

**Globalização e integração  
periférica**

**Ricardo Carneiro**

**Texto para Discussão. IE/UNICAMP  
n. 126, jul. 2007.**

ISSN 0103-9466

# Globalização e integração periférica<sup>1</sup>

Ricardo Carneiro

## Resumo

Este artigo busca caracterizar a existência de um duplo padrão de inserção periférica na globalização, cada um deles correspondendo às duas principais regiões da periferia: a Ásia em desenvolvimento e a América Latina. Para distinguir essas formas de integração para além da dicotomia *trade x capital account* proposta pelo *mainstream*, procura-se recuperar, inicialmente, os traços gerais do capitalismo contemporâneo, vale dizer, a reafirmação da hegemonia das finanças nos países centrais e a sua tradução no plano internacional, a globalização. A partir da caracterização de uma dupla dimensão do processo de globalização, a produtiva e a financeira, sob a égide da segunda, procurou-se mostrar como as duas regiões periféricas, e alguns países particulares a elas pertencentes, nela se inseriram. Constata-se, ademais, que a forte divergência das regiões em termos de desempenho produtivo-tecnológico (*catching up*) expressa a sua relação privilegiada com uma das formas de integração.

**Palavras-chave:** Globalização; Países emergentes; Fluxos de capitais; Financeirização.

## Introdução

Neste artigo procura-se refletir sobre a dinâmica do capitalismo periférico nos últimos 25 anos, período marcado por uma significativa divergência de trajetória entre os vários países constituintes dessa periferia, mormente entre agrupamentos particulares, tais como aqueles da Ásia em desenvolvimento e da América Latina. Nos primeiros observa-se a convergência, em termos de renda per capita e perfil produtivo, com os países centrais e nos segundos, a divergência. Para analisar essas performances distintas parte-se da hipótese que elas estão associadas

---

(1) Trabalho desenvolvido no âmbito do projeto temático “O Brasil e a periferia na era da globalização: inconversibilidade monetária, atraso produtivo, regimes de políticas econômicas e desenvolvimento” financiado pela Fapesp. O autor agradece os comentários de Luiz Gonzaga Belluzzo, Antonio Carlos Macedo e Silva, Daniela Prates, Marcos Antonio Macedo Cintra, Francisco Lopreato, Emerson Marçal e André Biancarelli.

à maneira particular pela qual essas economias se integraram à economia globalizada.

O texto se inicia com a recuperação dos traços gerais do capitalismo contemporâneo, isto é, da etapa de reafirmação do capital financeiro iniciada após a crise do regime de Bretton Woods nos anos 1970, destacando no plano internacional a globalização como um processo fundado numa dimensão dominante, a financeira, e noutra, subordinada, a produtiva. Em seguida, caracteriza as formas de integração na qual a via de articulação principal com a globalização é a financeira, associadas aos países da América Latina, e aquela cuja dimensão produtiva é dominante, própria dos países da Ásia em desenvolvimento.

A partir da constatação do dinamismo diferenciado entre essas regiões, o ensaio procura também detalhar de que maneira esse último está vinculado às formas particulares de integração. Distingue-se, assim, para cada uma das regiões, a natureza da integração financeira, medida pela sua intensidade e qualidade, bem como a da integração produtiva, com destaque para a forma e intensidade da articulação com as cadeias globais de investimento e produção. Por fim, associa-se os perfis distintos de integração ao desempenho econômico medido por meio do crescimento econômico, do investimento e das exportações de manufaturados.

## **1 Capital financeiro e desenvolvimento capitalista: notas sobre o padrão pós 80**

Parece fora de dúvida a emergência e consolidação de uma nova etapa do desenvolvimento capitalista, desde o início dos anos 1980, após uma década de crise do regime de Bretton Woods. Há, contudo, imprecisões acerca de qual seria sua identidade, pois a sua caracterização, na vastíssima literatura que trata do assunto, ora enfatiza o plano internacional mediante a globalização, ora o doméstico, destacando a liberalização financeira. Há ambigüidade quanto a qual seria o aspecto principal da globalização, se o financeiro ou o produtivo. Algumas

interpretações se prendem a aspectos institucionais, como o avanço da finança direta, destacando a ampliação do peso dos intermediários financeiros não-bancários ante os bancários. Outras, enfatizam a securitização como sua expressão geral e a dinamização das transações com títulos de propriedade nos mercados acionários, como aspecto particular. Todas padecem de um mesmo defeito: a de não realizar as devidas conexões entre as várias dimensões e, principalmente a de não hierarquizá-las.

Todas essas características estão presentes, em maior ou menor grau, a depender do país, no desenvolvimento capitalista após 1980. O essencial, no caso, é distinguir o conteúdo da forma, ou seja, o avanço geral do capital financeiro como etapa superior e desregulada do capitalismo, das formas concretas que este assume. No plano mais geral e abstrato, o processo observado após 1980 representa a retomada e o aprofundamento da lógica financeira de valorização, abrandada pela regulação dos mercados, em particular do financeiro, realizada pelo Estado no âmbito do regime de Bretton Woods. Quanto à morfologia, referente aos agentes e mercados principais envolvidos nesse processo, e às suas relações, pode-se constatar a disseminação dessa lógica, de busca de ganhos patrimoniais em detrimento daqueles oriundos dos rendimentos, em todos os agentes econômicos: famílias, empresas não financeiras e empresas financeiras. Isto corresponde, por sua vez, a uma alteração operacional nos principais mercados: o monetário, o de crédito e o de capitais.

