

## Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais\*

Jan A. Kregel

O principal problema em qualquer discussão sobre os riscos e implicações da globalização é definir termos. Ultimamente, a globalização tem sido descrita como um processo que leva à distribuição de renda global. O mecanismo básico é a difusão de tecnologia de ponta para os países em desenvolvimento através do investimento direto das empresas de países desenvolvidos. O aumento da integração global da produção e do consumo, baseado em uma alocação de recursos global mais eficiente, resulta em uma taxa de crescimento global mais alta e na melhoria generalizada dos padrões de vida em todos os países. Os países desenvolvidos continuam a crescer, dedicando-se à pesquisa e ao desenvolvimento de novas tecnologias, enquanto os países em desenvolvimento dedicam-se a alcançá-los com rapidez.

Tal interpretação, que parece predominar no debate jornalístico, desconsidera uma vasta gama de teorias sobre o processo de crescimento global, que indicam ser o sucesso dos países desenvolvidos determinado justamente pela existência dos países em desen-

---

\* Traduzido do inglês por Maria Clara Paixão de Sousa.

volvimento. Do ponto de vista das teorias da dependência, ou de pólos de crescimento, ou teorias do estruturalismo, essa versão utópica dos frutos da globalização é uma contradição em termos, pois ela eliminará exatamente o fator de desigualdade que permite o crescimento global. Na melhor das hipóteses, a globalização deixaria, assim, de beneficiar os países em desenvolvimento e, na pior, poderia significar um prejuízo para os países desenvolvidos. De fato, economistas como Adrian Wood sugeriram que o avanço dos países em desenvolvimento poderia advir em grande parte à custa da força de trabalho menos qualificada dos países desenvolvidos. Mesmo teorias de desenvolvimento “não conflitivas”, que tentaram explicar o recente sucesso da Ásia Oriental em termos de “revoada de gansos” (*Flying geese*), estabelecem uma hierarquia dinâmica com relação à progressão dos participantes do processo de crescimento pelos vários níveis de desenvolvimento.

Há uma outra dificuldade envolvida na idéia de que a difusão de tecnologia através do investimento de empresas transnacionais aumentaria a eficiência e o crescimento globais. É preciso questionar a propriedade de aplicar-se a um mundo povoado por empresas globais, argumentações teóricas apropriadas a economias fechadas, com agentes individuais envolvidos em transações voluntárias em mercados livres e competitivos.

Em primeiro lugar, como Coase foi o primeiro a observar, empresas existem devido à ineficiência de se conduzir operações pelo mecanismo de mercado. Um aumento na operação global de empresas transnacionais reduz, portanto, o número de decisões e transações que são coordenadas “no mercado”, e aumenta o número de decisões e transações que se dão “fora do mercado”, dirigidas pela administração das empresas. Um aumento da globalização não significa necessariamente que o mecanismo de mercado terá uma função mais importante – e, portanto, o suposto aumento na eficiência alocativa não representa uma consequência direta, a menos que a empresa reproduza exatamente o que o mercado teria produzido.

O segundo aspecto que torna difícil estender-se uma argumentação acerca de uma economia fechada para a economia global está ligado ao primeiro e diz respeito ao significado preciso de “mercado livre e competitivo”. Acreditando-se que os benefícios do crescimento da globalização são o resultado da introdução de mercados cada vez mais livres e competitivos, os países são encorajados a abrir e liberalizar seus mercados internos. Mas isso levanta a questão de se definir precisamente o que seria um “mercado competitivo”.

Por exemplo, em países como os Estados Unidos, a competitividade é medida a partir da fatia de mercado das quatro ou dez principais empresas. A lei antitruste é baseada em tais medidas de competitividade e sua aplicação define, assim, uma “empresa competitiva”. O protesto de empresas norte-americanas tem crescido diante do fato de que esse método de determinar a competitividade as colocaria em desvantagem na concorrência, já que o mercado dos Estados Unidos é aberto a todos os produtores. O mercado de referência dessas empresas é, portanto, o mercado “global”, e a fatia do mercado global em que elas efetivamente concorrem é muito menor que aquela dada por padrões nacionais apenas.

No entanto, uma pequena empresa norte-americana, definida dessa forma como “competitiva”, pode ser excessivamente grande em relação ao mercado local e aos produtores locais da maioria dos países em desenvolvimento. De fato, pode ocorrer que uma única empresa nacional, menor que a “concorrente” estrangeira, seja considerada uma empresa monopolista em relação à sua participação no mercado nacional. Isso levaria à alegação de que o país em desenvolvimento em questão estaria protegendo o monopólio e operando mercados não-competitivos. A criação de um campo de ação uniforme, com mercados livres e competitivos, resultaria então na dissolução da empresa monopolista nacional e na abertura do mercado interno, permitindo a “livre concorrência” com empresas estrangeiras muito maiores. Obviamente a idéia de um campo de ação uni-

forme vem de uma teoria na qual os agentes envolvidos têm tamanho similar, hipótese que não pode ser aplicada à economia global. Se a uniformidade de tamanhos fosse levada em conta na concorrência global, seria então justificável que alguns países estipulassem vantagens substanciais a partir das quais suas empresas pudessem concorrer com empresas globais.

Nos países que adotam políticas industriais para desenvolver empresas que sejam suficientemente grandes para competir de forma efetiva em mercados internacionais existirão, por definição, empresas que serão consideradas monopolistas em seus mercados internos. Isso tudo significa que, no âmbito global, as medidas reais de competitividade apresentarão uma tendência a penalizar os produtores de países menores e menos desenvolvidos. A concorrência global pode implicar a existência de monopólios locais. Essa é uma charada difícil para a teoria da eficiência.

É interessante notar que, recentemente, os defensores do livre mercado têm-se voltado com interesse renovado para a teoria da inovação de Schumpeter. Eles argumentam agora, como o Krugman dos primeiros anos, que, se a inovação tecnológica exige que as empresas explorem inovações através do acesso ao monopólio, a presença de monopólios provisórios que maximizem a inovação será necessária para que se possa obter em sua plenitude os frutos da competição. O impacto e os benefícios da concorrência virão mais tarde, quando a tecnologia tiver sido completamente desenvolvida e amortizada e for difundida para outros produtores. A partir desse argumento chega-se facilmente à posição de que seria do interesse dos países em desenvolvimento permitir que as empresas globais dos países desenvolvidos dominassem seus mercados, pois isso iria preparar o caminho para que as empresas locais ingressassem no subsequente processo de difusão das novas técnicas.

