

# Os Riscos da Integração: a Ascensão e a Queda Recente dos Mercados Emergentes

por Raquel Almeida Ramos, Centre d'Economie de l'université Paris Nord, Sorbonne Paris Cité e  
Bruno Bonizzi, Departamento de Economia, SOAS, University of London

**O aumento da importância das finanças** é a principal característica do sistema capitalista atual, um fenômeno que, em âmbito internacional, é evidenciado pelo aumento das transações financeiras (conhecido por "globalização financeira"). A ascensão desse sistema está associada ao surgimento dos "gestores de dinheiro" (os money managers do Minsky) – profissionais que buscam o melhor retorno possível para seus portfólios em todo o mundo. A partir da década de 1990, essa liquidez começou a atingir os países em desenvolvimento que haviam liberalizado suas contas de capital e, desde então, tem fluído em ciclos bem definidos. A recente situação de queda nos mercados de ações e importante depreciação da taxa de câmbio em vários mercados emergentes podem ser sinais do fim de um desses ciclos.

Mas quais são as razões para o movimento cíclico dos fluxos de capitais para os mercados emergentes? Um debate de referência sobre este tema diferencia os determinantes dos fluxos em fatores *push e pull*, dependendo se eles são relacionados a fatores externos ou internos aos países que recebem os fluxos, respectivamente. Enquanto as teorias neoclássicas padrão preveem que os retornos mais elevados em razão de um baixo estoque de capital levariam a fluxos dos países mais ricos para os mais pobres – o que configura um determinante interno –, muitos pesquisadores afirmam que baixos retornos nos países avançados são a principal causa de tais movimentos, destacando-se a importância das condições externas aos mercados emergentes. Este quadro teórico explicaria as atuais saídas de capitais dos países emergentes por meio de mudanças em um fator externo (*push*): perspectiva de mudanças nas políticas monetárias das economias avançadas; enquanto situações diferentes entre os emergentes levariam a diferentes níveis de saídas de capitais.

No entanto, tais análises não consideram uma característica essencial dos mercados emergentes: a menor liquidez de suas moedas no sistema financeiro internacional (veja Andrade e Prates, 2013). Moedas de economias avançadas, principalmente o dólar dos EUA, servem internacionalmente como uma reserva de valor, meio de pagamento e unidade de conta. Moedas dos mercados emergentes não e são, portanto, sujeitas a grandes flutuações, de acordo com mudanças na provisão de liquidez global e no estado de preferência pela liquidez.

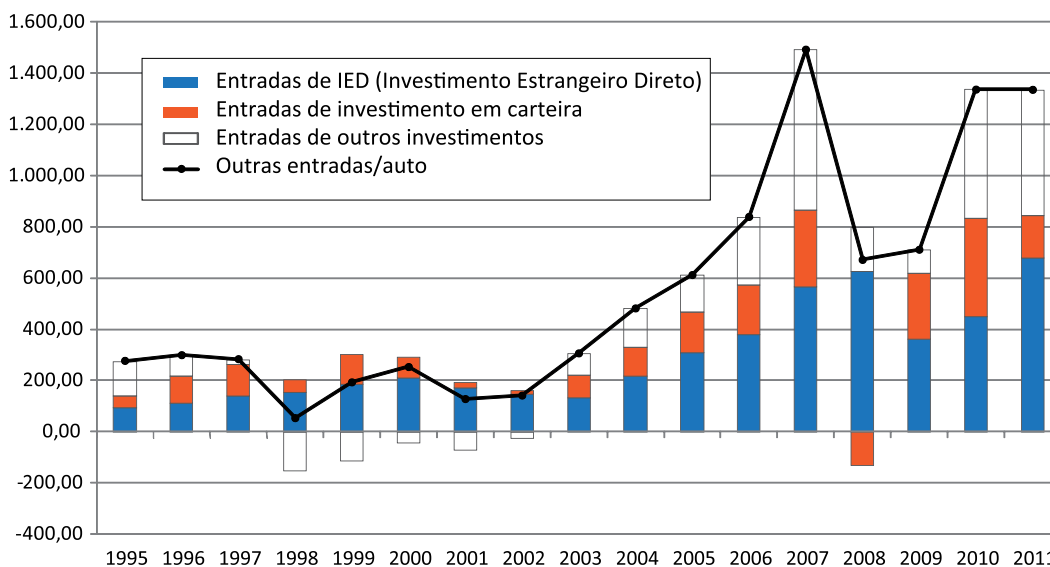
Em caso de turbulência, uma depreciação da taxa de câmbio e de ativos pode colocar em risco qualquer ganho de alocação de portfólio nestes países, o que limita tais investimentos a períodos de tranquilidade internacional, caracterizados por elevada liquidez ou por baixa preferência pela liquidez. Em tal situação, as carteiras vão incluir ativos mais arriscados, como aqueles dos países emergentes. Contudo, quando a preferência pela liquidez aumenta, em razão de um aumento da incerteza, ou quando a liquidez disponível diminui, os investimentos em carteiras serão limitados aos ativos mais líquidos, como os denominados nas moedas de maior liquidez.