Nessa nova fase, a característica de maior significado para a dinâmica do sistema capitalista é a crescente importância da esfera financeira ante a produtiva, o que, a rigor, não representa uma nova tendência ou uma novidade *tout court*, mas o aprofundamento dos traços inerentes ao capitalismo. Dessa perspectiva, pode-se também constatar a ampliação da autonomia relativa da esfera da valorização da riqueza financeira *vis à vis* aquela da produção ou de geração da renda. Enfim,

exacerba-se a independência relativa da valorização da riqueza financeira ante a real, por meio de bolhas de preços recorrentes de um amplo espectro de ativos financeiros.

### **1.1 Capital financeiro: revendo alguns conceitos**

Para delinear os traços gerais dessa dinâmica capitalista após 1980, este item do artigo aborda três dimensões complementares na sua caracterização. Inicia por recuperar o conceito de capital financeiro tal qual desenvolvido por Marx. Em seguida, faz uma atualização dessa concepção à luz da institucionalidade contemporânea utilizando o paradigma keynesiano, vale dizer, traça os contornos gerais da dinâmica capitalista com ênfase na relação entre riqueza e renda. Por fim, com base nas contribuições recentes, destaca as especificidades do capitalismo financeiro contemporâneo no plano da morfologia, enfatizando a alteração do comportamento dos agentes econômicos e mercados financeiros relevantes.

Ao formular o conceito de capital financeiro no Livro III de o Capital, Marx (1974) distingue a forma geral do capital (D-D') da sua forma particular (D-M-D'). A primeira é uma relação de propriedade amparada numa estrutura jurídica, e formas variadas de contratos, por meio das quais o proprietário da mercadoria capital cede temporariamente seu valor de uso a terceiros. A forma por excelência da remuneração do capital propriedade é o juro, definido em cada momento do tempo de modo arbitrário ou, mais propriamente, pela correlação de forças entre prestamistas e prestatários. Diante dessa definição não seria exagero afirmar que o capital a juros, sinônimo de capital financeiro, tem a sua remuneração estabelecida num processo político-jurídico.

O nível de abstração no qual trabalha, nos capítulos iniciais da seção V do Livro III, e as limitações do grau de desenvolvimento das instituições financeiras da época, leva Marx (1974), a analisar o processo de formação da taxa de juros sem a inclusão de instituições relevantes como, por exemplo, o Banco Central. Essa é de

fato uma limitação, pois o Banco Central pode alterar a correlação de forças entre prestamistas e prestatários. Todavia, há um elemento crucial nessa concepção da formação da taxa de juros que deve ser resgatado e que se refere ao fato dela ser determinada na esfera da circulação do capital ou, numa terminologia keynesiana, da circulação da riqueza.

A forma particular do capital é o chamado capital em função ou em processo. Como assevera sua denominação, tem a sua existência associada aos processos concretos de valorização. A sua remuneração é o lucro, obtido a partir de processos produtivos os quais se apropriam de tecnologias determinadas e extraem da força de trabalho, a mais-valia. Esses capitais são submetidos às leis imanentes da concorrência, cujo motor é a busca do lucro máximo. Nesse processo, cuja suposição é a mobilidade das várias frações do capital total, os capitais privados individuais, entre diferentes ramos produtivos, há subjacente a perseguição, jamais alcançada, do nivelamento da taxa de lucros. Daí decorre certa regularidade e objetividade na formação dessa última.

Para Marx, com o desenvolvimento capitalista, o capital propriedade, a forma geral do capital, que na origem é apenas uma duplicação ou espelho, na esfera jurídica ou contratual, do capital em processo, ganha autonomia. Isto porque com este desenvolvimento e ampliação da massa de riqueza financeira, a remuneração do capital em geral, o juro, se impõe como parâmetro geral de remuneração do capital, definindo o custo de oportunidade do capital sob a forma líquida ou a remuneração mínima das formas concretas de aplicação do capital. A fluidez desse capital e as relações contratuais que lhes são próprias sustentam a sua utilização como parâmetro. Ou seja, o juro constitui a remuneração da forma mais geral do capital e, portanto, um padrão para as demais formas.<sup>2</sup>

---

(2) De acordo com Rogers (1989), segundo a visão convencional, incluídas as de inspiração walrasiana, wickselliana ou mesmo keynesiana bastarda, afora movimentos friccionais, o juro enquanto remuneração do capital propriedade se igualaria ao lucro, remuneração do capital em processo. Daí a noção de taxa natural de juros que constitui uma outra forma de expressar a taxa geral de lucro. Ou seja, ao contrário da visão marxista e keynesiana, na visão convencional a taxa de juro converge para a taxa de lucro.

As relações entre as duas formas do capital são complexas e contraditórias. A forma geral, o capital financeiro, seria um espelho ou uma duplicação do capital em função contudo o surgimento do juro como padrão geral de remuneração, e sua consolidação, sustenta a existência de divergência sistemática entre o valor do capital em função e do capital propriedade. Mais que isto, possibilita que o valor do capital propriedade flutue de maneira significativa ao sabor das variações da taxa de juros. Dito de outra maneira, como o juro é remuneração do capital em geral, sendo passível de ser obtido por qualquer massa de riqueza líquida, esta última passa a ter um valor fictício que depende, em cada momento do tempo, dos rendimentos esperados e da taxa de juros corrente. A rigor, como afirma Marx, qualquer forma de propriedade capaz de produzir um fluxo de renda, seja ela ou não produto do trabalho humano, como a terra, por exemplo, é capitalizada à taxa de juros corrente possuindo portanto um valor fictício enquanto capital. Com base nesses princípios conclui-se que a igualdade entre capital em função e capital financeiro na dinâmica capitalista, é fortuita.