A terceira área na qual a análise da economia global pode diferenciar-se está ligada à falácia da composição. Por exemplo, Bob

Rowthorn observou ser claramente implausível acreditar-se que países grandes e populosos como a Índia ou a China possam servir-se de um processo de crescimento conduzido pela exportação para abrir seus mercados, de maneira similar aos outros países do sudeste da Ásia, pois isso significaria inundar os mercados mundiais. De fato, para os Estados Unidos, a China – e não mais o Japão – passou a ser o parceiro comercial estrangeiro mais desequilibrado. No caso destes países, a demanda externa simplesmente não será suficiente para promover desenvolvimento sem que a economia internacional seja perturbada de modo substancial e crítico.

Isso traz uma outra questão, relacionada ao nível de demanda global. Em um ambiente globalizado, proporcionar um nível adequado de demanda global já não é suficiente para assegurar o pleno emprego. A composição da demanda global também tem importância crucial. Esse problema estava na base dos “desequilíbrios globais” dos anos 1980, mas já havia sido levantado por Keynes em sua discussão sobre a recuperação pós-guerra dos anos 1940. Assim como se provou ser impossível existir o socialismo em um só país, é impossível existir pleno emprego em um só país, ou que um só país proporcione a demanda agregada necessária ao pleno emprego e ao crescimento globais. Esses são mais que simples problemas de ajuste de balanço de pagamentos, que podem ser eliminados pela introdução de concorrência cambial em termos de taxas de câmbio flutuantes.

Embora não se possa apontar uma causa única para a quebra dos mercados financeiros globais em 1987, é possível apontar dois fatores que contribuíram claramente para torná-la mais grave: a incapacidade das taxas flutuantes para produzir uma distribuição de demanda agregada global mais racional, e a resultante especulação com ativos denominados em dólar iniciada em março de 1987, com o fim do apoio estrangeiro ao mercado de renda fixa dos Estados Unidos. Subseqüentemente, a falha de coordenação dos Estados Unidos, da Alemanha e do Japão permitiu que acontecessem as grandes

mudanças na preferência pela liquidez, que acarretaram o ajuste nos preços de ativos em outubro.

Portanto, embora ainda não se possa dizer ao certo se o processo de globalização lembrará mais os quadros pessimistas pintados por Rosa Luxemburgo e Joseph Schumpeter ou se apresentará os efeitos mais otimistas de um Hayek ou um Friedman, devemos estar cientes do fato de que os termos e teorias relacionados a economias internas fechadas não são, necessariamente, aplicáveis ao sistema global.

Sendo improvável que os debates teóricos venham a ser resolvidos, talvez seja preferível referirmo-nos ao presente estado dos acontecimentos, sem tentar prever seus possíveis efeitos. Também aqui há uma certa dificuldade, já que, embora seja a globalização financeira e não a comercial, a que vem progredindo mais rapidamente e que tem sido bem mais extensiva, normalmente o impacto da globalização é abordado a partir do estudo do setor real da economia global. De fato, um dos fatores que distinguem a rápida integração econômica internacional dos anos 1980 daquela que se deu um século antes é que, no caso presente, é o setor financeiro global que representa a força predominante do processo de globalização. Não é exagerado falar-se em um mercado de capitais global em atividade 24 horas por dia, e em provedores de serviços financeiros dos principais países desenvolvidos e em desenvolvimento operando nesse mercado, de forma mais ou menos ininterrupta. Tais condições não são ainda corriqueiras para as empresas manufatureiras e não há, no momento, um mercado verdadeiramente global para bens manufaturados.

Também não há produção verdadeiramente global, no sentido de a manufatura ser indiferente ao local do processo de produção – embora existam algumas empresas que começaram a integrar seus processos de produção e suas vendas na base de mercados regionais. Não é difícil imaginar um processo no qual cada etapa do processo de produção possa ser alocada à sua posição global mais eficiente e ajustada em tempo real de acordo com mudanças nos custos relati-

vos e nos preços, mas este dia ainda não chegou, e existem razões que nos obrigam a acreditar que não chegará no futuro próximo. Sem nos determos em todas elas, é suficiente lembrar que a produção capitalista ainda exige capital fixo, que cria certas “ineficiências” por não ser deslocável no espaço sem custo.

A imobilidade espacial e temporal da capacidade de produção física é uma das razões pelas quais os mercados financeiros têm apresentado tendência a dominar, visto que oferecem um antídoto para a “fixidez” da capacidade produtiva. De fato, uma das razões para o aumento da dispersão global dos instrumentos de produção é que essa dispersão oferece uma resposta mais flexível às mudanças globais nas taxas de juros e de câmbio. Assim como Joseph Steindl defendia que uma capacidade produtiva excessiva proporcionava “liquidez” a uma empresa, um portfólio diversificado de plantas de produção proporciona liquidez à empresa, no sentido de torná-la capaz de reagir rapidamente a possíveis modificações das condições de custo por conta de taxas de câmbio e taxas de juros flexíveis.

Evidentemente, as mudanças nos processos de produção relacionadas à revolução da informática e das telecomunicações contribuíram para essa crescente flexibilidade de produção, ao substituir prensas metálicas por computadores e aço por silicone e ao reduzir os custos do ajuste da produção global. Não obstante, parece claro que a crescente variabilidade nos custos e preços internacionais, devida ao câmbio e taxas de juros flexíveis, tem sido a força propulsora por trás das inovações financeiras que dominam atualmente o processo de globalização.

O domínio do setor financeiro traz certas dificuldades específicas. Já mencionamos o problema da distribuição global da demanda agregada, que é uma outra maneira de expressar a restrição do balanço de pagamentos. Não há razão para crer que as decisões de produção global de empresas transnacionais individuais, determinadas pela necessidade de maximizar o retorno para seus acionistas,

venham a produzir movimentos de bens e serviços e ativos financeiros compatíveis com a estabilidade e o equilíbrio do balanço financeiro de um país.

Os problemas que os fluxos de capital podem causar a países em desenvolvimento têm sido destacados nos últimos vinte anos. A lição fundamental é que o excesso (os anos 1970) é tão ruim quanto a falta (os anos 1980) e, o que é ainda pior, a passagem rápida de um para o outro (os anos 1990). Dessas lições gerais, foram extraídas algumas conclusões específicas sobre empréstimos para países em desenvolvimento. Nem todas parecem ser bem fundamentadas.

