final de 2002 em direção aos seus mínimos históricos atuais. O volume negociado nos mercados secundários de papéis emitidos por emergentes cresce 18% em 2005 (em meio aos processos de recompra dos *brady bonds* por vários países latino-americanos, também possibilitados pelo ambiente favorável), atingindo seu maior nível desde 1997. Outro sinal positivo para os países que mais dependem deste tipo de financiamento também é identificável: o ganho de participação de instrumentos locais no total negociado, a ilustrar o crescente interesse de aplicadores estrangeiros, que também se verifica em relação aos mercados de ações.²¹ A possibilidade de pré-financiamento de grande parte das obrigações externas de 2006 e as recentes emissões, raras na história, de papéis denominados em moedas locais nos mercados internacionais, também chamam a atenção dos

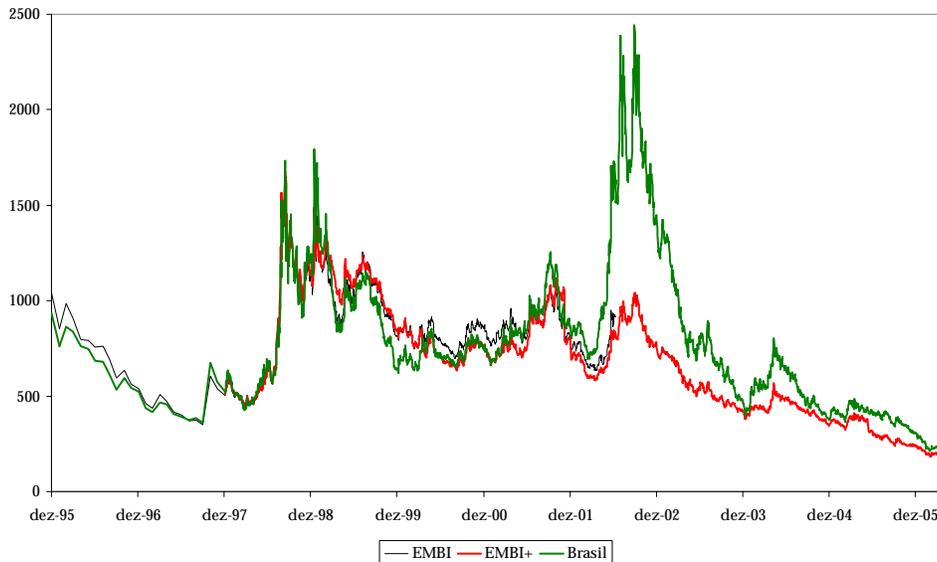
¹⁹ Sobre o quadro e a exuberância, mas não sobre o raciocínio (retomado abaixo), ver Cintra, M. A. M. A exuberante liquidez global. *Economia Política Internacional: Análise Estratégica*, Campinas, CERI-IE/Unicamp, n. 5, abr./jun. 2005.

²⁰ Para detalhes do caso brasileiro, ver a Seção IV.

²¹ Emerging Market Traders Association. *2005 Annual Debt Trading Volume Survey*. Feb. 2006. Os eurobônus lideraram a divisão por tipo de título (48%), seguidos de perto pelos instrumentos locais (47%) – que crescem significativamente em relação ao pico anterior de 1997, quando representavam apenas 25%. Em termos de emissor, o Brasil respondeu por 28% do volume negociado em 2005, seguido por México (17%), Turquia (9%), Rússia (7%) e Argentina (6%).

analistas.²² Do ponto de vista dos fundos de aplicação nestes mercados, duas outras tendências também merecem destaque: um alargamento, em termos geográficos e por tipo de aplicador, das fontes de recursos; e um movimento de melhora na classificação de riscos das dívidas soberanas, oriundos das agências de classificação de risco: a relação entre *upgrades* e *downgrades*, que chegou a ser de 1:1 em 2001, foi de 3:1 em 2004 e 4:1 em 2005.²³

Gráfico 6
Prêmios de riscos, em pontos-base



Fonte: J.P. Morgan; Ministerio de Economía y Producción, Argentina. Elaboração própria.

Diante de tal quadro, não surpreende que o debate entre fatores internos e externos na determinação dos fluxos financeiros para os emergentes seja, em parte, reeditado.

Além dos “bons fundamentos” (em conta corrente e reservas) já citados e que não mais se restringem aos países asiáticos, também são chamados a testemunhar a favor dos receptores o comportamento “pragmático” dos governos quanto à política econômica (mesmo aqueles com “perfil esquerdista”), que se traduzem em bons indicadores de inflação e contas públicas, além dos progressos na administração da dívida externa e o desenvolvimento de fontes locais de financiamento. A combinação destes elementos internos com o contexto global de ampla liquidez permitiria vislumbrar um horizonte de auto-reforço das tendências, que resultaria na elevação à categoria de *investment grade* e, com ela, na almejada garantia de financiamento externo estável, seguro e de prazo longo. Na expressão mais exagerada do argumento, um dos mais respeitados analistas do setor, o mesmo que se destacava pela defesa da preponderância dos fatores internos no ciclo anterior, chegou a falar em “novo paradigma” para a região: as transformações estruturais funcionariam a partir de agora como âncora, pavimentando o caminho do crescimento sustentado e

²² Ver por exemplo FMI. Global financial stability report, 2006b; e BIS. *Quarterly Review*, Mar. 2006.

²³ Gomez, M. It's the economy, stupid... *Emerging Markets Watch*, PIMCO, Mar. 2006.

afastando do horizonte o risco de contágios diante de reversões da liquidez global, como os vistos no passado.²⁴

Tal como no debate anterior, esta visão está longe de ser unânime no interior do *mainstream economics*, e não faltam analistas a lembrar os inúmeros fatores de vulnerabilidade que colocariam em xeque a suposta mudança estrutural para vários países, principalmente da América Latina: a dinâmica e o tamanho das dívidas públicas ainda preocupantes, o descasamento de moedas nas estruturas passivas e ativas, o atraso nas reformas estruturais, as baixas taxas de investimento diante das necessidades urgentes de infra-estrutura e serviços sociais, e os riscos políticos crescentes.²⁵

Do ponto de vista aqui adotado, não é necessário recorrer a estes últimos argumentos (alguns de validade duvidosa) para compreender as relações entre a melhora nos fundamentos, a abundância atual de financiamento e as perspectivas futuras. Novamente, não se deve tomar a consequência pela causa: tal como a deterioração das contas externas e a perda de reservas no momento anterior, os processos em curso são muito mais produto das condições financeiras gerais e das formas de inserção privilegiadas, em graus variados, pelos emergentes.

Os resultados em conta corrente, frutos do excepcional momento vivido pelo comércio global e pelo arranjo desequilibrado da economia mundial em vigor, também não podem ser entendidos sem se levar em conta os determinantes externos do ciclo financeiro – dado o componente financeiro no ciclo de preços de *commodities* que responde por grande parte da melhora nos saldos comerciais (como será visto no item seguinte). E a acumulação de reservas, nessa situação, surge como desdobramento da combinação de ampla disponibilidade de financiamento e superávits em conta corrente. Os fluxos de capital fluem então em maior quantidade para países menos dependentes deles, num movimento de auto-reforço.

Mas o determinante maior do processo continua sendo externo, e se refere às condições propícias à abundância de liquidez global: as condições monetárias extremamente frouxas na Europa e Japão, acompanhadas pelas taxas de juros americanas que, antes de iniciar a trajetória de ascensão no segundo trimestre de 2004, permaneceram longo tempo em níveis historicamente baixos; mesmo após a contínua escalada das *fed funds*, a enigmática resistência dos juros longos a acompanhar a subida; a ausência de crises ou qualquer problema financeiro comparável aos do período anterior (ver SEÇÃO II).

Assim interpretado o ciclo recente, as conjecturas sobre sua duração e os efeitos de uma possível reversão se beneficiam mais de outro tipo de discussão, que emana de alguns dos que

²⁴ Melhorias vieram para ficar, diz El-Erian. Entrevista de Mohamed El-Erian a *O Estado de S. Paulo*, 30 out. 2005. A tese do “novo paradigma” foi apresentada em uma conferência em 2005, disponível em: <<http://www.pimco.com/LeftNav/LatestPublications/2005/ElErian05Speech05.2005.htm>>. Uma versão mais suave do argumento é dada pela análise já citada de Gómez (2006). A coluna *Buttonwood* do *Economist* (The third wave – this time, emerging markets are for real, Feb. 28th, 2006), também mais ponderada, fazia análise na mesma direção.