A essência da possibilidade de divergência do valor do capital, nas suas duas formas, reside nos processos particulares de valorização. Quando o capital financeiro sob a forma monetária é repassado para o capitalista produtivo, para ser empregado na produção, ele enquanto capital produtivo segue uma trajetória particular de valorização, submetido a uma norma, por assim dizer técnica: a sua rotação. Em cada momento do tempo ele é composto de capital em operação, fundo de depreciação e mais valia acumulada. Ao se considerar a possibilidade de progresso técnico, a parcela do capital em operação sob a forma de capital constante pode também sofrer alteração de valor devido ao seu barateamento ou obsolescência tecnológica.

A parte duplicada ou o capital financeiro, uma vez cedida ao capitalista produtivo assume a forma de títulos ou direitos sobre a produção futura, com

remuneração fixa (títulos de dívida), ou variável, (ações). Em cada momento do tempo, o valor variável dessa massa de capital é calculado por meio da capitalização dos rendimentos à taxa de juros corrente. Esse valor nominal, por sua vez, ganha concretude quando da sua negociação nos mercados secundários. A existência desses últimos permite a concretização da divergência entre o valor original e o corrente do capital financeiro. Essa divergência assume caráter ampliado com a introdução do crédito monetário, *ex-nihilo*, criado pelos bancos e direcionados para compra dos títulos representativos do capital.

Expectativas de variações dos rendimentos dos títulos de propriedade (ações), ou das taxas de juros correntes, são sancionadas por compra ou venda nos mercados secundários, ampliando ou reduzindo o valor fictício do capital. Os ciclos de preços, na sua fase ascendente - como demonstrado por Marx (1974), nos capítulos finais da seção V ou ainda por Hilferding (1973), ao analisar a operação da Bolsa de Valores - exigem a ampliação do crédito monetário direcionado para esses mercados para dar liquidez ao valor ampliado dos títulos. As fases descendentes dos ciclos de preços, por sua vez, são deletérias ao não possibilitarem a realização dos ganhos esperados e, conseqüentemente, ao gerarem um espectro de dívidas não pagas.

As análises das relações entre acumulação financeira e acumulação produtiva são marcadas por determinações muito genéricas na teoria marxista e, como veremos também na teoria keynesiana. Autores clássicos do marxismo como Lenine (1970), e Hilferding (1973), embora reconheçam a autonomia da esfera do capital fictício ante a dimensão produtiva terminam por admitir a preeminência dessa última na determinação das crises. Autores contemporâneos como Zerbato (2002) vão além e propõem que a especificidade da teoria marxista consiste exatamente em postular esta dominância, diferenciando-se assim da teoria

keynesiana a qual veria as crises financeiras como autônomas e auto-referenciadas ao processo de valorização da riqueza fictícia.

Para os autores supracitados a dimensão financeira permite escapar, de modo temporário, mas não permanente, da crise cuja manifestação crucial é a superacumulação de capital. Sua expressão concreta seria o excesso de capacidade produtiva, tradução do declínio prospectivo da taxa de lucro e do estancamento ou ao menos, da desaceleração da acumulação de capital. A esfera financeira, através da centralização de capitais e da reconcentração da propriedade a ela subjacente, permitiria aos grandes capitais, adiar ou dirimir a redução das taxas de lucro, por meio dos ganhos patrimoniais. Além da centralização, a concentração que permite novas condutas na esfera da concorrência como, por exemplo, práticas de preços oligopolistas ou a subcontratação, auxiliaria a preservação da rentabilidade dos grandes capitais dando elasticidade ao processo de acumulação na esfera produtiva.

A discussão acima pode também ser formulada utilizando-se o paradigma keynesiano, que examina a dinâmica do capitalismo contemporâneo por meio das relações particulares entre riqueza e renda como, por exemplo, em Minsky (1986). Com o desenvolvimento capitalista, a razão entre riqueza e renda é crescente ao longo do tempo. O ponto central a sublinhar é a subordinação da segunda à primeira. É a trajetória da riqueza, a escolha das formas nas quais será mantida e valorizada, que define o comportamento da renda.

Numa economia dominada pela lógica D-D', ou seja, hegemônica pelo capital financeiro, o aprofundamento da dominância da esfera financeira conduz a um comportamento dos agentes no qual todos buscam realizar ganhos de capital. Tal qual proposto por Minsky (1986), a decisão de compra de um ativo de capital decorre da comparação, e da diferença entre preços de oferta e de demanda do mesmo. Quando esta é positiva, e possibilita um ganho de capital, o ativo será adquirido.

A escolha do objeto desse ganho de capital definirá a trajetória da renda. Não é indiferente para essa trajetória e para a sustentação da valorização da riqueza, o tipo de ativo a ser escolhido como objeto do investimento. A distinção essencial, nesse caso, é entre ativos de emissão primária, e aqueles de negociação secundária. Os primeiros dão origem a um fluxo de renda adicional por implicarem a utilização de recursos na ampliação da produção; os segundos são transacionados nos mercados secundários e a sua aquisição pode aumentar seu valor mas não tem implicações imediatas sobre a geração de renda. Uma primeira conclusão a ser extraída da afirmação acima é que as relações entre riqueza e renda são condicionadas pela escolha do tipo da riqueza. Vejamos esse ponto em detalhe.

Em cada momento do tempo, a riqueza financeira da sociedade, supondo que ela seja constituída por ações e títulos de dívida perpétuos, pode ser definida como:

$$W_t = \sum r^*_t / i_t \quad (1)$$

na qual:  $W_t$  é a riqueza financeira total no período  $t$ ;  $\sum r^*_t$  é o somatório dos rendimentos esperados obtidos da posse dessa riqueza e  $i_t$  é a taxa de juros no momento presente. A valorização dessa riqueza é definida como:

$$W_{t+1} - W_t = (\sum r^*_{t+1} / i_{t+1}) - (\sum r^*_t / i_t) \quad (2)$$

na qual  $W_{t+1} - W_t$  é a variação da riqueza entre períodos,  $(\sum r^*_{t+1} - \sum r^*_t)$  é a variação dos rendimentos esperados e  $(i_{t+1} - i_t)$ , da taxa de juros.