A primeira dessas conclusões – tendo aparecido como reação à expansão dos empréstimos bancários consorciados nos anos 1970 – é a de que o empréstimo bancário deve ser evitado. Melhor seria usar empréstimos que não criam dívidas. Isso parece uma contradição, em termos. Não obstante, vem tomando corpo a idéia de que o portfólio privado e o investimento direto estrangeiro (IDE) são preferíveis ao empréstimo bancário, pois eles não incluem cobrança de juros fixos denominados em moeda estrangeira, determinada por taxas de juros de mercado internacional de capitais.

A experiência recente com a volatilidade de fluxos de portfólio lançou dúvida sobre os benefícios desse tipo de empréstimo relativo ao IDE, atualmente considerado a alternativa preferencial de apoio de capital estrangeiro para o processo de crescimento interno. O processo de desenvolvimento asiático parece fortalecer essa impressão, tendo-se apresentado, em certa medida, livre dos problemas relativos a fluxos de capital excessivos. Desenvolveu-se, assim, a noção de que o IDE é a forma de empréstimo mais apropriada, pois ele não possui o elemento de juros fixos da dívida bancária e nem a volatilidade associada com o investimento de portfólio. Isso, basicamente, porque o IDE é considerado um investimento em tijolos e argamassa, que não podem ser movidos com facilidade.



Esse parece ser um outro exemplo da diferença entre a análise dos fatores reais e dos fatores financeiros da economia. Em primeiro lugar, considere-se a distinção entre o portfólio e o investimento direto estrangeiro. A distinção foi criada, inicialmente, para que se pudesse diferenciar o controle interno do controle estrangeiro de ativos produtivos. A pressuposição é que o investimento com propósito de controle terá uma natureza mais ou menos permanente. A preocupação sobre o IDE excessivo era relacionada a políticas, mas do tipo: se eu impuser restrições de política interna para remediar a crise do balanço de pagamentos, irão os investidores estrangeiros simplesmente optar por encerrar suas atividades e ir-se embora para evitá-las?

Preocupações dessa natureza eram comuns na Europa dos anos 1960. Mas são muito distintas das preocupações atuais da maioria dos países em desenvolvimento. As definições oficiais do IDE nada têm a ver, portanto, com sua permanência ou mobilidade ou sua volatilidade. Na verdade, elas parecem ignorar a facilidade com que os investidores de países desenvolvidos assumem e abandonam o controle de companhias através de fusões e aquisições. Nos mercados financeiros atuais, as companhias parecem ter-se transformado em commodities negociadas diariamente em mercados de controle corporativo.

Mas mesmo se o IDE fosse redefinido no sentido de incluir apenas investimentos imóveis em tijolos e argamassa, de natureza supostamente permanente, isso significaria que ele teria um impacto diferente no gerenciamento de taxas de câmbio e fluxos de capitais? Acho que a resposta para isso é não. E isso também está relacionado à globalização financeira.

As recentes inovações nos mercados financeiros têm contribuído para eliminar o conceito de investimento permanente, ou do “vencimento” de um investimento. Um investidor em um título de 30 anos costumava ser considerado em investidor de longo prazo ou permanente, de posse de um ativo de longo prazo até seu vencimento. Mas a engenharia financeira tem mostrado como um título de 30

anos pode chegar a produzir (um mínimo de) 61 títulos com taxa de juros zero, com vencimentos variando de 6 meses a 30 anos. Posso ser o comprador de alguns deles ou de todos ou posso comprar e vender componentes para produzir um instrumento que tenha um sem-número de fluxos de caixa e vencimentos possíveis. Para reduzir minha posição de longo prazo e, portanto, a permanência de meu investimento, certamente não preciso vender o título original.

Além disso, a disponibilidade de contratos de opções e futuros oferece outras alternativas que me permitem reter a posse do título, reduzindo, no entanto, a permanência de meu investimento bem como minha exposição a riscos do mercado, tais como mudanças em taxas de juros ou de câmbio. Ora, sendo assim, no caso de um investimento em um título de 30 anos, não será diferente para investimentos de portfólio – nem no caso do investimento direto estrangeiro. Posso continuar de posse dos tijolos e argamassa sem continuar exposto aos riscos de um país estrangeiro, aos riscos de câmbio e demais riscos associados à sua natureza permanente.

Como alguns podem permanecer céticos neste ponto, farei referência a uma fonte inatacável, um estudo recente do Banco Mundial que observa que “dado que os investidores diretos possuem fábricas e outros ativos que não podem ser movidos, algumas vezes se toma por certo que um afluxo de investimento direto é mais estável que outras formas de fluxo de capital. Nem sempre é esse o caso. Embora um investidor direto normalmente possua alguns ativos fixos, não há, em princípio, razão alguma pela qual esses não possam ser inteiramente compensados por passivos domésticos. Evidentemente, um investidor direto pode tomar empréstimos para exportar capital e, dessa forma, gerar saídas de capital rápidas (Claessens *et al.*, 1995).

Ora, normalmente os métodos de *hedging* disponíveis para os riscos de qualquer investimento, inclusive do investimento direto estrangeiro em tijolo e argamassa, não levam o investidor a envol-

ver-se em nenhuma operação cambial direta nem em qualquer transação de mercado de capital. Quase sempre, entretanto, exigem que o intermediador financeiro o faça em algum momento. E esses fluxos serão normalmente maiores quando a incerteza acerca da taxa de câmbio ou das condições financeiras internas for maior. Portanto, simplesmente não é verdade que, por ser difícil encontrar de imediato um comprador para um IDE em tijolos e argamassa, esse investimento não produzirá os mesmos tipos de fluxos financeiros que os investimentos de portfólio.

As empresas de um país mantêm seus balancetes em moeda doméstica, e investimentos estrangeiros representam riscos monetários da mesma forma que qualquer outro uso de reserva monetária da companhia. Isso significa que a eles também se aplicarão mecanismos de *hedging*. O simples fato de os investimentos representarem ativos reais e produtivos não significa que os riscos de câmbio e de *funding* serão ignorados. Estando os riscos cobertos, serão produzidos fluxos transfronteiras que, por sua vez, produzirão pressão no mercado de câmbio ou no mercado monetário interno.