²⁵ Ver Roubini, N. Latin America: secular change leading to a new paradigm for growth or cyclical/external luck? 2005. Disponível em: <<http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/91201>>. Mais recente e com tintas mais fortes, artigo do *Financial Times* (Why investors are deaf to the Latin American march of the populists, Apr. 6th, 2006), concentrava seu ceticismo quanto ao futuro da região nas novas formas de populismo que se disseminavam em meio ao bom momento e à complacência dos investidores.

relatam e louvam os recordes, mas também tratam de alertar para os riscos de reversão, ampliados pela cheia e pelo otimismo geral. O BIS (2006, p. 3-4) chama a atenção para um importante sinal da subestimação de riscos: a melhora generalizada nos prêmios de risco não se repete no que se refere à avaliação qualitativa dos devedores (*ratings*) – que apesar da melhora já citada, preserva diferenças importantes entre os países. Da mesma forma, a dispersão dos *spreads* é muito menor do que a dos *ratings*. Ou seja, parece haver algo além da melhora nos fundamentos a justificar a demanda pelos ativos dos emergentes, o que torna tais papéis sujeitos a movimentos abruptos de re-precificação. De forma mais explícita, os porta-vozes do IIF repetem o alarme quanto à não diferenciação entre os emergentes por parte dos devedores, feito sistematicamente há alguns trimestres.²⁶

Não se trata aqui de prognosticar crises iminentes nem de negar a óbvia melhora nas condições externas de quase todos os países – que os torna, em graus variados, menos suscetíveis a movimentos rápidos de “fuga para a qualidade” como os vistos várias vezes entre 1997 e 2002.²⁷ Mas parece fundamental lembrar que tanto na fase de melhora quanto na construção das condições para a reversão, a relação de causa e efeito entre os fundamentos e os fatores externos tende a ser confundida, e os elementos apontados como virtuosos costumam mudar, às vezes de forma abrupta, de posição, diante de uma mudança nas condições externas.

Seria surpreendente (e de certo modo já é) a continuidade do financiamento abundante em condições muito distintas daquelas que ensejaram o movimento – o que, como visto, podem significar riscos maiores em algum ponto futuro. Se esta interpretação estiver correta, alguns elementos parecem decisivos: (i) o ritmo e a intensidade de uma possível contração da liquidez global (além da tendência de alta das taxas de juros centrais, os desequilíbrios externos da economia americana também lideram a fila de candidatos a motivo principal da reversão); (ii) a íntima ligação entre o ambiente financeiro e o ciclo comercial, que será detalhada no item seguinte; (iii) a ainda profunda distância que separa os diferentes países emergentes entre si; e ligado a isso (iv) os resultados distintos que a fase de alta gerou em cada caso, particularmente no que se refere à taxa de câmbio.

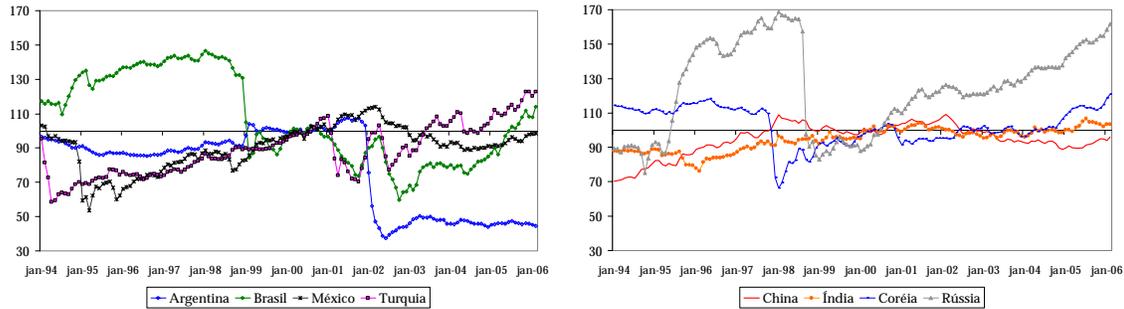
Este é, curiosamente, um fator interno cuja importância em um cenário de reversão tem sido aparentemente subestimada. Se no primeiro ciclo de liquidez o principal uso feito, na América Latina e em outros lugares, da ampla disponibilidade de recursos foi a implementação exitosa de programas antiinflacionários baseados na ancoragem cambial – regime afinal derrotado pelas fugas de capital mesmo nos casos asiáticos, em que cumpria função diferente –, agora as escolhas parecem menos uniformes.

²⁶ Private capital flows to emerging markets to continue at robust levels says New IIF Report. *Press Release*, Mar. 30, 2006.

²⁷ Em pontos isolados (e mais vulneráveis) nas primeiras semanas de abril de 2006 voltavam a surgir episódios de desvalorizações concentradas no tempo das moedas de México, Hungria e Turquia, entre outras. Ver Luchesi, C. P. Moedas dos emergentes perdem força. *Valor Econômico*, 12 abr. 2006. Junto delas, previsões de analistas da Merrill Lynch sobre possíveis desdobramentos da mudança no fator externo fundamental: “o argumento (...) é que o aperto monetário combinado no Japão, Europa e Estados Unidos vai reduzir a procura pelas moedas emergentes (...) os ganhos com *carry trade* (...) vão perder importância à medida que os juros nos países ricos forem subindo...”.

Gráfico 7

Taxa de câmbio efetiva real (divisa/moeda nacional, média 2000=100)



Fonte: BIS. Elaboração própria.

O Gráfico 7 ilustra, além das oscilações bruscas na época das crises, uma tendência de apreciação a partir de meados de 2003 que apresenta intensidades muito distintas. Enquanto a Argentina mantém uma moeda significativamente depreciada em relação à paridade vigente ao longo dos anos 1990 e China e Índia seguem uma estratégia de monótona estabilidade cambial de longo prazo, Turquia, Rússia e Brasil já apresentam níveis efetivos reais muito próximos àqueles vigentes nos momentos anteriores às respectivas crises. A relação destas tendências com o comportamento dos fluxos de capital (que, não há nenhum motivo para duvidar, ainda são em essência *money chasing yield*) pode ser esclarecida pelos movimentos mostrados na Tabela 4 e no Gráfico 8.

Tabela 4

Taxas nominais de juros de depósitos, médias anuais, em % a.a.

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Argentina	8,1	11,9	7,4	7,0	7,6	8,0	8,3	16,2	39,2	10,2	2,6
Brasil	5.175,2	52,2	26,4	24,4	28,0	26,0	17,2	17,9	19,1	22,0	15,4
China	11,0	11,0	7,5	5,7	3,8	2,3	2,3	2,3	2,0	2,0	2,3
Índia ⁽¹⁾	14,8	15,5	16,0	13,8	13,5	12,5	12,3	12,1	11,9	11,5	10,9
Coreia	8,5	8,8	7,5	10,8	13,3	7,9	7,9	5,8	4,9	4,3	3,9
México	15,0	39,8	26,4	16,4	15,5	11,6	8,3	6,2	3,8	3,1	2,7
Rússia	..	102,0	55,0	16,8	17,0	13,7	6,5	4,8	5,0	4,5	3,8
Turquia	87,8	76,0	80,7	79,5	80,1	78,4	47,2	74,7	50,5	37,7	24,3

(1) Taxas de empréstimos

Fonte: Banco Mundial. *World Development Indicators database online*. Elaboração própria.

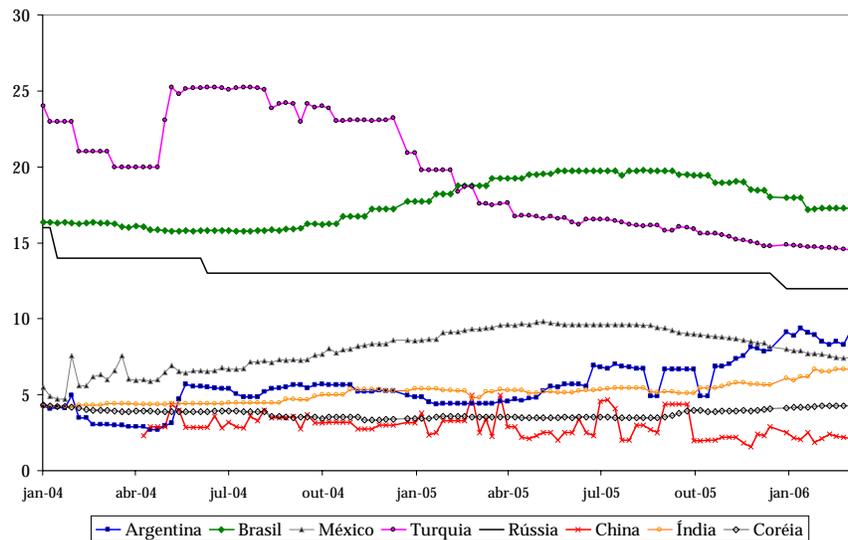
Como costuma acontecer, em fases de abundância de liquidez o “fator interno” que realmente importa (além da garantia das condições de entrada e saída) e que no presente ciclo vem determinando as trajetórias de apreciação cambial, é o diferencial de rendimentos – que se amplia nos casos em que, somando-se aos juros, a trajetória esperada do câmbio nominal indica apreciação adicional.²⁸ Ao olhar para frente, se é verdade que a maior resistência às reversões depende dos resultados da balança comercial, as tendências da taxa de câmbio em cada caso também deveriam

²⁸ Sobre a polêmica quanto aos determinantes da apreciação cambial brasileira no período recente, segue-se aqui o bom senso: não há como desvinculá-la das taxas de juros significativamente mais altas que nos demais emergentes. Ver a Seção IV para uma discussão do problema.

ser levadas em conta, dados os efeitos que costuma causar sobre a competitividade das exportações.²⁹ As peculiaridades do ciclo comercial em curso, analisadas a seguir, ajudam a compreender porque tais fatores pouco se destacam até agora.

Gráfico 8

Taxas nominais de juros de curto prazo efetivamente praticadas, em % a.a.



Fonte: *The Economist*. Elaboração própria.