A segunda expressão nos diz que a variação potencial do montante da riqueza financeira depende tanto da flutuação dos rendimentos esperados quanto da taxa de juros corrente. Variações nos rendimentos, ou na taxa de juros, fazem variar o valor da riqueza no tempo, mas não só. A alteração das expectativas quanto aos rendimentos também altera o valor atribuído à riqueza. Surge aqui a primeira possibilidade de bolha de preços de ativos, associada às expectativas quanto à

alteração de rendimentos que podem não ser validadas no futuro.<sup>3</sup> Por sua vez, variações observadas nas taxas de juros também alteram o valor corrente da riqueza e se não forem sustentáveis, podem implicar outro tipo de bolha, aquela decorrente do aumento temporário do valor da riqueza por decréscimo na taxa de juros. Essas conjecturas quanto ao valor dos ativos, só ganham efetividade se forem sancionadas pela negociação nos mercados secundários o que, como vimos anteriormente, necessita da ampliação da liquidez via crédito bancário.

As duas formas anteriores são significativas, mas ainda não traduzem com precisão a dominância financeira que se expressa, principalmente, por meio da variação autônoma no valor da riqueza. Estas flutuações são motivadas por perspectivas de ganhos patrimoniais, vale dizer, por expectativas de ampliação do valor da riqueza entre dois momentos no tempo. Como vimos, a variação do valor da riqueza pode ser determinada por mudanças efetivas e duradouras nos fundamentos (rendimentos ou taxas de juros) ou por expectativas não sancionadas de sua variação. Estas últimas, por sua vez, podem e em geral implicam variações autônomas do valor da riqueza, ao suscitar a compra de ativos nos quais essa riqueza se expressa, por parte de determinados agentes, com o objetivo de obter ganhos de preço ou patrimoniais.

Pode-se olhar a questão na tradição de Minsky (1986) e compreender o processo como uma dupla aposta: do lado ativo ela funda-se na expectativa de valorização ou acréscimo de preço da riqueza adquirida; no lado passivo, na estabilidade das condições de financiamento ou da taxa de juros. Nesse contexto, a elasticidade ou autonomia do processo de valorização financeira ante os valores

---

(3) Um exemplo contemporâneo pode ilustrar essa noção de bolha de preços. Quando do episódio da bolha de preços das ações negociadas na Nasdaq, várias ações de companhias da Internet apresentavam altas cotações se consideradas à luz dos rendimentos correntes proporcionados aos acionistas. Argumentava-se à época que o central no cálculo do valor dessas ações era o rendimento prospectivo que, aliás, mostrou-se fantasioso.

fundamentais está condicionada a um elemento psicológico, o grau de consistência das expectativas predominantes; outro institucional, a trajetória da taxa de juros e, ainda, por outro estrutural, relativo ao tipo de ativo sobre o qual se funda a ampliação da riqueza.

Como salientado acima, o componente estrutural ou de escolha de ativos a serem objeto da acumulação confere maior ou menor elasticidade à dinâmica financeira, pois no caso dessa escolha recair sobre ativos novos, a serem produzidos, ativa-se o circuito gasto-renda, sancionado as apostas iniciais. Se a decisão de alocação da riqueza englobar basicamente ativos velhos ou já produzidos a não ativação do circuito gasto-renda reduz a elasticidade do processo pois amplia as possibilidades de não validação das apostas, ao não aumentar os rendimentos esperados. Nesse último caso, a continuidade de valorização da riqueza financeira patenteia a bolha de preços. Essa é, contudo, uma limitação em última instância à continuidade da valorização fictícia, pois os fatores psicológicos podem ser intensos o suficiente para, dentro de certos limites, levar o processo adiante.

A elasticidade da valorização da riqueza financeira, ou o grau de seu descolamento dos fundamentos, constituem um aspecto particular da miopia dos mercados e da sua incapacidade em avaliar corretamente os ativos. Apesar de existirem critérios objetivos para medir o desvio do preço corrente de um ativo ante o seu valor fundamental como, por exemplo, a diferença entre valor de mercado e custo de reposição, para ativos instrumentais ou, entre valor corrente e valor de face para os ativos financeiros ou ainda, entre valor corrente e valor patrimonial para ações, o mercado mostra-se, em muitas ocasiões, sob o impacto das convenções, incapaz de determinar o valor correto desses ativos e de evitar que ele se descole de maneira mais intensa do valor original.

Do ponto de vista do resultado sobre o processo de acumulação, com sugere Chesnais (2004), a ampliação do espectro de ativos velhos ou não reprodutíveis que

concorrem com os ativos novos ou reprodutíveis, constitui um filtro capaz de atenuar os impactos da dinâmica da acumulação financeira sobre a produtiva ou, dito de outra maneira, sobre a criação da renda. Se adicionarmos a isto o fato de que a taxa de juros, enquanto remuneração básica da riqueza financeira, se faz cada vez mais presente como custo de oportunidade geral e que seu patamar e volatilidade tendem a aumentar em ambientes institucionais desregulados, conforme demonstrado por Ciocca e Nardozzi (1996), pode-se concluir, não só pela subordinação mas, também, por um menor dinamismo da acumulação produtiva ante a financeira.