De fato, isso é apontado de uma maneira ligeiramente diferente pelo estudo do Banco Mundial mencionado acima, que observa que “fluxos de longo prazo são freqüentemente tão voláteis quanto fluxos de curto prazo, e o tempo necessário para que um choque inesperado em um fluxo se extinga é similar para ambos” (Claessens *et al.*, 1995). O estudo conclui ser, em geral, impossível diferenciar estatisticamente entre os fluxos de capital relacionados ao portfólio e os relacionados ao IDE. Parte desse efeito deve-se, evidentemente, à forma de classificação do IDE, que pode incluir uma vasta gama de investimentos financeiros de forma alguma relacionados a investimentos em tijolo e argamassa<sup>1</sup>. Mas, tal efeito também chama a

---

1. O exemplo clássico, que tem sido usado por todo professor de teoria monetária internacional, é a transação internacional de um título de 30 anos, com um ano de validade, que é classificada como um fluxo de capital de longo prazo.

atenção para o fato de que, frente à globalização financeira, todos os investimentos tornaram-se líquidos e todo investimento implicará um certo grau de *hedging*.

Há um outro aspecto dos IDE que costuma ser esquecido quando se argumenta que eles são preferíveis aos empréstimos bancários por não gerarem fluxos de juros. É a suposição que, não havendo combinação prévia sobre pagamentos de juros, não serão efetuados quaisquer pagamentos a estrangeiros. Entretanto, os investidores diretos estrangeiros não investem sem a expectativa de retorno, e retorno lucrativo. O IDE não representa um presente generoso para um país em desenvolvimento; trata-se de um empréstimo realizado na expectativa de obtenção de lucros e da possibilidade de repatriação.

Ora, do ponto de vista do prestamista dos fundos, os riscos associados ao empréstimo bancário consorciado soberano são os mais baixos possíveis, os riscos do investimento em portfólio são maiores e aqueles associados ao IDE, os mais altos. Isso, sem dúvida, se relaciona em parte ao fato de esses investimentos serem mais permanentes e, portanto, menos facilmente salvaguardados. Mas, deve-se também à informação menos que perfeita, às dificuldades decorrentes de operar-se em culturas estrangeiras e ao simples fato, observado tanto por Smith como por Ricardo, de que os investidores tendem a preferir manter seus investimentos em casa, onde podem vigiá-los. “A experiência, no entanto, mostra que a incerteza imaginária ou real do capital quando não acessível ao controle direto de seu possuidor, juntamente com a relutância natural que todo homem tem em desligar-se de seu país de origem e sociedade, e lançar-se, com todos os seus hábitos arraigados, a um governo estranho e a novas leis, refreia a emigração do capital. Esses sentimentos, que não me agradaria ver enfraquecidos, levam a maioria dos homens de capital a satisfazerem-se com baixas taxas de lucro em seus próprios países, ao invés de buscar um emprego mais vantajoso para suas fortunas em nações estrangeiras” (Ricardo, 1951).

Portanto, os prêmios de risco a serem incorporados aos retornos do empréstimo serão maiores para o IDE. Isso significa que, para um país em desenvolvimento, o IDE é o mais custoso dos métodos de empréstimo de capital. De fato, a maioria das companhias internacionais que efetuam investimento direto estrangeiro têm taxas de patamares mínimos para retorno na faixa de 15% a 25%. É paradoxal que seja dito aos países em desenvolvimento que o IDE é a forma menos arriscada de tomar empréstimo estrangeiro, quando do ponto de vista do prestamista estrangeiro é considerada a mais arriscada. Se o prestamista estrangeiro arca inteiramente com o risco, então há de esperar uma compensação, na forma de uma taxa de retorno alta condizente.

Isso leva a um outro aspecto do IDE, freqüentemente tratado com descuido. Como parece evidente, por estatísticas, na maioria dos países que se beneficiaram do investimento estrangeiro, a maior parte do IDE consiste no reinvestimento dos lucros sobre investimentos estrangeiros. Uma das razões pelas quais o IDE é considerado uma forma mais atraente de empréstimo estrangeiro do que, digamos, o empréstimo bancário é que ele não acarreta ônus fixo ou imediato sobre reservas de moeda estrangeira. Todavia, os lucros, por sua vez, representam um ônus direto sobre as reservas, pois são registrados como saídas da conta corrente, que são contrabalançadas por um lançamento simétrico automático na conta de capitais, representando os ganhos reinvestidos como uma entrada de capital de IDE.

Em certo sentido, isso equivale a capitalizar os juros de um empréstimo e, simplesmente, transferir o passivo sobre as reservas de moeda estrangeira para o futuro. Conquanto o país receptor possa considerá-los como sendo equivalentes a investimento direto, esses fluxos de reinvestimento podem ser considerados, pelo investidor, como um retorno tardio sobre o investimento original, que não precisa necessariamente ser investido em empreendimentos produtivos, podendo ser, facilmente, investidos pela subsidiária de propriedade

estrangeira em ativos financeiros domésticos líquidos. Portanto, embora sejam registrados como fluxos de IDE, tais fluxos são equivalentes a investimentos de portfólio de curto prazo, tanto de fato como na intenção. Isso pode tornar muito difícil a avaliação da condição real do balanço de pagamentos de um país, pois pode criar a aglomeração dos ganhos de repatriação, causando perturbações no mercado de câmbio.

As condições verdadeiras do balanço de pagamentos podem ser ainda complicadas se os fluxos de IDE financiarem investimento em unidades produtivas que exijam uma grande proporção de bens de capital especializados e de bens semi-elaborados especializados, para montagem doméstica. Embora essas importações possam ser contrabalançadas pela criação de exportação adicional ou pela re-exportação dos bens acabados montados, ou pelo reinvestimento registrado dos lucros, elas podem ocasionar uma redução líquida das reservas, já que os fluxos de IDE não representam afluxo real de moeda estrangeira, e que as receitas estrangeiras podem ser usadas para saldar obrigações dos investidores estrangeiros, enquanto que as importações sempre representarão um passivo sobre as reservas em moeda estrangeira.