3 Ciclo comercial

Em um ambiente de “finanças globalizadas”, marcado não apenas pelo aumento no volume dos fluxos de capital, mas também pela sua velocidade e pela redução (voluntária e involuntária, em alguns casos mais acentuada do que em outros) das possibilidades de controle nacional desses movimentos, parece clara uma preponderância dos movimentos financeiros em relação aos comerciais, no tocante ao setor externo dos países emergentes e aos seus efeitos internos, como visto acima. Mesmo subordinado, no entanto, o ciclo comercial também desempenha – e isso é mais verdadeiro para o período atual – papel relevante na determinação dos impulsos externos a essas economias, ampliando ou restringindo as possibilidades de crescimento e desenvolvimento. O longo período aqui acompanhado, neste aspecto, também carrega consigo a marca maior da liberalização – apesar da distância entre as ambições e os resultados das negociações multilaterais desde a Rodada Uruguai do GATT/OMC – e da sucessão de bons e maus períodos.

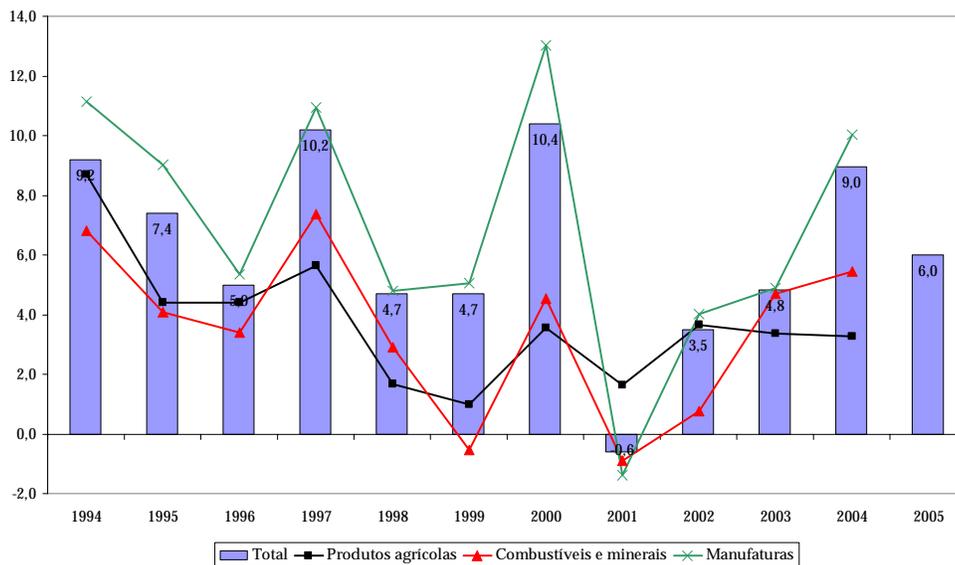
Uma primeira idéia destas condições é dada pelos indicadores do comércio mundial total, cujas taxas de crescimento anual, expressas em volumes, são mostradas no Gráfico 9. De forma menos nítida que em relação às tendências de crescimento e de financiamento externo para os

²⁹ “Typically, very large inflows lift currency values in recipient countries and as these increases feed through to export prices, current account surpluses tend to deteriorate, making the so-called ‘fundamentals’ appear less attractive. If this dynamic causes investors’ perception to shift – as happened in Mexico in 1994 and Asia in 1997 – portfolio capital can be withdrawn as quickly as entered and the resulting outflows may ignite a new round of financial turmoil.” (D’Arista, J. Another year awash in liquidity. *Capital Flows Monitor*, Financial Markets Center, Apr. 27th, 2006.

emergentes, manifesta-se no comércio global a sucessão de três etapas, que correspondem aproximadamente aos períodos utilizados para as outras variáveis. Até 1997, o volume das trocas internacionais de mercadorias cresce a taxas altas que, se não constantes, são em média mais elevadas do que as do período subsequente (entre 1998 e, no caso, 2001, com um pico isolado em 2000). A partir de 2002 se inicia o movimento ascendente que atingiria seu ápice em 2004, com o número de 2005 já em patamar inferior que, segundo as previsões ainda bastante incertas da OMC para 2006, deve voltar a subir para 7% diante da perspectiva de crescimento da economia global.³⁰

Gráfico 9

Taxas anuais de crescimento do comércio global, total e por grandes categorias, volumes, em %



Fonte: OMC. *International Trade Statistics*, 2005. Elaboração própria.

Em termos setoriais, os dados de volume indicam, no período mais longo, uma correlação bem mais alta entre o movimento geral e o do comércio de manufaturados – o que poderia sugerir um benefício maior, no ciclo atual, aos países cujas pautas de exportação e importação dependem menos das outras categorias. Pela Tabela 5 é possível verificar que os asiáticos em geral possuem parcela de manufaturados nos seus totais exportados muito superior à dos latino-americanos, e que países como Argentina e Rússia (muito dependentes, respectivamente, de alimentos e de combustíveis e minerais), têm os resultados de sua balança mais atrelados a categorias cujo dinamismo, em volume, é menos intenso nas fases de alta.

³⁰ OMC. World Trade 2005, Prospects for 2006. *Press Release*, Apr. 11th, 2006.

Tabela 5
Exportação (acima) e importação (abaixo), participação relativa de cada categoria nos totais, média 1994-2003, em %

	Alimentos e MPs agrícolas	Minerais e metais	Combustíveis	Manufaturas
América Latina e Caribe	20,6	6,4	15,8	56,4
Leste asiático e Pacífico	11,8	2,1	6,6	78,0
Argentina	51,1	2,5	13,5	32,1
Brasil	32,7	9,4	2,3	54,4
China	7,9	1,9	3,2	86,8
Índia	16,7	3,2	2,7	75,5
México	6,8	1,7	9,5	81,7
Rússia	4,9	10,0	47,3	23,4
Turquia	17,2	2,5	1,2	78,3
América Latina e Caribe	10,0	2,2	6,3	79,6
Leste asiático e Pacífico	8,2	3,9	7,0	78,5
Argentina	6,7	2,2	3,5	87,1
Brasil	10,8	3,0	13,3	72,8
China	9,1	4,8	6,0	79,3
Índia	9,5	5,9	28,7	51,9
México	8,0	2,2	2,5	83,9
Rússia	19,7	2,1	2,6	51,5
Turquia	9,3	4,9	13,2	69,8

Fonte: Banco Mundial. *World Development Indicators database online*. Elaboração própria.

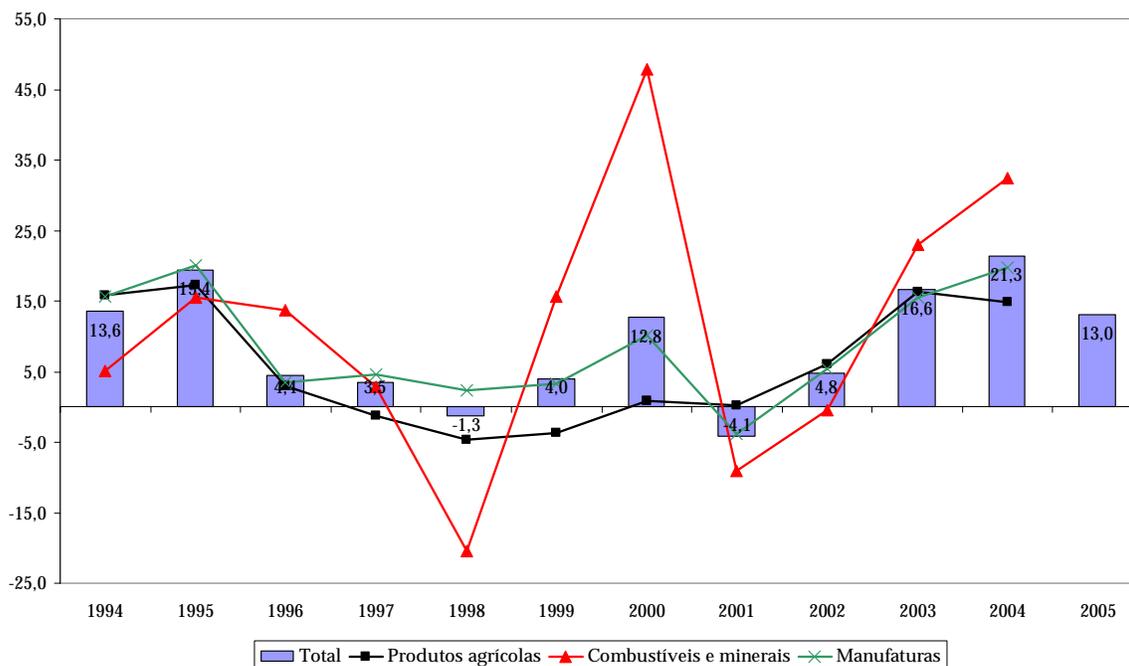
Porém, não há como compreender o ciclo atual, suas diferenças em relação aos anteriores e a distribuição de benefícios, sem levar em conta os valores do comércio mundial, mostrados no Gráfico 10. Também desacelerando em 2006, a média do crescimento nesse último triênio é significativamente maior do que na etapa anterior e supera aquela verificada nos quatro anos encerrados em 1997. Por outro lado, mesmo na ausência dos dados setoriais para 2006, é possível notar uma menor dispersão dos movimentos entre as três grandes categorias no período recente do que nos anteriores, com a elevação sendo liderada com folga por combustíveis e minerais.