Ao analisar a dinâmica do capitalismo contemporâneo Aglietta (2001) chama a atenção para a hegemonia da esfera financeira e sua preeminência na determinação dessa dinâmica e na eclosão das crises. Todavia, alerta para o fato da esfera real constituir um critério de última instância para validar o ocorrido na primeira esfera. Mostra que o decisivo nessa nova dinâmica são as decisões atinentes à valorização patrimonial. Todos os agentes, sem exceção, estão prioritariamente preocupados em ampliar a sua riqueza, nas mais variadas formas, inclusive a financeira, através dos ganhos de capital, e buscam financiar essa ampliação da maneira mais adequada e, agregaria Minsky (1986), com alavancagem crescente. As crises decorrem de uma insustentável valorização dos ativos, acompanhada da deterioração das condições de financiamento.

A questão, contudo não diz respeito apenas às formas de aquisição e financiamento da riqueza, vale dizer, à sua dinâmica patrimonial. Essas estruturas patrimoniais podem se revelar adequadas, do ponto de vista financeiro, enquanto a taxa de valorização dos ativos subjacentes exceder a taxa de juros à qual os agentes se financiam. Isto, porém, pode não satisfazer o critério de segunda ordem relativo à variáveis reais produção ou renda. Por exemplo, a compra de ações por meio de empréstimos pode determinar uma operação lucrativa quando a valorização das

ações for maior do que a taxa de juros. A sustentação dessa valorização, por sua vez, não é independente dos lucros efetivos dessa mesma ação, ou seja, ela não pode ser sustentada permanentemente em bases psicológicas. Dito de outra maneira, e recorrendo à abordagem de balanço minskyana, são os fluxos de rendimentos das ações que devem ser utilizados para pagar os encargos financeiros dos financiamentos utilizados para a sua compra.

## **1.2 Capital financeiro: elementos da morfologia contemporânea**

Tomando como referência essa conceituação mais geral pode-se discutir a seguir as implicações da preeminência da lógica financeira no comportamento dos agentes econômicos principais: famílias, empresas financeiras, e não financeiras. O aspecto de maior significado é a alteração do *modus operandi* desses agentes que respondem à mudanças no ambiente geral mas, por sua vez, o reforçam. Assim, os agentes relevantes, além de se pautarem por uma lógica financeira nos seus investimentos, na qual buscam maximizar o ganho patrimonial e não o de rendimentos associam a esta postura a busca de uma maior liquidez desses investimentos.

No âmbito das empresas não financeiras, como destaca Plihon (2004), altera-se a forma de controle da propriedade em razão da maior pulverização do capital. Isto significa uma rotatividade ampliada desse controle resultando numa intensificação da liquidez do investimento produtivo, dando ensejo à dinamização das formas de valorização patrimonial como Fusões e Aquisições e Compras Alavancadas. Essa maior liquidez dos ativos produtivos também termina por modificar a governança das empresas, pois seu principal objetivo passa a ser a maximização do valor acionário.

Há também mudanças substantivas na operação da atividade produtiva propriamente dita. A exacerbação do parâmetro de remuneração da riqueza em

geral, a taxa de juros, transforma-o em *benchmarking* imediato para o retorno da atividade produtiva. O que era um objetivo mediato ou estratégico das empresas – a obtenção de uma taxa de lucro superior à taxa de juros – passa a ser um critério decisivo para a operação das mesmas, pois a sua não consecução reduz o valor acionário cotado nas bolsas de valores. A necessidade de atingir esses objetivos conduz a uma especialização da empresa no *core* produtivo, em geral aquele de maior conteúdo tecnológico e rentabilidade, e a distribuição das demais atividades para fornecedores sob regime de sub-contratação.

Segundo Nolan (2002), essa nova governança implica a intensificação do regime de sub-contratação e re-divisão dos lucros da cadeia produtiva com a sua concentração na empresa controladora do *core* formando uma rígida hierarquia das taxas de lucro. Para ele, o *core* é um mecanismo de coordenação sobre uma ampla rede de fornecedores e revendedores que define em detalhe as especificações para a produção de partes e peças, desde locais de produção até gastos com P&D. Em resumo, nessa nova forma de governança, o controle do *core* permite potencializar o controle sobre os processos produtivos para além daquele decorrente da concentração da propriedade.

De acordo com Aglietta (2001), ocorrem também importantes mudanças na forma de operação das empresas e no seu financiamento. A composição de seus ativos muda na direção de incorporar aqueles de maior liquidez, os financeiros. Isso dificulta a realização daqueles investimentos de maior prazo de maturação, ou de maior risco, associados à inovação tecnológica porque estes colidem com o curto-prazismo e a valoração da liquidez típicas da nova governança. A valorização fictícia dos ativos financeiros permite, por sua vez, a sua utilização como colaterais na obtenção de novos empréstimos. Ou seja, posições de maior fragilidade financeira são construídas mais facilmente. As empresas também adquiririam um perfil de gasto com investimento instrumental com caráter cíclico mais acentuado,

pois sujeito à dinâmica dos preços dos ativos financeiros. Na fase ascendente, o aumento do valor dos ativos, dados como colateral dos empréstimos, permite ampliar o grau de alavancagem. Quando da reversão dos ciclos de preços, a explicitação da fragilidade financeira pelo lado patrimonial – queda do valor dos ativos ante as dívidas – determina um rápido desindividamento por meio da utilização dos lucros correntes e conseqüente redução dos investimentos.

No âmbito dos bancos ocorre uma financeirização dos balanços conforme fica sugerido pela análise de Chick (1986). Nas operações passivas, amplia-se a participação dos depósitos que pagam juros, com perda de importância dos depósitos à vista ou não remunerados. Isto corresponde à financeirização do dinheiro ou a intensificação da sua dimensão de reserva de valor em detrimento da função de meio de troca e de pagamento. O seu primeiro efeito prático é a elevação do custo do passivo bancário que se deve à extensão da remuneração para a parcela do dinheiro referente aos saldos de caixa. A segunda implicação é a de ampliar a autonomia do dinheiro bancário ante o dinheiro estatal, ou seja, tornar o passivo bancário mais autônomo ante a base de reservas, pois permite recorrer com maior intensidade às reservas disponíveis no sistema, transformando saldos de caixa na forma de dinheiro em poder do público, em depósito remunerado.