A liquidez é, portanto, um dos principais determinantes dos fluxos financeiros para os países emergentes, sua elevada ciclicidade é responsável pela alta ciclicidade dos fluxos de capitais para os países emergentes. Outra consequência desse fato é a alta importância desses fluxos na determinação da taxa de câmbio dos países emergentes: como os fluxos acontecem em blocos e são limitados a certos momentos, eles têm um impacto mais elevado na determinação da trajetória cambial.

Outro aspecto importante na determinação da ciclicidade dos fluxos de portfólio para os emergentes é a influência dos ganhos cambiais nos próprios fluxos financeiros: uma apreciação da taxa de câmbio em um período de tranquilidade aumenta o retorno total do investimento e a expectativa de retornos mais elevados aumenta entradas. Quando essa situação é rompida, a depreciação da taxa de câmbio leva a saídas de capitais, uma vez que os investidores tentam evitar perdas. Essa explicação, que leva em conta aspectos de liquidez e do papel da apreciação cambial na determinação dos ganhos dos investidores, ajuda a entender a situação recente dos mercados emergentes. As expectativas dos investidores são de que com a mudança na política monetária nos EUA haja diminuição da liquidez e saídas de mercados emergentes. Temendo uma desvalorização cambial significativa nesses países, eles vendem rapidamente esses ativos. Como são fluxos de fundos, os fluxos financeiros estão relacionados com os estoques de capital – ou seja, o nível das saídas de hoje depende do estoque de passivos que foi acumulado na fase de *boom*. Os impactos das mudanças no cenário internacional são, portanto, intimamente relacionados à evolução da fase de *boom*, e a depreciação cambial potencial está intimamente ligada à apreciação prévia.

A nova configuração do capitalismo, com o aumento da importância das finanças, tem consequências importantes para os países emergentes. Neste sistema, o papel desempenhado por esses países é muito específico: fornecer ativos de alto retorno para a alocação de carteira em períodos de maior liquidez. Escolher este tipo de integração no mercado financeiro internacional significa, assim, aceitar ter sua taxa de câmbio e os preços de ativos determinados por ciclos de liquidez internacionais. À luz dos acontecimentos recentes, tal escolha parece não ser a mais adequada para promover o desenvolvimento econômico sustentável.

**Figura 1**  
**Fluxos Brutos de Capitais para os Mercados Emergentes<sup>1</sup> – 1995-2011 (US\$ bilhões)**



Fonte: FMI, Balanço de Pagamentos.

**Referência:**

ANDRADE, R. P.; PRATES, D. M. 'Exchange Rate Dynamics in a Peripheral Monetary Economy: A Keynesian Perspective', *Journal of Post-Keynesian Economics*, v. 35, n. 3: 399-416, 2013.

**Nota:**

1. Os países emergentes incluem: África do Sul, Argentina, Brasil, China, China (Hong Kong), Chile, Colômbia, Coreia do Sul, Filipinas, Índia, Indonésia, Malásia, México, Peru, Polônia, República Checa, Rússia, Taiwan, Tailândia, Turquia.