Estes traços são nítidas demonstrações do que talvez seja a principal característica do ciclo comercial atual: o comportamento dos preços e, dentro destes, o das *commodities* agrícolas e minerais.

A apresentação das tendências para os preços de *commodities* no comércio internacional, feita nas duas partes do Gráfico 11, permite identificar as diversas faces do movimento. Em primeiro lugar, tomando o índice Reuters-Jefferies CRB apresentado na parte esquerda, chama atenção a excepcionalidade histórica do momento vivido a partir de 2003 (com o início da recuperação se dando no primeiro trimestre de 2002): o patamar atingido agora não é apenas três vezes superior ao período base de 1982, mas também se situa cerca de 30% acima do maior pico anterior, datado do terceiro trimestre de 1997.

Gráfico 10

Taxas anuais de crescimento do comércio global, total e por grandes categorias, valores, em %

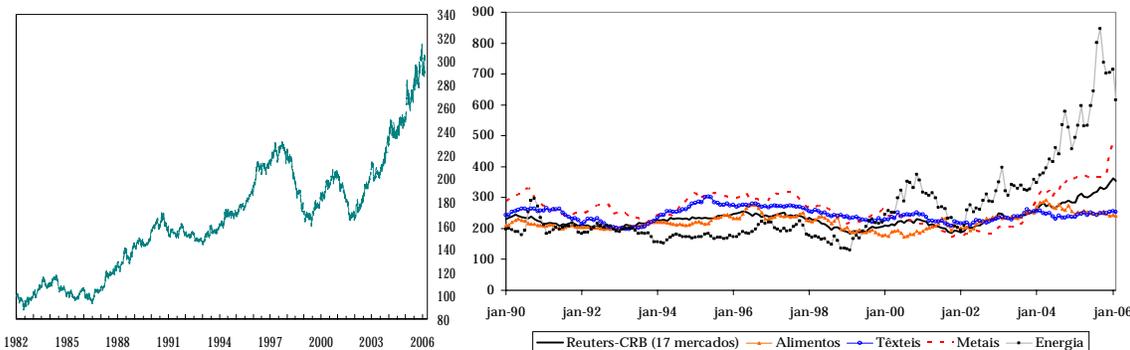


Fonte: OMC. *International Trade Statistics 2005*. Elaboração própria.

Quando este movimento geral é decomposto em diversos subíndices também calculados pelo *Commodity Research Bureau* e apresentado na parte direita do gráfico a partir de 1994, os principais condutores da alta histórica se sobressaem: os combustíveis e os metais, com os preços dos têxteis não divergindo muito da média da última década e os dos alimentos, apesar de superiores ao período 1998-2002, dando a impressão de já terem ultrapassado o pico neste ciclo recente (situado no primeiro trimestre de 2004, em patamar cerca de 20% superior ao do final de fevereiro de 2006).

Gráfico 11

Preços de *commodities*: Reuters-Jefferies (esquerda, 1982=100) e subíndices (direita, 1967=100)



Fonte: Commodity Research Bureau. Elaboração própria.

Tratando do que já pode ser chamado de uma “primeira fase” (até o início de 2004) desse movimento recente de valorização das *commodities*, Prates (2004) identificava os traços distintivos do ciclo: a convergência entre os preços à vista e futuros (a identificar a persistência do movimento) e a abrangência da alta (que atingia as mais diversas modalidades de produtos). Quanto aos seus determinantes, dois eram os movimentos principais. De um lado, as condições macroeconômicas globais favoráveis, não apenas no que se refere à recuperação do ritmo da economia mundial, mas também à evolução e patamares de preços-chave como a taxa de juros americana (que incentivavam a demanda por este tipo de ativo por parte de fundos de investimento e demais aplicadores, inflando uma bolha especulativa, além de reduzirem o custo de carregamento dos estoques) e a taxa de câmbio do dólar (que, então em processo de depreciação frente ao euro e ao yen, tornava as *commodities*, cotadas nesta moeda, mais barata aos demandantes japoneses e europeus). Por outro lado, o efeito-China, decorrente do seu espetacular dinamismo dependente de alto conteúdo importado e principalmente de sua entrada na OMC em 2001, que representava uma mudança estrutural nas relações do país com o comércio global, impactando diretamente os mercados de *commodities*.³¹

Desde então, algumas mudanças se verificam: a abrangência da valorização já não é tão patente, com a distância entre combustíveis e metais/minerais em relação aos outros grupos se elevando; as condições monetárias, pelo menos nos Estados Unidos, já não são tão propícias à demanda especulativa e o dólar reverteu seu processo de depreciação desde meados de 2005.

Mas, como destaca outro analista em trabalho mais recente, há ainda em curso uma poderosa conjunção de fatores – que vão desde tendências longas como o crescimento populacional diante da oferta limitada de matérias primas até a política monetária *super-easy* dos três grandes bancos centrais do globo, passando pela forte demanda decorrente do crescimento de China e Índia, mais recentemente acompanhados pelo Japão – que não apenas deu prosseguimento ao “super ciclo” como também sinaliza sua continuidade.³² Além da possibilidade de um movimento repentino de realização de lucros a desmontar as cada vez maiores apostas neste mercado,³³ somente outras “forças externas” pareciam capazes de deter a tendência – entre elas uma reação tardia e, por isso mesmo, mais intensa da política monetária nos países centrais ao excesso de liquidez em curso e às crescentes pressões sobre os preços ao produtor, também um reflexo da inflação nas *commodities*.

Conclui-se então que também o bom momento pelo lado comercial, particularmente para aqueles países mais dependentes da exportação de *commodities*, também está em grande parte vinculado às possibilidades de manutenção das atuais condições monetárias e financeiras da economia global, tratadas anteriormente. Sem desprezar a sua importância, não parece o caminho mais adequado restringir aos “fatores reais” (principalmente a ascensão de China e Índia) a explicação sobre o ciclo comercial e, portanto, basear na expectativa de continuidade deste

³¹ Prates, D. O ciclo recente de preços das *commodities*. *Política Econômica em Foco*, Campinas, Cecon-IE/Unicamp, n. 3, maio/out. 2004.

³² Dorsch, G. The ‘commodity super cycle’ – How long can it last? 2006. Disponível em: <<http://www.sirchartsalot.com>>.

³³ O texto cita uma previsão do Barclays Capital de que o montante de recursos aplicados em mercados de *commodities* por parte de grandes fundos de investimento deve atingir US\$ 110 bilhões ao fim do ano, vindo de US\$ 70 bi em 2005, US\$ 45 bi em 2004 e apenas US\$ 15 bi em 2003.

movimento as apostas sobre uma mudança, estrutural, no comércio internacional, que inverteria uma tendência histórica e passaria a favorecer os países produtores de mercadorias com menor valor agregado.³⁴

4 China

Tem sido muito comum nos últimos anos – e as razões estão claras já nos números da Tabela 1 – chamar a atenção para o crescimento chinês como o destaque absoluto da fase atual de expansão global. De fato o seu desempenho quantitativo no período de doze anos terminado em 2005 é, sob qualquer ponto de vista, excepcional. Mas – e aqui o ponto a ser privilegiado – na ascensão daquele país há aspectos qualitativos tão ou até mais relevantes do que os captados pela simples comparação de taxas de expansão. Sem a pretensão de dar conta de todas as faces do “milagre chinês”,³⁵ poderiam ser elencados três grandes aspectos para a análise: (i) as principais características do seu crescimento acelerado; (ii) os seus impactos na economia global e particularmente sobre os demais países emergentes, e (iii) as perspectivas futuras – que há muito não dizem mais respeito apenas ao seu vasto território e à sua imensa população. A justificar tal atenção especial estão pelo menos duas razões bastante simples: a China tem sido, por paradoxal que possa parecer, o país que melhor aproveita a era da “globalização” e da hegemonia dos mercados para trilhar o (seu) caminho rumo ao desenvolvimento;³⁶ e por outro lado nenhum outro país emergente tem importância comparável na configuração daquilo que se descreveu acima, nos seus aspectos comercial e financeiro, como uma fase de excepcionais impulsos favoráveis aos países em desenvolvimento, após o primeiro ciclo da globalização ter se completado com a época de crises.

Começando pelas “razões do sucesso” chinês, a visão predominante entre as instituições e economistas mais convencionais é bem representada (ainda que com certo exagero) pelo primeiro e amplo estudo da OCDE dedicado ao país: a profunda reorientação das políticas econômicas das últimas décadas, através da eliminação de regras e atributos estatais nas mais diferentes esferas da atividade econômica, teria transformado a eficiência das empresas, criando uma grande economia

³⁴ Assim como em relação à continuidade dos fluxos de financiamento para emergentes, no que se refere aos efeitos e à duração do ciclo de *commodities* também não é difícil encontrar previsões de mudança estrutural por conta destes “fatores reais”. Em matéria da *Reuters* (Commodities hold key to economic power, Apr. 28th, 2006) a tese aparecia em todo o seu exagero já nas primeiras frases: “*Raw material resources will determine country rankings in the world economic pecking order in years to come as strong demand and limited supplies ensure commodity prices hold their upward trajectory. Hedge funds say demand for the commodities that countries produce, plus demand for their stocks, bonds and currencies, will likely dominate market and investor psychology for at least another 10 to 15 years.*”

³⁵ As questões relativas à crescente desigualdade de rendimentos, principalmente entre o campo e as cidades, o descontentamento social, os serviços de saúde e educação, os aspectos geopolíticos de sua ascensão, a degradação do meio ambiente, a ausência de reformas políticas em meio às econômicas, entre muitos outros, são temas deixados de lado aqui. Um exemplo da visão liberal ocidental sobre todas essas questões é fornecido no mais recente *survey* do *Economist* sobre o país (Balancing act, Mar. 25th, 2006).