Na dimensão ativa do balanço, ocorre uma ampliação da liquidez dos haveres através da securitização dos empréstimos. Essa mudança é de suma relevância, pois implica uma reavaliação permanente desses ativos em função das variações das taxas de juros. Nesse contexto, de ampliação de liquidez dos ativos e acesso ampliado a passivos remunerados, a questão bancária chave deixa de ser a gestão de liquidez e passa a ser a gestão da solvência. Fica também sugerido por essa análise que a questão da solvência não está vinculada apenas à qualidade dos ativos e custo dos passivos, mas a um risco de preço ampliado. Ou seja, as variações das taxas de juros afetam mais imediata e intensamente, o valor de ativos

e passivos bancários. Para se defenderem dessas flutuações os bancos aderem mais decisivamente ao curto-prazismo restringindo a duração dos ativos.

Apesar dessa mudança ocorrida na operação dos bancos, a sua função de provimento de liquidez e núcleo duro de alimentação do ciclo de ativos continua inalterada. Como ressaltado por Aglietta (2001), a criação de crédito por parte dos bancos é o elemento estratégico na definição do alcance do ciclo de preços dos ativos, vale dizer, seu grau de exposição a determinados tomadores ou mercados determina a intensidade da elevação de preços. Do mesmo modo, quando se deterioram a qualidade dos empréstimos, a intensidade da contração do crédito é o fator central da trajetória dos preços dos ativos. Mais ainda, a disposição dos bancos em voltar a emprestar, e a forma como o fazem, é a variável crucial no processo de recuperação.

As atividades não bancárias ganham grande impulso sob a intensificação do capitalismo financeiro, como resultado da liberalização. Nesse quadro o destaque é para a crescente importância dos investidores institucionais, conforme assinalado por Sauviat (2004), relevância esta decorrente da já aludida ampliação da riqueza financeira mas, também, da desregulação que permite a gestão dessa poupança por critérios de mercado. Nesse sistema as poupanças de curto e longo prazo (fundos de curto prazo e fundos de pensão) são unificadas num só objetivo de obtenção de ganhos patrimoniais. Os fundos de longo prazo, cuja preocupação deveria ser com os rendimentos, por conta dos seus compromisso atuariais, passam a se pautar por resultados de curto prazo, e ganhos de capital, decorrente da imposição de critérios de performance (*benchmarking*).

Os investidores institucionais e, em particular os fundos de investimento de vários tipos constituem-se como atores estratégicos do capitalismo financeirizado contemporâneo. Em razão das elevadas e crescentes massas de riqueza financeira que administram, bem como do acesso privilegiado ao crédito, tornam-se o *locus*

por excelência do processo de controle e centralização de capital. Exercem na prática as funções de *financista* do sistema, na acepção atribuída a esse conceito por Hobson (1983), pois a sua ação condiciona a direção e intensidade do processo de acumulação financeira, ou seja, a morfologia e intensidade dos processos de valorização fictícia.

A lógica exacerbada do capital financeiro também modifica o comportamento econômico das famílias, tornando-as unidades financeiras. Um dos aspectos mais significativos dessa mudança é a relativa independência entre consumo e renda, ampliada em razão da vinculação desse último à riqueza e, em particular, à financeira.

Como ilustra o caso dos EUA, discutido por Aglietta (2001), para uma parcela expressiva das famílias, as detentoras de riqueza nas suas várias formas, não é mais a variação da renda quem determina o consumo senão que a variação dessa riqueza. As famílias podem ser vistas como unidades financeiras, cuja decisão de gasto está associada à posição de seu balanço patrimonial. Desta forma, uma ampliação da riqueza, através por exemplo, da valorização dos ativos financeiros dos quais são proprietárias, conduz ao aumento do consumo. Esta ampliação se dá, prioritariamente, por meio do endividamento. O essencial é o balanço patrimonial resultante, ou seja, uma ampliação da riqueza superior àquela das dívidas.

Do ponto de vista dinâmico, a equação patrimonial a ser respeitada é a do crescimento das dívidas a uma taxa inferior à da valorização da riqueza financeira. Contudo, tal qual nos demais casos de exacerbção da lógica financeira os limites da renda ainda são condicionantes, em última instância, da trajetória dos gastos. Assim, mesmo que a situação patrimonial das famílias esteja em equilíbrio é necessário o crescimento da renda, caso contrário será crescente o seu comprometimento com o pagamento de encargos financeiros. Ou seja, dedica-se

uma parcela cada vez maior da renda ao pagamento do serviço da dívida, o que só parece tolerável dentro de certos limites.

## **2 Globalização e integração periférica: padrões**

A retomada do capitalismo financeiro assume necessariamente uma dimensão internacional, a globalização. O seu significado mais imediato é a transposição para este plano daquelas características observadas no âmbito doméstico. Desde logo, implica a busca de novos ativos por meio do qual a riqueza financeira possa se valorizar - *money chasing yield*, na acepção minskyana -, decorrendo daí a progressiva abertura da conta de capital dos diversos países. Mas, há também nesse processo, uma dimensão não financeira relativa à globalização produtiva, ou ao *global sourcing* das empresas que concentram as atividades no *core business* e distribuem parte das atividades para países com vantagens locais particulares.