Como é evidente, o aspecto mais importante é aquele relacionado ao reinvestimento dos ganhos obtidos com IDE. Assim, como qualquer esquema *tipo Ponzi*, este funciona enquanto continuar o reinvestimento e os investidores estrangeiros estiverem dispostos a obter seus lucros na forma de investimento doméstico aumentado. Os problemas ocorrem quando os afluxos não são suficientes, ou quando o investidor estrangeiro decide realocar capital para um outro destino de investimento. É aqui que o prodígio do juro composto tem um papel crucial. A uma taxa de retorno composta anual de 10%, o valor do investimento dobra em pouco mais de 7 anos; a 15%, dobra em menos de cinco anos; a 25%, dobra em pouco mais de 3 anos. Um país com uma taxa de crescimento como a de um ti-

gre asiático, de 10% ao ano e entrada líquida inicial de IDE de 10% da renda nacional, ver-se-ia com um estoque acumulado de IDE equivalente à renda nacional em menos de 18 anos, se os ganhos estrangeiros forem de 25% (a ganhos de 20%, o tempo sobe para cerca de 26 anos; se a taxa de crescimento for de 7,5%, o tempo cai para 15 anos). Isso, sem que haja IDE algum além do reinvestimento dos ganhos sobre o fundo original. Portanto, ao fim do período de 18 anos, os direitos estrangeiros em relação aos lucros equivaleriam a 25% do PIB.

Por outro lado, se novos IDEs permanecerem a 10% do PIB, de forma que os dois cresçam em compasso, então o estoque acumulado de IDE atinge 100% do PIB em cerca de dez anos. Essa taxa de acumulação é, aproximadamente, equivalente ao aumento anual de estoques de IDE registrado para a Malásia entre 1983 e 1994.

Independentemente de quaisquer outras questões, mesmo se supondo que o país tenha estabilizado suas contas externas a ponto de poder acomodar esse afluxo de IDE, uma instabilidade estrutural irá estabelecer-se no sistema. Isso pode ser observado a partir de dois cenários distintos. No primeiro, é possível que uma crise seja gerada sem necessidade alguma de saídas de capital através da venda e da expatriação do capital investido em tijolo e argamassa. Basta um evento de mercado de capitais doméstico ou internacional para levar investidores estrangeiros a interromper seus afluxos de IDE (lembramos as fugas de capital japonês dos Estados Unidos após o fim da bolha, no final dos anos 1980). Assim como em uma corrida bancária moderna, que ocorre não porque os correntistas sacam seus fundos, mas porque os prestamistas se recusam a renovar seus empréstimos para o banco, um país em desenvolvimento que se tenha ajustado à permanência das entradas de IDE estará crescentemente exposto à sua interrupção fortuita, que é completamente independente da permanência dos fluxos anteriores contidos no estoque existente de IDE.

No segundo cenário, suponhamos que os investidores estrangeiros decidam que, quando a proporção do IDE em relação ao PIB atingir 100%, será prudente começar a reduzir seu comprometimento e iniciar a repatriação de 50% dos fluxos anuais de lucros. Novamente, sem necessidade alguma de liquidar capital presente, isso significaria que, para manter o serviço do empréstimo estrangeiro, seriam necessários ganhos adicionais em exportação da ordem de 12,5% do PIB, sem considerar as importações. Significaria também que o excedente de exportação teria que se expandir mais rapidamente que a taxa de crescimento interna, para que se pudesse evitar uma crise cambial. Isso é evidentemente insustentável, tanto em termos da proporção quanto da taxa envolvidas. A proporção e a taxa do aumento no excedente de exportação que seriam necessárias para sustentar até mesmo a repatriação de 25% dos lucros seriam insustentáveis, a menos que a contribuição líquida do investimento em IDE para as exportações fosse equivalente à repatriação dos lucros.

São esses os tipos de impacto estrutural que a confiança excessiva em fluxos de IDE pode produzir nos fluxos de pagamentos da economia, e chamam a atenção para a similaridade dos fluxos de IDE baseados em alto reinvestimento de lucros com um esquema Ponzi. A instabilidade estrutural provocada é independente de qualquer instabilidade de curto prazo de fluxos de IDE devido às inovações financeiras mencionadas acima, e surgiria mesmo se o IDE tivesse o grau de permanência que lhe é atribuído tradicionalmente.

A menos que os fluxos de IDE sejam verdadeiramente permanentes – no sentido de que nem os lucros nem o principal sejam repatriados – quanto mais IDE um país atrair, e quanto mais retornos esse IDE vier a gerar, tanto mais frágil será a posição da conta corrente desse país e, portanto, sua taxa de câmbio. Entretanto, esses dois fatores aumentarão o risco monetário do IDE e levarão à crescente probabilidade de repatriação ou de *hedging* através do mercado de câmbio. Se o sucesso também trouxer renda e custos domésti-



cos, reduzindo assim as taxas de retorno domésticas, isso diminuirá o volume de fluxos de reinvestimento de IDE e aliviará a pressão sobre a conta corrente, mas tornará também mais atraente a transferência dos investimentos para outros lugares, levando, portanto, a deslocamentos muito mais pesados de capital investido.

Dessa forma, os países em desenvolvimento podem vir a encontrar-se em uma posição que lembra aquela dos Estados Unidos, nos anos 1960, em relação a suas reservas de ouro. Os países europeus haviam acumulado um grande volume de investimentos em reservas de dólar, entendendo que essas poderiam ser convertidas em ouro. Mas o notável volume de passivos em dólar logo excedeu o estoque de ouro dos Estados Unidos. As contas do balanço de pagamentos dos Estados Unidos foram redefinidas diversas vezes, para que pudessem melhor refletir a pressão potencial sobre o valor ouro do dólar, tentando-se avaliar a “permanência” dos títulos em posse de estrangeiros e, portanto, a probabilidade de que pudessem ser convertidos em ouro ou moeda estrangeira, ocasionando um colapso do dólar. Alguns dos títulos tinham uma natureza claramente de longo prazo, e não representavam risco de serem convertidos, enquanto outros poderiam ser convertidos rapidamente. A maioria dos portadores reconhecia ser seu interesse continuar de posse dos dólares, pois qualquer tentativa isolada de conversão desencadearia um imenso volume de vendas e uma grande perda de capital para o portador individual, se a convertibilidade em ouro tivesse de ser suspensa. Não obstante, no final, até os títulos permanentes começaram a ser executados e o resultado foi um colapso do dólar e a suspensão da convertibilidade em ouro.

Para um país em desenvolvimento, o problema é avaliar que proporção dos fluxos de IDE é de fato permanente, e qual será seu impacto a curto e a longo prazos nos fluxos de negócios. Provavelmente, quanto mais altos forem o retorno do investimento e a proporção dos ganhos reinvestidos sobre o estoque total de IDE, tanto menos

permanente será o estoque de IDE e, conseqüentemente, tanto maior a ameaça ao balanço de pagamentos e à estabilidade da taxa de câmbio. Nesse aspecto, a escolha entre o IDE e outros tipos de empréstimos estrangeiros é uma questão de intensidade e não de diferença, e a quantidade de investimento estrangeiro, de qualquer natureza, não pode ser alvo da indiferença das políticas governamentais.