³⁶ A Índia tem sido, por vezes de forma exagerada, equiparada à China enquanto potência ascendente e determinante das tendências econômicas globais (por exemplo, no TDR 2005, da Unctad). Independente da distância entre os dois casos, vale notar que também para esse país as lições tradicionais de liberalização, desregulamentação e abertura parecem ter sido assimiladas de forma bastante peculiar – ver a este respeito Velasco, S Reformas econômicas na Índia: discurso e processo. *Economia Política Internacional: Análise Estratégica*, Campinas, CERI-IE/Unicamp, n. 7., out./dez. 2005.

market-oriented, na qual o setor privado já jogaria o papel-chave.³⁷ O duplo movimento de liberalização e orientação externa, abandonadas as ilusões de um desenvolvimento autárquico e/ou “socialista”, é o eixo da explicação. Nesta linha, a continuidade do desenvolvimento dependeria de mais reformas liberalizantes: no arcabouço legal para a operação da iniciativa privada, na redução adicional do papel do Estado nas atividades produtivas e financeiras, na abertura financeira e na flexibilização do regime cambial.

Apesar de dominante, esta não é a única linha de análise. Parece inadequado menosprezar os aspectos geopolíticos que marcaram o início desta ascensão – a estratégia americana de isolamento e desgaste da ex-URSS e o fechamento do mercado central para o Japão, ambos na segunda metade dos anos 1980 –, assim como merece ocupar lugar central na análise a complexa tarefa (de afirmação da soberania sobre o território e integração da imensa população) encampada pelas autoridades locais e que depende de altas taxas de dinamismo e modernização industrial.³⁸ O recurso intenso – e a capacidade de atração – de vastos fluxos de Investimento Direto Estrangeiro, subordinados ao planejamento e controle estatais (em relação à localização, aos setores e à propriedade do capital, sob diversas formas de associação), também é elemento decisivo na estratégia.³⁹ A mão de obra mantida barata por conta da manutenção de baixos salários e da precariedade dos mecanismos de proteção social, o ritmo de crescimento alto e sustentável, o tamanho (atual e potencial) do mercado interno e a localização, na região asiática, de uma infinidade de cadeias produtivas se somam como determinantes principais dos fluxos de IDE para a região, a despeito dos elevados graus de “insegurança jurídica” que marcam o país – fator que, em outras partes do mundo, é por vezes alçada à condição de limitação principal ao investimento.

Em direção bastante distinta daquela que emana de leituras liberais do fenômeno, outro autor também conclui: se fosse possível falar em lições do sucesso chinês para as economias em desenvolvimento (ou em um “Consenso de Pequim”), elas certamente estariam vinculadas à necessidade de controlar as mudanças (seja através da alta prioridade dada à inovação, seja pela busca de um crescimento equilibrado e sustentável), e à necessidade de autodeterminação e escolha dos próprios caminhos, ao invés das receitas prontas.⁴⁰ Como também destaca Rodrik (2005), a marca da experiência chinesa é uma incorporação lenta, gradual e controlada dos mecanismos de mercado a uma economia com enormes peculiaridades e que, mesmo decidindo se inserir (de maneira soberana e no papel de protagonista, como hoje é consenso) na economia internacional “globalizada”, se distingue tanto das estratégias de abertura e liberalização rápida e geral das

³⁷ OECD. *Economic Surveys*, China, v. 2005/13, Sept.

³⁸ Ver, entre outros trabalhos do mesmo autor, Medeiros. China: entre os séculos XX e XXI. In: Fiori, J. L. (Org.). *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Vozes, 1999.

³⁹ Acioly, L. *Brasil, China e Índia: o investimento direto externo nos anos noventa*. Tese (Doutoramento)-Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2004.

⁴⁰ Ramo, J. C. *The Beijing Consensus*. The Foreign Policy Centre, 2004. Ali se lê (p. 11 e nota 11, em tradução livre): “Não há *ceteris paribus* na China, e isto destrói a análise tradicional. (...) Os resultados e intenções raramente coincidem neste novo mundo em rápida transformação. (...) quando as novas políticas causam ou possibilitam mudanças, estas mudanças são essencialmente imprevisíveis, e é por isso que a China freqüentemente exhibe o fenômeno ‘dois passos a frente, um atrás’ – por essa razão o Estado reluta em abrir mão das suas ‘ferramentas de poder’ coercitivo. Como o governo poderia reverter os desenvolvimentos indesejáveis, ou reduzir o ritmo da mudança, sem elas?”

economias em transição do leste asiático quanto das reformas latino-americanas consagradas no “Consenso de Washington”.⁴¹

Assim, nesse plano mais geral, a perspectiva aqui privilegiada é a que entende a ascensão econômica da China como dirigida por uma “... estratégia política de longo prazo, na qual a adesão aos mecanismos de mercado para regular parcelas crescentes do mundo da produção e da distribuição da riqueza, é um instrumento do objetivo maior da modernização (...) e não um fim em si mesmo determinado pela adesão a uma pretensa (e definitiva) ordem liberal do mundo pós-guerra fria”.⁴²

Quanto à estratégia macroeconômica, principalmente no ciclo mais recente (a partir de 1994), parece jogar papel fundamental o ainda reduzido grau de abertura financeira e o arranjo de políticas de curto prazo, amplamente favoráveis ao alto crescimento: manutenção da estabilidade e competitividade da taxa de câmbio, condições monetárias bastante relaxadas (auxiliadas, no controle de preços, por instrumentos não convencionais como políticas de rendas e controle de salários) e um uso prudente e anticíclico da política fiscal.⁴³

Esse heterodoxo *mix* de política econômica, junto às (nem sempre honrosas do ponto de vista social) vantagens competitivas na atração dos fluxos de IDE, ajuda a garantir o ambiente extremamente favorável ao investimento e às exportações, que neste país ocupam sem sombra de dúvidas a posição de motores do crescimento. No Gráfico 12 se observa, de 1994 a 2004, não apenas as taxas elevadas de crescimento da formação bruta de capital fixo (em média 12,6% a. a.) mas também a sua inusitada participação no PIB (37,6% em média, com acentuado ganho relativo ao longo do período, superando inclusive o consumo privado como maior item de demanda), assim como o peso (26,6% do PIB em média, também crescente) e o dinamismo (15,8% a.a. em média, com pico de mais de 30% em 2004) das exportações de bens e serviços. São assim os dois atores principais do espetáculo chinês.

A se destacar, sobre o peso e o crescimento do investimento, o papel exercido pelo IDE e pelo sistema público de financiamento, que em meio ao relaxamento monetário canaliza de forma “reprimida” recursos para as inversões prioritárias (notadamente em infra-estrutura) e eleva as preocupações dos que enxergam no acúmulo de empréstimos podres (*non-performing loans*) uma das grandes ameaças ao futuro econômico do país (como será visto adiante).

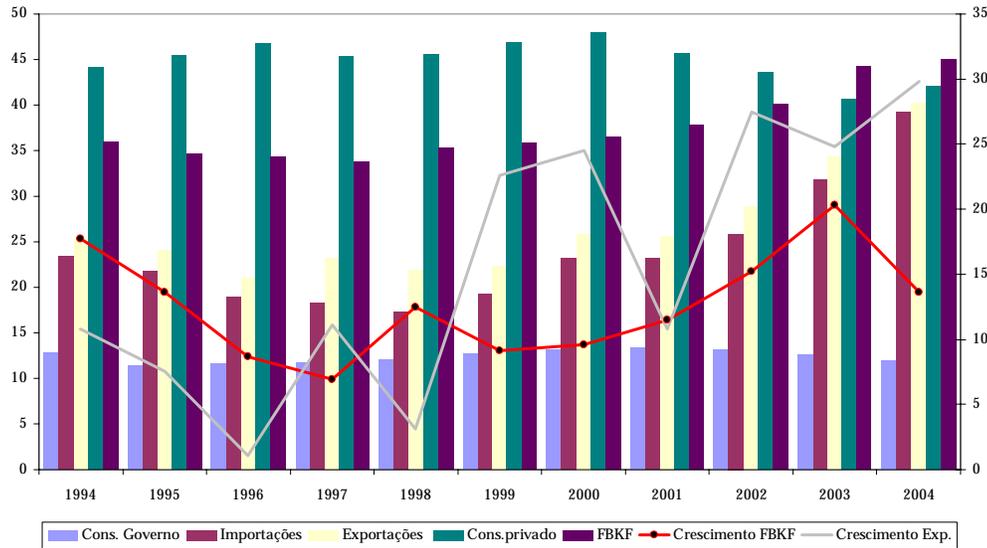
⁴¹ Rodrik, D. Growth strategies. In: Aghion, P.; Durlauf, S. (Ed.). *Handbook of economic growth*. North-Holland, 2005.