### **2.1 A inserção periférica: aspectos gerais**

Segundo a UNCTAD (2001), um traço particular da globalização contemporânea quando comparada a etapas pregressas como, por exemplo, a da vigência do padrão-ouro, é a preeminência da integração financeira. Esta última transparece no descolamento dos fluxos de capitais daqueles de mercadorias e serviços. Embora ocorra em simultâneo mas em intensidade distinta, uma integração financeira e outra produtiva, a primeira possui autonomia relativa ante a segunda e traduz a busca de novas formas e instrumentos de valorização da riqueza financeira. A magnitude dos fluxos de capitais nas suas várias modalidades e sua desproporcional e crescente dimensão ante os fluxos de mercadorias e serviços constitui um bom indicador da intensidade do processo.

De acordo com a interpretação de Obstfeld e Taylor (2004), a globalização contemporânea teria como principal característica a diferença entre os fluxos de capitais brutos e líquidos, com um peso desproporcional dos primeiros ante os segundos. Isto revelaria como sua principal motivação a diversificação dos portfólios perante a constituição de ativos líquidos no exterior por parte dos países centrais. Há um contraste, por exemplo, com o perfil observado durante o padrão-ouro, no qual os fluxos brutos eram próximos dos fluxos líquidos, indicando a relevância dos investimentos unidirecionais dos países centrais, a exportação de capitais.

Durante a globalização contemporânea observa-se também uma acentuada preponderância das transações entre os países desenvolvidos, com as características já apontadas de diversificação de portfólio e, portanto, com peso decisivo dos capitais de curto prazo e dos investimentos de carteira. Para os países periféricos, a incorporação intensificada após os anos 1990 se dá de modo muito mais seletivo ou concentrado. Algumas evidências dessa seletividade são: a menor magnitude da relação fluxos de capitais/PIB, ou dos déficits em transações correntes/PIB, indicando a relevância diminuída do financiamento externo para os países periféricos comparativamente à época do padrão-ouro. Reforça esta percepção a menor importância histórica dos fluxos de capitais para os países periféricos, tanto na poupança dos países centrais como nos investimentos destes últimos.

Embora a caracterização apresentada por Obstfeld e Taylor (2004) seja bastante detalhada, as razões alegadas para a diminuição do peso dos países periféricos nos fluxos de capitais têm um nítido conteúdo ideológico. Para esses autores, o grande influxo durante o padrão-ouro deveu-se a importância de países com populações escassas e grandes extensões territoriais, receptores de migração européia e com tradição jurídica anglo-saxã, de forte compromisso com a proteção da propriedade privada. A inexistência ou perda de relevância desses países no

mundo contemporâneo explicaria o declínio relativo dos fluxos de capitais em direção à periferia. Uma razão muito mais substantiva e desconsiderada diz respeito à pouca relevância dos mercados de capitais desses países. No contexto de uma globalização marcada pelo domínio dos fluxos de capitais movidos pelo acicate da diversificação de portfólios, mercados de capitais domésticos pouco diversificados e profundos constituem uma razão essencial para a não absorção expressiva desses investimentos de carteira.

Uma consideração adicional ilustra o último argumento. Para Obstfeld e Taylor (2004), nos termos da trindade impossível ou do trilema, o regime cambial predominante na etapa da globalização é o do câmbio flutuante, em contraste com o padrão-ouro, durante o qual vigia o regime de câmbio fixo. A explicação para tal dominância segue a linha sugerida por Eichengreen (1996), para quem o regime de câmbio fixo tornou-se impraticável nas democracias contemporâneas. Isto, por conta dos custos em termos de emprego, de eventuais ajustes para a manutenção da paridade fixa. Ou seja, o manejo da política monetária estaria subordinado à preservação da taxa nominal de câmbio cuja credibilidade constituiria a âncora do sistema. Ora, diante das características dos fluxos de capitais nos dois momentos históricos, padrão-ouro e globalização, uma hipótese mais plausível é a de que o regime cambial reflita a natureza e composição desses fluxos. Se eles são multidirecionais e visam diversificar portfólios, não há incompatibilidade com o regime de câmbio flutuante que, ademais, permite a relativa independência da política monetária. A situação é distinta quando os fluxos de capitais são unidirecionais, pois flutuações das taxas de câmbio podem afetar significativamente o valor dos estoques de investimentos acumulados em determinado país.

Ao avaliar o processo de globalização entre os países centrais nos anos 1980, Turner (1994) agrega outras características àquelas já assinaladas. Além do predomínio das transações entre desenvolvidos, da proximidade entre transações

brutas e líquidas e da maior importância das operações com títulos ante os empréstimos, ambas reflexo da dominância da diversificação de portfólios, esse autor chama a atenção para a maior expressão do IDE e de suas particularidades. Estes últimos têm uma parcela predominante de operações de Fusões e Aquisições ante aquela de *greenfield*. Pode-se assim identificar a centralização do capital, ou a interpenetração patrimonial, ou ainda a diversificação da propriedade como *leitmotiv* principal do IDE na etapa da globalização.

A globalização produtiva, embora dimensão subordinada, tem a sua relevância associada à modificação no comportamento das empresas não financeiras já referida acima. Desde logo ela expressa a nova dimensão do processo de investimento implicando, para a periferia, numa modificação do caráter do IDE, exacerbando sua natureza patrimonial em detrimento da dimensão de *greenfield*. Isto significa que, ao contrário do passado, quando o IDE era freqüentemente portador de novas tecnologias de produto ou processo, no presente ele significa, principalmente, a aquisição de ativos já existentes.