Assim, enquanto os fluxos de portfólio podem ter um impacto mais direto no gerenciamento de reservas e nas políticas de taxas de câmbio de curto prazo, o IDE pode tanto ter uma influência de curto quanto de longo prazo, estrutural, sobre a composição dos fluxos de pagamento externo de um país. Conquanto as inovações financeiras tornem o impacto de curto prazo do IDE cada vez mais similar aos fluxos de portfólio em termos de volatilidade, o aspecto mais importante é o modo como a posição verdadeira do balanço de pagamentos de um país e a sustentabilidade de qualquer combinação específica de políticas podem ser encobertas. Da mesma forma que o acúmulo de títulos em dólar conversíveis em ouro representou uma espada de Dâmocles pendendo sobre a taxa de câmbio ouro-dólar, títulos estrangeiros acumulados na forma de lucros reinvestidos podem criar uma força potencialmente perturbadora, que pode compensar quaisquer metas de política interna ou externa. Nos anos 1960 e 1970, era comum que países como a Alemanha controlassem fluxos de capital de forma direta, para prevenir a perturbação da estabilidade da taxa de câmbio, assim como era comum que os Estados Unidos, a Suíça, a Holanda e outros países desenvolvidos regulassem o aumento de capital em seus mercados internos. Nas condições atuais, nada leva a crer que os países em desenvolvimento devam ser impedidos de usar o mesmo tipo de medidas para proteger suas estabilidades internas e externas.

Tudo isso independe dos problemas que surgem como consequência da reação dos fluxos de portfólio de curto prazo a políticas de estabilização. Aqui, o problema apresenta aspectos da “maldição

do vencedor”. Políticas de estabilização macroeconômica, baseadas na liberalização de fluxos de negócios, em reduções nos déficits públicos, no controle do crescimento da oferta monetária e na estabilização da taxa de câmbio, também trazem consigo um aspecto da falácia da composição. A redução bem-sucedida da taxa de inflação normalmente envolve uma apreciação da taxa de câmbio real, tornando mais difícil o ajuste dos produtores domésticos à concorrência externa e acarretando a deterioração da balança comercial. O aumento da taxa de juros nominal produzido pela contração monetária e a queda da inflação ocasionam um aumento nas taxas de juros reais, tornando mais difícil sustentarem-se investimentos domésticos para proporcionar ajuste. Além disso, se houver ocorrido muita indexação, a queda da inflação pode produzir o equivalente a um efeito renda, com os consumidores procurando tirar vantagem do que pode parecer ser uma calmaria temporária na inflação. Os gastos de consumo podem, dessa forma, subir, colocando pressão crescente sobre os preços domésticos e atraindo importações adicionais. Um comportamento análogo ocorre no sistema bancário, que pode descobrir que empréstimos realizados na expectativa de inflação continuada agora não podem ser pagos, e o aumento de dívidas “podres” leva a uma redução na capacidade de empréstimo dos bancos.

Se considerarmos todos esses aspectos em conjunto, a queda demasiadamente rápida e a curto prazo da inflação pode, portanto, causar empecilhos ao processo de longo prazo de ajuste da capacidade produtiva a um ambiente de mercado mais aberto e competitivo. Tais fatores podem ser agravados se o aumento das taxas de juros e a melhoria da situação fiscal e da perspectiva de inflação atraírem entradas de capital de portfólio. Esses simplesmente tornarão mais grave o problema do equilíbrio das contas externas, embora possam mitigar o impacto negativo do aumento das taxas de juros reais. No entanto, isso será contrabalançado pela pressão ascendente sobre a taxa de câmbio. A revalorização prejudicará a competitivi-

dade e os investimentos internos, enquanto as importações e o consumo serão ainda mais encorajados.

Por outro lado, se houver intervenção do Banco Central para estabilizar a taxa de câmbio, será preciso adquirir ativos estrangeiros, o que acarretará aumento da base monetária. Se no programa de estabilização estiverem previstas metas de oferta monetária, o governo ou o Banco Central podem ser obrigados a esterilizar as entradas de capital. Sem contar o impacto sobre as taxas de juros e o possível estímulo a fluxos de capital adicionais, isso implicaria comprar ativos estrangeiros, cujo retorno é normalmente muito inferior às taxas que devem ser pagas sobre os ativos domésticos emitidos para completar a esterilização. Isso levaria a uma deterioração endógena nas contas públicas, aumentando a carga dos juros e fazendo contrapeso às políticas de restrição de déficits públicos.

O equilíbrio das contas externas pode seguir deteriorando-se – devido as entradas de capital atraídas pelo sucesso da política de estabilização – enquanto ocorre pouco ajuste real. Como parte desse ajuste, o investimento deveria estar aumentando, em prejuízo das importações e do consumo, mas isso torna-se duplamente difícil já que enquanto, por um lado, as importações são subsidiadas pela valorização cambial, por outro, o investimento é prejudicado pelos custos financeiros e pelo declínio na competitividade externa. Isso é mais ou menos o efeito Tequila, e é revelador que se tenha estimado, quando essa crise eclodiu, que não mais de 20-30% da produção mexicana pudesse ser reorientada para mercados exportadores. A reestruturação que deveria estar em curso desde 1989, na realidade só teve início após o colapso da taxa de câmbio em 1994.

Em tais condições, fica evidente que o governo perdeu o controle sobre a política monetária após ter voluntariamente renunciado ao controle sobre a política fiscal como parte do programa de estabilização. Mas foi o próprio governo quem incluiu a globalização na política de estabilização. Portanto, embora haja poucas dúvi-

das de que a maior participação de uma economia no mercado globalizado reduza drasticamente a autonomia de suas políticas, a perda da soberania não se deve inteiramente ao impacto da globalização em si. Deve-se em parte, também, à aceitação de um tipo particular de estabilização econômica, baseado na liberalização do mercado e no estabelecimento de metas monetárias, que aumenta a volatilidade tanto do mercado monetário quanto do mercado de câmbio.

É praticamente indiscutível que, a partir da década passada, os mercados financeiros tenham se tornado mais integrados no âmbito global que os mercados de bens, chegando também a dominar as decisões de produção real e os fluxos comerciais. Apesar dessas mudanças, a atenção dos economistas e analistas de políticas continuam voltadas para os efeitos do comércio de mercadorias e serviços sobre o setor real.