⁴² Cunha, A. M.; Biancareli, A. M.; Prates, D. M. A diplomacia do yuan fraco (artigo a ser apresentado no XI Encontro Nacional de Economia Política, Vitória-ES, 13 a 16 jun. 2006).

⁴³ UNCTAD. *Trade and Development Report 2005* – New features of global interdependence. Principalmente capítulo I, seção E. Na mesma linha, com detalhamento muito maior, Flassbeck, H. et. al. China’s spectacular growth since the Mid-1990s – Macroeconomic conditions and economic policy changes. In: UNCTAD. *China in a globalizing world*. New York and Geneva: United Nations, 2005.

Gráfico 12

PIB chinês: componentes da demanda (eixo esquerdo) e taxas de crescimento anual (eixo direito), 1994-2004, em %

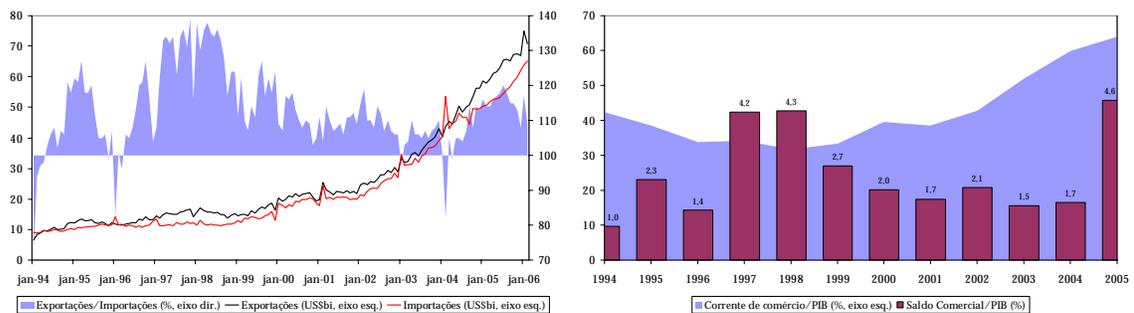


Fonte: Banco Mundial. *World Development Indicators database online*. Elaboração própria.

Em relação ao outro grande componente (à parte o consumo privado), como também é fácil visualizar no gráfico, a alta participação das vendas externas é seguida de perto – inclusive na acentuada elevação dos patamares a partir de 2001 – pelo peso das compras, o que remete a outro traço distinto e fundamental da economia chinesa: os enormes volumes de importação, que resultam em geral em saldos comerciais relativamente pequenos, diante do tamanho do país e de sua corrente de comércio (soma de exportações e importações em relação ao PIB). O Gráfico 13 ilustra esses e outros aspectos quantitativos da balança comercial chinesa (aqui, apenas de bens): as vendas se situam acima das compras externas na maior parte do tempo entre 1994 e o início de 2006, ainda que o saldo se eleve em relação ao PIB apenas nos anos de 1997, 98 e 2005 e que, em termos absolutos, esse resultado líquido tenha dado um salto significativo apenas no último ano (passando dos US\$ 25,5 bilhões de 2003 e US\$ 31,9 bilhões em 2004 para US\$ 102,1 bilhões).

Gráfico 13

Comércio exterior chinês, 1994-2006: indicadores selecionados



Fonte: FMI. *World Economic Outlook database*, Apr. 2006; OCDE. *Main Economic Indicators*. Elaboração própria.

Além deste descolamento recente, ao qual se voltará adiante, o que chama a atenção nos gráficos é a trajetória de agressiva integração do país ao comércio global, em muito acentuada a partir de 2001 – ano que marca sua adesão à Organização Mundial do Comércio: se a corrente de comércio era, em 2005, 65% maior do que quatro anos antes em relação ao PIB, em dólares correntes ela já movimentava um total 2,8 vezes maior. E, mais importante, suas importações em 2005 (US\$ 660,1 bilhões, que lhe deram o terceiro lugar no *ranking* global de compradores) também mais do que duplicaram (2,7 vezes) desde então.

Mais do que uma grande potência exportadora, a China é então um formidável eixo de transmissão (e amplificação) dos impulsos do comércio global. Como apontado na SEÇÃO I, a Ásia industrializada e particularmente a China se transformaram, por conta da migração da estrutura produtiva americana, em etapa fundamental das cadeias globais. Para suprir a voraz demanda dos países centrais, a China se abastece, por um lado, de componentes e insumos de alto valor agregado e conteúdo tecnológico nos seus vizinhos asiáticos e, por outro, de matérias-primas e insumos agrícolas, metálicos e minerais – demanda decorrente não apenas de seu vasto e crescente parque industrial e dos vultuosos investimentos em infra-estrutura, mas também da impossibilidade, por conta das dotações naturais, do abastecimento interno de sua população.

O superávit bilateral com os Estados Unidos (US\$ 114 bilhões em 2005)⁴⁴ e com a Europa (US\$ 74 bi) se transforma em déficit de quase US\$ 22 bilhões com o conjunto da Ásia (com destaque para Taiwan, US\$-58 bilhões; Coreia, US\$-41,7 bilhões; Japão, US\$-16 bilhões e Malásia, US\$-9 bilhões). Em termos percentuais, enquanto Estados Unidos e Europa somavam 42% das exportações, não chegavam a 20% das importações; estas dominadas (56%) por fornecedores asiáticos, sendo 15% para o Japão e 12% para a Coreia. Este é o primeiro e segundo elos da engrenagem, que liga os impulsos do centro a uma vasta região já industrializada da periferia. Em termos setoriais, a principal demanda em relação a esse grupo eram os produtos manufaturados, 75% da pauta importadora chinesa, concentrada em máquinas e equipamentos de transporte (44%) e químicos (12%).

O terceiro elo é aquele da China com os fornecedores de produtos primários, que representavam em 2005 25% das compras do país, subdivididos em 7% para produtos agrícolas, 18% para minerais e 10% para combustíveis. Regiões tradicionalmente produtoras de tais mercadorias representam parcela ainda menor – América Latina com 4,1%, sendo 1,5% do Brasil; África com 3,2%; Rússia com 2,4% e Oriente Médio com 4,7%. Mesmo estes reduzidos percentuais, diante de um total de importações de mais de US\$ 660 bilhões e que cresce na velocidade vista acima, representam grande parte dos “fatores reais” por trás da ascensão em curso dos preços de *commodities* – e portanto do bom desempenho exportador que conduz à melhora generalizada nas contas externas dos emergentes.

Já pelo lado financeiro, a importância chinesa no ciclo recente reside em grande parte nas conseqüências de sua estratégia externa, de atração do investimento direto estrangeiro (e cada vez mais das outras modalidades de fluxos de capital) e manutenção da taxa de câmbio em níveis competitivos. Um dos resultados desta opção já foi apresentado no Gráfico 5: um estoque de

⁴⁴ Os dados deste e os do próximo parágrafo foram extraídos da compilação feita no recém-lançado *China Trade Policy Review*, da OMC, disponível em: <http://www.wto.org/english/tratop_e/tp262_e.htm>.

reservas internacionais que, já tendo superado o total japonês, caminha rapidamente para superar US\$ 1 trilhão de dólares. Como discutido nas seções 1 e 2, essa massa de riqueza confere ao país (e aos demais BCs asiáticos carregados em reservas) um inusitado peso na manutenção da ordem financeira global, o que leva à sugestão de um “acordo implícito” entre a economia central deficitária e a emergente financiadora (indefinidamente) de tal déficit através da aplicação das reservas nos títulos em dólar.⁴⁵ Independente da correção ou não da hipótese, e da previsão otimista, parece claro que a manutenção das taxas longas de juros no centro em patamares relativamente baixos, em meio à elevação das *policy rates*, se deve pelo menos em parte às decisões de alocação internacional dos recursos por parte desse novíssimo ator relevante nas finanças globais.

Olhando para frente, a especulação a respeito do futuro da economia chinesa – e com ele, se estiver correta a linha seguida até aqui, parte significativa dos impulsos favoráveis aos emergentes – passa pela discussão dos desafios relativos aos mesmos aspectos até aqui resumidos.

Em primeiro lugar, os problemas relativos à dinâmica interna de crescimento. Com as taxas de investimento em capital fixo crescendo a mais de 10% a.a. em média há mais de dez anos, quase sempre acima do já elevadíssimo ritmo do PIB, é pelo menos provável que algum excesso de capacidade esteja sendo gerado. Por outro lado, a sustentar (ou talvez prolongar além da conta) esse *boom* de investimento, o sistema financeiro e a já mencionada desconfiança generalizada quanto à sua saúde também representam importantes pontos de interrogação. Um evento na ponta da trajetória aqui descrita – a elevação das taxas de juros de empréstimos, de 5,58% a. a. para 5,85% a.a. em 27 de abril de 2006 – ajuda a refletir sobre o que um respeitado analista da conjuntura chinesa chamou de “armadilha macro”.⁴⁶

Diante da aceleração do crescimento no primeiro trimestre de 2006 – expansão contra o mesmo período do ano anterior de 10,2%, vindo de 9,9% nos três meses finais de 2005 – da manutenção do elevado ritmo do investimento e do descontrole do ritmo da expansão do crédito,⁴⁷ o governo retomava uma tentativa (já utilizada sem sucesso em outubro de 2004) de controlar o superaquecimento através de medidas monetárias. As dificuldades para atingir tal objetivo, no entanto, passavam pelas motivações mais diretas do excesso de liquidez nos bancos: o *boom* exportador e as expectativas de apreciação adicional da moeda, que resultavam em fortes influxos de moeda estrangeira no país e, dada a intervenção estatal no mercado de câmbio, acabava ampliando a oferta de moeda local e mantendo as taxas de juros baixas. Esse excesso, canalizado para o setor imobiliário, em um processo de elevação de preços que levanta suspeitas da formação de uma bolha (com intensa participação de investidores estrangeiros e companhias industriais), adicionava vulnerabilidades à saúde dos grandes bancos – e com elas o risco de um *hard landing*.

⁴⁵ Ver, entre outros trabalhos mais recentes dos mesmos autores, Dooley, M.; Folkerts-Landau, D.; Garber, P. *The revived Bretton Woods system: the effects of periphery intervention and reserve management on interest rates and exchange rates in center countries*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2004. (NBER Working Paper, n. 10332).

⁴⁶ Xie, A. China: macro tightening, property bubble and systemic financial risk. *Morgan Stanley Global Economic Forum*, Apr. 28th, 2006. Ver também *The Economist*. Struggling to keep the lid on. Apr. 27th, 2006.

⁴⁷ National Bureau of Statistics of China. *Good start for national economy in the first quarter of 2006*. Apr. 20th, 2006. O crescimento do investimento em ativos fixos foi de 27,7% contra o mesmo período do ano anterior (ritmo 4,9% mais alto do que naquela data), e o total de empréstimos efetuados pelo sistema financeiro já atingia o total planejado para todo o primeiro semestre.

Uma das soluções propostas para a armadilha (Xie, 2006) seria a elevação dos custos de produção através da remoção de uma série de “subsídios” em cima dos quais opera a máquina chinesa: tratamento tributário favorável às exportações, níveis salariais e condições de trabalho extremamente prejudiciais aos trabalhadores, exigências ambientais muito tímidas. Isto provocaria na prática uma apreciação da taxa de câmbio efetiva real que, ao reduzir o impacto das exportações e das expectativas de apreciação, tenderia a reduzir a pressão baixista sobre as taxas de juros. Quanto aos impactos disto nos determinantes do crescimento – já que seria de se esperar uma queda nos investimentos e nas exportações líquidas – a elevação da renda dos trabalhadores e do setor público que as mudanças provocariam poderia dar origem a um aumento do consumo privado e do gasto público. Por esse caminho (aparentemente de difícil implementação por alterar elementos centrais da estratégia chinesa de crescimento) se atingiria a desejada redistribuição das fontes de dinamismo, em benefício da demanda interna (pública e privada) – até aqui dificultado por um lado pela baixa carga tributária do país e por outro pela precariedade (e alto custo) dos serviços sociais básicos e pela ausência de qualquer sistema de aposentadorias. A elevação do gasto público, particularmente na montagem destes equipamentos sociais – intenção oficialmente anunciada recentemente – teria então essa dupla função de fomentar fontes alternativas de demanda.⁴⁸

A outra saída possível para a armadilha macro seria aceitar uma apreciação da taxa de câmbio nominal maior do que os 3,5% verificados de julho de 2005 (quando é deixada para trás uma década de cotação nominal rigidamente fixada em 8,28 yuan por dólar) a meados de abril de 2006. Motivos para tal providência não faltam, mas também sobram possíveis problemas. Entre os primeiros, a explosão do saldo comercial em 2005 e a forte entrada de capitais de curto prazo “especulando a favor” da moeda local (que como visto alimentam o superaquecimento da economia e os riscos para o sistema financeiro), e as pressões americanas (agora acompanhadas oficialmente das declarações do G-7), que põem na competitividade “artificialmente” conquistada dos produtos chineses grande parcela da culpa pelo seu desequilíbrio externo e também pelos problemas decorrentes para a economia global.

Porém, como já argumentado outras vezes, a resistência do país à apreciação de sua moeda e à passagem para um regime de câmbio flutuante – ou o que vem se mostrando um ajuste gradual e adaptativo, mais um sinal de boa vontade diante das pressões externas do que uma adesão às supostas vantagens da flexibilidade – deve ser entendida à luz do papel ocupado por esse elemento na estratégia de longo prazo perseguida até aqui e pela qual ascendeu ao posto que ocupa hoje.⁴⁹

Deixar este preço-chave flutuar ao sabor do mercado (o que certamente redundaria em forte apreciação nas atuais circunstâncias) significaria em primeiro lugar uma ameaça contracionista a curto prazo: é outra saída que teria como possível conseqüência o temido *hard landing*, pela redução da rentabilidade dos setores exportadores e principalmente por conta dos efeitos potenciais no

⁴⁸ Sobre a carga tributária, as receitas totais são estimadas em apenas 17,6% do PIB para 2005 (Banco Mundial. *China Quarterly Update*. Feb. 2006). Sobre a ligação entre a inexistência de sistemas de seguridade e serviços sociais, elevadas taxas de poupança e os problemas decorrentes para as fontes do dinamismo, ver *The Economist*. Keep growing – easier said than done. Survey of China, Mar. 25th, 2006.

⁴⁹ Ver Cunha; Biancareli; Prates (2006), artigo no qual a análise aqui feita do câmbio chinês está largamente baseada, e também Biancareli, A. M. Para onde vai a China? *Política Econômica em Foco*, Campinas, Cecon-IE/Unicamp, n. 5, nov./abr. 2005. (Suplemento, n. 6).

equilíbrio patrimonial dos grandes bancos, recapitalizados nos últimos anos com ativos denominados em dólares. Além disso, a mudança significaria abrir espaço para um grau muito maior de especulação e a introdução de um nível até aqui inexistente de incerteza em toda a cadeia de relações comerciais e produtivas estabelecidas na região asiática. A “perseguição” de perto dos movimentos do yuan desde a tímida flexibilização, por parte de outras moedas como o *ringgit* malaio e o dólar de Cingapura, atestam a importância conferida a essa paridade.

Mas mesmo em relação aos países centrais a apreciação e instabilidade também podem trazer menos benefícios do que fazem crer as pressões americanas. Os possíveis impactos inflacionários, no centro, de um aumento dos custos dos insumos originados na Ásia se somam aos possíveis impactos financeiros – inclusive as alterações que poderiam ocorrer no mecanismo de financiamento “automático” dos déficits externos americanos: com uma ligação menos rígida entre o yuan e o dólar, seriam reduzidos os incentivos para a aquisição de ativos dos Estados Unidos por parte do banco central chinês (e provavelmente dos outros da região). Com o mecanismo de *Bretton Woods II* posto em xeque, o cenário favorável em termos de liquidez internacional seria, também por esta via, ameaçado.

Todos estes elementos só reforçam a complexidade dos desafios postos à gestão macroeconômica na China, e indicam também o quão relevante se tornaram as suas questões internas para a economia global – e para os emergentes em particular.

Uma última dúvida, a complicar ainda mais as previsões de impulsos favoráveis “eternos” oriundos daquele país, diz respeito a uma outra tendência, mais incerta, mas que explica em parte a explosão do saldo comercial em 2005: as transformações estruturais substituidoras de importações, que transformam o país de importador em auto-suficiente ou mesmo exportador em setores particularmente importantes para vários dos emergentes até aqui beneficiados.⁵⁰ Para além das *commodities*, mesmo naqueles setores de manufaturados de maior conteúdo tecnológico, o país aposta na capacidade de aprender, copiar e posteriormente competir, inclusive com as empresas que originalmente atrai. A exigência dos investimentos em pesquisa e desenvolvimento por parte das multinacionais, e o próprio esforço de constituição de um sistema nacional de inovação sinalizam na direção da complexificação da estrutura industrial e do enriquecimento tecnológico de sua pauta exportadora.⁵¹ Trata-se de um movimento incerto e sujeito a muitas dificuldades (inclusive as decorrentes da resistência das grandes multinacionais a localizar em uma filial os seus investimentos de ponta). Porém, as últimas décadas recomendam não desconfiar da capacidade chinesa de construir e garantir – através de políticas, atração de investimentos e postura agressiva nas arenas internacionais de negociação – formidáveis vantagens comerciais. A se confirmar a tendência, o “efeito-China” pode, dentro de um prazo não muito longo de tempo e para uma

⁵⁰ O *Economist* chamava a atenção para a inversão do sinal da presença do país nos mercados de *commodities* (citando especificamente aço, alumínio e cimento, em que o país já é exportador, mas também comentando sua demanda mais fraca por petróleo), e algumas possíveis conseqüências: “... *the popular perception of China as an insatiable commodity-guzzler is now too simple (...)* Until now, China's surging exports of manufactured goods have at least partly been balanced by its strong imports of raw materials. If it now starts to export commodities and basic goods as well, trade tensions can only worsen. Steel could follow textiles as the next flashpoint.” (From accelerator to brake, Oct. 8th, 2005).

⁵¹ Ver Souza, R. Alguns aspectos da ciência e tecnologia na China. *Economia Política Internacional: Análise Estratégica*, Campinas, CERI-IE/Unicamp, n. 5, abr./jun. 2005.

quantidade crescente de países, se transformar em sinônimo muito mais de competição desigual do que de impulsos favoráveis.⁵²

Considerações finais

Grande parte do esforço realizado procurou demonstrar um fenômeno bastante simples: a conexão e a simultaneidade de eventos macroeconômicos em três frentes, no que toca aos países emergentes: o dinamismo interno, as condições de financiamento externo e o comércio internacional. Estas considerações finais podem ser iniciadas com outro tipo de coincidência: as idéias também costumam apresentar movimentos cíclicos, e não é raro estas acompanharem de perto o movimento daqueles eventos.