Atualmente, a Organização Mundial do Comércio é a única instituição internacional para lidar com os potenciais conflitos globais que poderiam ser gerados pelos problemas relacionados à falácia da composição mencionados acima. O crescente predomínio dos assuntos financeiros e monetários sobre o comércio no processo de globalização indica ser preciso criar-se um novo arcabouço teórico que dê conta desses assuntos. De fato, o potencial para conflitos de interesses parece ser bem maior nas áreas financeira e monetária.

Entretanto, a reflexão séria sobre esses aspectos das finanças globais só teve início recentemente. Ao abordá-los, é preciso deter-se com atenção sobre três tipos de conflitos decorrentes da globalização financeira e de empresas. O primeiro tipo são os conflitos nas negociações entre empresas globais e governos nacionais. O segundo, os conflitos entre governos nacionais. O terceiro, entre mercados financeiros e governos.

A maior integração internacional entre mercados financeiros e de produtos teve implicações significativas para a autonomia de

políticas nacionais e para os efeitos domésticos e globais de políticas econômicas nacionais. Enquanto os governos nacionais tiveram diminuída sua capacidade de estabelecer objetivos para suas políticas, as influências externas aumentaram consideravelmente. Políticas monetárias nacionais têm conseqüências internacionais imediatas. Que as políticas das economias industriais maiores podem ocasionar conseqüências internacionais é evidente, mas é preciso lembrar que o mesmo se aplica a países menores. Por exemplo, assim como a medida que levou os Estados Unidos a aumentar as taxas de juros, no início de 1994, ocasionou um colapso mundial nos preços de títulos, causando perdas que excederam a quebra da bolsa de 1987, também a política monetária mexicana, que levou à desvalorização do peso mexicano mais adiante no mesmo ano, teve impacto sobre todos os mercados emergentes de ações.

A maior integração dos mercados financeiros aumentou o grau de interdependência – e conseqüentemente o risco de incompatibilidade – entre as políticas monetárias e financeiras adotadas por diferentes países. Isso ocasionou uma crescente instabilidade financeira, que afetou as metas de políticas nacionais.

A questão do ajuste internacional foi debatida já por ocasião da Conferência de Bretton Woods. Na época, as atenções estavam voltadas para a assimetria do ajuste de balanço de pagamentos relacionado a fluxos comerciais. Hoje, com a crescente integração financeira, o ajuste é também especialmente importante no que diz respeito à política monetária e aos fluxos financeiros. Na situação atual, o predomínio do setor financeiro pode significar que a posição externa e a competitividade internacional de um país tenham muito pouca relação com sua força ou fraqueza econômica subjacente. Assim como o ajuste simétrico se destinava a oferecer aos países a possibilidade de manter suas prioridades de política interna em face de mudanças negativas em suas posições comerciais decorrentes de choques fortuitos e transitórios, os países também deveriam ter a

possibilidade de manter suas prioridades em face de mudanças fortuitas e transitórias nos fluxos financeiros. Isso implica compartilhar o ônus do ajuste e exige uma estrutura global para assegurá-lo.

A recentemente estabelecida Organização Mundial do Comércio oferece um exemplo de como se lidar com conflitos de políticas com relação a moeda e finanças. Governos têm sacrificado a autonomia de suas políticas em relação a uma vasta gama de instrumentos de política comercial, com o objetivo de assegurar um sistema comercial global pacífico. Mas políticas do tipo *beggar-my-neighbour* são tão freqüentes e perturbadoras para a moeda e as finanças quanto para o comércio. Uma desvalorização na taxa de câmbio é similar, quanto a seu impacto, a um aumento de tarifas sobre importações ou subsídios gerais para exportações. Alterações em taxas de juros podem também criar conflito internacional. Um país que tenha realizado empréstimos em mercados internacionais, a taxas flutuantes, para financiar sua reestruturação industrial pode descobrir que qualquer melhoria em seu comércio de bens é mais que compensada pelo aumento em cobranças de juros, devido a uma mudança de política monetária externa.

É evidente que nem sempre haverá soluções simples para tais conflitos, mas ao menos seu impacto deveria ser discutido e resolvido no âmbito de uma instituição global, na qual os países pudessem demonstrar o impacto das políticas internas ou internacionais de outros países sobre os objetivos de suas políticas nacionais. Tal organismo, voltado para questões monetárias e financeiras, seria particularmente importante para os países em desenvolvimento, cujas economias são muito mais vulneráveis a choques externos que produzam mudanças abruptas nos fluxos financeiros ou nas condições de mercado internacionais.

Também os princípios e padrões do Gatt poderiam servir de ponto de partida para a construção de uma estrutura para a resolução de conflitos sobre questões monetárias e financeiras. Esses princí-

pios são a não discriminação e a reciprocidade, bem como o reconhecimento da necessidade de salvaguardas e tratamento preferencial para países em desenvolvimento. Assim, a meta do acesso ao mercado seria preponderante, mas as políticas de um país seriam litigáveis, caso causassem prejuízo ao mercado de capitais ou à posição do balanço de pagamentos de outro. Políticas que mostrassem gerar benefícios para um país somente à custa de outro, em vez de contribuírem para o progresso das condições da economia global, poderiam ser trazidas para deliberação e haveria a possibilidade de autorizarem-se sanções que compensassem a vantagem do país transgressor na ausência de mudanças em suas políticas.

A avaliação de políticas econômicas nacionais, atualmente, ocorre no contexto do exame a que o Artigo IV do Fundo Monetário Internacional submete seus países-membro. Recentemente, surgiram propostas no sentido de que isso fosse estendido à revisão e coordenação de políticas. No entanto, para que qualquer recomendação feita nesse contexto seja efetiva, o país em exame precisa ser um devedor ou potencial devedor do Fundo. Isso coloca a maioria dos países desenvolvidos fora do alcance do controle de políticas. Além disso, o aumento dos fluxos de capital internacional privado tem oferecido, em muitos casos, substitutos diretos a empréstimos através do FMI, permitindo que países escapem das sanções do Fundo. É preciso observar ainda que, sendo administrado na base de cotas determinadas por importância econômica, o Fundo não pode ser considerado um fórum democrático de discussão. A combinação desses fatores resulta na assimetria entre as supervisões de políticas de países desenvolvidos e em desenvolvimento realizadas pelo Fundo, o que restringe sua eficiência enquanto instituição global. Em síntese, não sendo um prestamista de última instância para todos os governos, o Fundo não pode operar de forma eficiente para disciplinar políticas.