Nos últimos anos têm-se assistido a uma proliferação de explicações e previsões bastante otimistas sobre o futuro dos países emergentes, e também do mundo modificado pela presença deles. De um lado aparecem projeções, com base em modelos neoclássicos de crescimento de longo prazo – e portanto com suposições críticas a respeito dos “fatores de crescimento”: estoque de capital, força de trabalho, escolaridade, tecnologia, produtividade, etc. – de uma triunfal ascensão das grandes nações emergentes, que em algumas décadas ameaçariam a estrutura de poder econômico global vigente.⁵³ De outro, dirigindo-se a um público mais amplo, a defesa das vantagens da globalização assume nova roupagem a partir dos efeitos da ascensão chinesa e indiana, com impactos de longo prazo extremamente favoráveis.⁵⁴ Dentro do mesmo “espírito de época” podem ser enquadradas análises de natureza muito distinta: as idéias de mudança estrutural nos países emergentes, ou o “novo paradigma”, que os teria tornado imunes a qualquer reversão cíclica por conta da melhora nos seus fundamentos internos e/ou pela longa duração prevista do ciclo de preços das *commodities*. E mesmo o sentido geral do que tem sido chamado de “hipótese de Bretton Woods II” também carrega as marcas do otimismo: a disposição infinita dos bancos centrais asiáticos ao financiamento dos desequilíbrios da economia central teria varrido do mapa as possibilidades de correções abruptas enquanto durasse o “acordo implícito”.

Não deixa de ser irônico o fato de China (e outros alunos menos aplicados da cartilha da liberalização) serem motivos da reabilitação de argumentos um tanto enfraquecidos pelos acontecimentos anteriores. Um pequeno recuo no tempo revelaria um outro ambiente, no qual, mesmo internamente aos círculos *mainstream*, a crítica dura às promessas não cumpridas da era de abertura e liberalização, principalmente aquelas endereçadas aos países em desenvolvimento, se fazia ouvir em alto e bom som⁵⁵ e, entre os especialistas em finanças internacionais, formidáveis novidades teóricas iam sendo formuladas: as moedas de alguns países seriam marcadas por um

⁵² Em entrevista à *Folha de S. Paulo* (Para economista, China gera choque igual ao da abertura, 16 abr. 2006), Maurício Mesquita Moreira encerra suas conclusões com uma previsão não muito animadora: “existe coincidência grande entre as coisas que o Brasil exporta e a China exporta. Se olharmos só a indústria, nós certamente estamos na linha de tiro”. Esforços no mesmo sentido da identificação de riscos (muito mais do que oportunidades) para a indústria brasileira aparecem também em matérias da *Gazeta Mercantil* (30 mar. 2006).

⁵³ Wilson, D.; Purushothaman, R. Dreaming with BRICs: the path to 2050. Goldman Sachs. Oct. 2003. (Global Economic Papers, n. 99) e Hawksworth, J. *The World in 2050*: how big will the large emerging market economies get and how can the OECD compete? PriceWaterhouseCoopers.

⁵⁴ Friedman, T. *O mundo é plano* – uma breve história do século XXI. São Paulo: Objetiva, 2005.

⁵⁵ Stiglitz, J. *A globalização e seus malefícios*. São Paulo: Futura, 2002.

defeito de origem, as suas estruturas passivas e ativas seriam sujeitas a estranhos descasamentos, ou eles seriam vítimas de uma doença recém-descoberta: a intolerância ao endividamento.⁵⁶

Mais um passo atrás e nova mudança de clima seria perceptível: os novos ares geopolíticos no mundo e a revolução nas telecomunicações haviam decretado o fim das fronteiras nacionais e das possibilidades de desenvolvimento autárquico, e a globalização surgia como um fenômeno inevitável e essencialmente positivo para as nações menos desenvolvidas⁵⁷ – ou, na formulação de um dos mais dedicados aplicadores do rumo, o mundo vivia “um novo renascimento”.

Um dos eixos da argumentação até aqui desenvolvida aponta para uma atitude um pouco mais prudente em relação aos tempos atuais. A despeito de todas as transformações em curso, parece um pouco precipitado decretar um ciclo longo de crescimento (quicá, de desenvolvimento), com base apenas nos fenômenos que vem ocorrendo recentemente. Em primeiro lugar pelas lições da história recente: as características intrínsecas dos movimentos de capital e a própria organização do sistema monetário-financeiro internacional (que apesar de muita retórica reformista na época de dificuldades permanece a mesma) não autorizariam tranquilidade àqueles países cujos ativos são “naturalmente os (...) de maior risco e, portanto, aqueles que se candidatam em primeiro lugar a movimentos de liquidação, no caso de mudanças no ciclo financeiro”.⁵⁸

Quando se leva em conta que grande parte da melhora nos fundamentos foi (assim como havia sido a deterioração deles no ciclo anterior) mais consequência do que causa da ampla disponibilidade de financiamento externo, e que não é possível compreender o ciclo comercial sem levar em conta o estado geral de liquidez abundante, a prudência deveria se elevar. O caminho em direção ao *investment grade* (e com ele a entrada no paraíso dos fluxos de capital estáveis e de longo prazo) pode não ser tão plano como preconizam as leituras mais otimistas. Ou, para variar a metáfora, o aluno aplicado e a lição de casa bem feita podem novamente se revelar insuficientes para a aprovação, subordinados que estão aos humores variáveis de alguns dos professores.

Por outro lado, a emergência de um “dragão faminto” por vários dos produtos exportados por diferentes regiões, básicos e sofisticados, também não parece garantia de longa vida fácil, principalmente para os especializados no primeiro tipo de mercadoria, por três razões: a demanda chinesa ainda depende em grande parte do primeiro elo que a liga à economia americana; as condições de funcionamento da sua economia, apesar do histórico das últimas décadas, não isenta o futuro próximo da possibilidade de uma desaceleração ou de um pouso forçado; e por fim a estratégia de desenvolvimento até aqui perseguida sugere que naquele país as vantagens competitivas são constantemente construídas – mais do que isso, obsessivamente perseguidas – e que portanto a sua pauta de importações (e com ela boa parte de seus impulsos sobre o resto do mundo) pode se alterar profundamente, num prazo não muito longo. Mas, mesmo que nessas três

⁵⁶ Respectivamente, Einchengreen, B.; Haussmann, R. (Ed.). *Other people's money: debt denomination and financial instability in emerging-market economies*. Chicago: University of Chicago Press, 2005; Goldstein, M.; Turner, P. *Controlling currency mismatches in emerging markets*. Washington: Institute for International Economics, 2004 e Reinhart, C.; Rogoff, K.; Savastano, M. Debt intolerance. *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 1, 2003.

⁵⁷ Para ficar em um autor citado acima, Friedman, L. *O Lexus e a Oliveira* – entendendo a globalização. São Paulo: Objetiva, 1999. Um outro exemplo, local e mais sofisticado, é Franco, G. *O Desafio Brasileiro*. São Paulo: Editora 34, 1999.

⁵⁸ Coutinho, L.; Belluzzo, L. G. Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 11, p. 141, dez. 1998.

frentes o impulso chinês continue indefinidamente favorável, ainda cabe uma antiga pergunta: a atitude mais correta diante disso seria manter a especialização (ou, ainda pior, reespecializar-se) em produtos de baixo conteúdo tecnológico?⁵⁹

Voltando ao ciclo financeiro, na matéria do *Financial Times* já citada na nota 25, um investidor não identificado, falando do Brasil, revelava motivações inusitadas nas suas decisões de aplicação, e acabava exprimindo também a baixa capacidade de diferenciação entre os possíveis destinos, outra das marcas de períodos de euforia: “*Everyone feels they need to be here. It’s sexy. It’s one of the Brics*”.

Isto leva a um outro tipo de conclusão, mais objetiva. Todos os indicadores arrolados ao longo do texto indicam que o período que vai de 2003 a 2005 apresentou um conjunto de tendências favoráveis que, de maneira inédita pela intensidade e simultaneidade, propiciou um ambiente externo altamente favorável ao crescimento dos mais distintos países emergentes. A comparação entre o desempenho deles, com a qual se iniciou o texto, mostra no entanto aproveitamentos e participações muito distintas no quadro: além da grande população e do grande território, é difícil enxergar o que aproxima a economia brasileira daquelas correspondentes às letras R, I e principalmente C, da sigla inventada pelos especialistas do Goldman Sachs. Se estes são os grandes emergentes, e se o sentido do termo é aquele definido pelo dicionário, há algo errado no nosso caso específico – e aqui sim parece difícil exagerar a importância dos fatores internos, de política econômica, analisados em detalhe nas seções que se seguem.

⁵⁹ Dito de outro modo, “é isso o que a China espera do Brasil como parceiro comercial: um fornecedor competitivo de produtos intensivos em recursos naturais. Resta saber se esse é o papel que o Brasil quer desempenhar.” (De Negri, F. O que queremos com a China? *Desafios do Desenvolvimento*, n. 8, mar. 2005).