Além disso, o FMI está limitado a agir depois da consumação do dano, como no caso da desvalorização do peso mexicano. Paralelamente, o simples fato de um país ter realizado um empréstimo junto ao Fundo modifica a forma pela qual suas políticas serão analisadas. Enquanto credor, o Fundo deverá levar em conta a melhor maneira de recuperar os recursos emprestados, e não o aspecto mais amplo das conseqüências para a compatibilidade internacional de políticas ou, mesmo, as necessidades internas de um país. Portanto, o Fundo estará sempre agindo *a posteriori*, e o ato de fornecer empréstimos, que lhe confere o poder de prescrição, produzirá avaliações de políticas nem sempre apropriadas para as necessidades de supervisão internacional e de coordenação de políticas advindas do processo de globalização.

A necessidade de um fórum alternativo para a coordenação de políticas torna-se evidente pelo fato de os governos nacionais terem criado grupos informais com esse fim. O Grupo dos Dez foi formado inicialmente para ocupar-se dos problemas de instabilidade nas taxas de câmbio fora dos auspícios do FMI. Mais recentemente, o abandono dos *fundamentals* essenciais pelos capitais teve implicações para as taxas de câmbio, as quais foram abordadas por grupos informais, tais como as reuniões dos ministros da área financeira dos países mais desenvolvidos – G-7 ou G-5 – antes dos encontros da Cúpula Econômica Mundial.

Esses grupos foram responsáveis por uma série de iniciativas, tais como os Acordos de Plaza e do Louvre, que procuravam influenciar as taxas de câmbio através da coordenação das intervenções dos bancos centrais nos mercados de câmbio. Embora também recomendassem uma coordenação política mais abrangente, em especial na condução de políticas monetárias e fiscais, foram bastante malsucedidos nessa área. Isso porque a maioria dos bancos centrais reluta em restringir suas ações de política monetária devido a compromissos de coordenação de política externa quando esses con-

frontam os interesses de suas políticas internas – em particular nos casos em que não há coordenação de políticas fiscais. Embora essas sejam questões pertinentes para discussão em um fórum para a solução de conflitos de políticas, a abordagem atual do clube dos ricos não tem caráter oficial, nem leva em conta os interesses do mundo em desenvolvimento.

A maioria das tentativas recentes de coordenação terminou com a conclusão de que a coordenação simplesmente não é necessária, pois se cada país colocasse sua casa em ordem, as inconsistências e os conflitos na economia global resolver-se-iam por si sós. Isso se baseia na suposição de que os mercados financeiros infundiriam a disciplina desejada sobre os que decidem as políticas. Entretanto, a experiência indica que, longe de penalizar políticas não-apropriadas, os fluxos de capital têm freqüentemente ajudado a sustentá-las. O problema é que, em um mundo interdependente e integrado, não se pode esperar que um país com uma economia suficientemente aberta possa colocar sua casa em ordem sem levar em conta aquilo que outros países estejam fazendo. Ou então o prejuízo seria transferido para países deficitários e/ou mais fracos, criando mais uma vez assimetria no ajuste.

A crescente integração financeira, discutida acima, aumentou também a instabilidade associada a conflitos de políticas nacionais. Como mencionado, a quebra no mercado mundial de ações, em 1987, não foi independente das disputas entre os Estados Unidos, a Alemanha e o Japão sobre a coordenação de políticas monetárias e fiscais. Com a crescente integração dos mercados financeiros internacionais e o crescente risco de contágio, em algum momento será preciso encarar a questão de quem será o prestamista de última instância internacional. Também esse problema ficou evidente no caso do México, onde uma crise de liquidez levou ao colapso da moeda antes que se conseguisse costurar um acordo com um prestamista de última instância internacional, em base *ad hoc*, levantando diversas

questões práticas e de procedimento, tanto para o FMI quanto para o governo dos Estados Unidos. Mais recentemente, o *Federal Reserve* anunciou que será um comprador residual dos ativos em dólar de bancos japoneses, em caso de falência de um grande banco japonês. Parece haver uma clara necessidade de instrumentos de prestamista de última instância, em relação à qual as políticas nacionais não tomam providências, e que não é vista, atualmente, como parte das responsabilidades da coordenação global.

A maior necessidade de um prestamista de última instância em uma economia mundial integrada é um dos elementos que falam em favor da criação de uma estrutura (tal como uma câmara de compensações) que não envolva diretamente governos nacionais, nem exija sua aprovação para ações imediatas. Seria completamente desaconselhável, no entanto, que se criasse um prestamista de última instância internacional sem que fossem providenciadas a supervisão, a regulação e a inspeção cautelosa dos bancos globais que fossem capacitados a avaliar tais empréstimos. A criação de um prestamista de última instância internacional tornaria necessário, então, um organismo internacional que supervisionasse e regulasse os bancos globais.

Os problemas trazidos pelo crescimento da integração financeira da economia mundial para políticas econômicas internas não podem ser resolvidos apenas pela confiança de que as forças de mercado coordenem e controlem as atividades econômicas. A resolução de conflitos de políticas e da instabilidade financeira global não pode ser levada a cabo pelo mercado ou por intervenções de âmbito nacional ou até regional. Ela deve dar-se no mesmo nível em que as firmas operam – o nível global. Nem as várias iniciativas do setor privado em fornecer auto-regulamentação, nem a extensão do alcance das presentes instituições multilaterais de empréstimo são suficientes para fornecer o controle necessário sobre o dinheiro e as finanças em um sistema global.

Atualmente, as instituições capazes de fornecer controle global são insuficientes para assegurar os plenos benefícios potenciais da globalização econômica. Isso se deve, em parte, ao alcance desigual da globalização em relação ao comércio e às finanças. A assimetria entre o comércio e as finanças desaparecerá apenas quando a liberalização comercial e a integração dos mercados de produção e de produtos estiverem tão adiantadas quanto a liberalização financeira e a integração dos mercados financeiros. A assimetria no controle global desaparecerá apenas quando as instituições globais reguladoras das finanças internacionais forem criadas no mesmo nível que aquelas que se ocupam do comércio internacional.

### **Referências bibliográficas**

CLAESSENS, S. *et al.* Portfolio capital flows: hot or cold? *World Bank Economic Review*, vol. 9, n.1, jan./1995.

RICARDO, D. *On the principles of political economy and taxation*. Edited by P. Sraffa. Cambridge: Cambridge Univ. Press, 1951.