Analisando a dimensão produtiva da globalização, Dunning (1998) sugere que a sua principal força motriz é a intensificação do progresso técnico que reduz os ciclos de produto e amplia os custos de P&D, forçando as empresas a uma redução do escopo da produção por meio da especialização no *core* produtivo e à busca de mercados mais amplos. Daí decorreriam duas tendências principais: no plano horizontal, a formação de alianças estratégicas entre empresas de mesmo *core* produtivo, objetivando compartilhar custos elevados de P&D; no âmbito vertical, uma ampliação do regime de subcontratação com estreitamento das relações monitoradas na cadeia de produção, dada a relevância das especificações tecnológicas.

Quanto a esse último aspecto, Nolan (2002) sugere que esta nova forma de organização implica a extensão do controle sobre os processos produtivos que vão

muito além do controle da propriedade. Ou seja, o *core* e a sua estruturação vertical constituem um mecanismo de coordenação sobre uma ampla rede de fornecedores, com definição em detalhe das especificações para a produção de partes e peças, abrangendo desde locais de produção até gastos com P&D. Na prática, essa nova forma de produção implica na intensificação do regime de subcontratação e redivisão dos lucros da cadeia produtiva concentrando-os no *core*.

Na dimensão produtiva da globalização é possível encontrar outras particularidades. Ela implica uma modificação da divisão internacional do trabalho em moldes distintos daquele observado durante o período de Bretton Woods. Nesta fase do desenvolvimento capitalista, o padrão de concorrência levava as empresas a buscarem mercados adicionais, se transplantando de maneira integral para os países da periferia. Nesse caso, a restrição para implantação dessas empresas residia no tamanho do mercado *vis a vis* a escala de produção mínima e no grau de complexidade tecnológica. De acordo com Lall (2002), na globalização muda o perfil de concorrência e as empresas se deslocam em função do desmembramento de atividades (*global sourcing*) com preservação do *core business* nos países centrais. Segundo Dunning (1998), há uma distinção importante entre a inserção dos países periféricos e dos centrais nesse processo, conformando uma globalização assimétrica. Esta última se caracterizaria tanto por uma inserção seletiva ou concentrada, em termos de número de países, como por uma participação mais expressiva dos países periféricos nos segmentos da cadeia produtiva intensivos em recursos naturais e em trabalho.

A taxonomia elaborada por Dunning (1995) para classificar o IDE permite identificar suas formas predominantes em direção à periferia. Elas seriam, principalmente, aquelas vinculadas às estratégias *resource seeking e market seeking*, nas quais predominam a busca de recursos naturais e humanos baratos e abundantes ou mercados locais e regionais com baixa integração na cadeia

produtiva global. As demais estratégias, *efficiency seeking* e *strategic-asset seeking*, ambas com participação decisiva nas cadeias produtivas globais e visando explorar economias de especialização e de escopo ou ampliação da competitividade no *core*, teriam menos peso no IDE destinado à periferia. A implicação central desse novo paradigma é a exacerbação das vantagens comparativas estáticas, particularmente aquelas oriundas da base de recursos naturais e mão-de-obra baratos e abundantes.

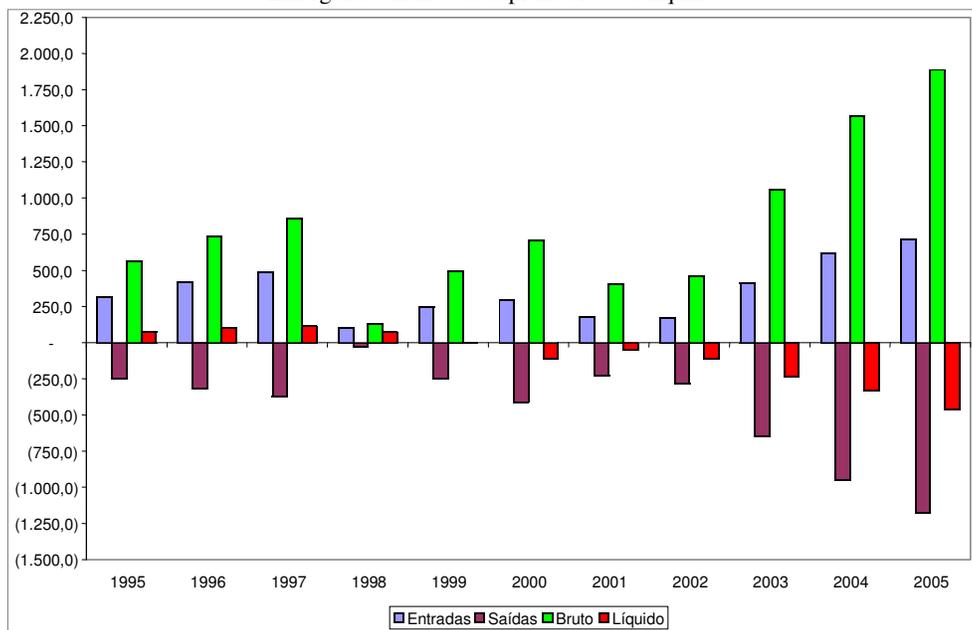
## **2.2 Padrões de integração: Ásia x América Latina**

Com base na caracterização feita acima a propósito da reafirmação do capital financeiro no âmbito das economias centrais e das características de sua expansão em direção à periferia, cabe discutir a intensidade e formas concretas de sua integração. Como veremos a seguir, embora o movimento do centro em direção à periferia contenha os elementos assinalados anteriormente relativos à globalização financeira e produtiva, pode-se distinguir padrões de integração associados à intensidade e à maneira como esta ocorre, marcados pelo maior ou menor vínculo com as duas dimensões básicas.

Na avaliação da integração da periferia, Obstfeld e Taylor (2004) destacam, durante sua etapa inicial, característica similar àquela observada para os países centrais, qual seja, a formação de uma posição externa líquida negativa de pequena magnitude para o conjunto desses países, reflexo da pouca diferença entre fluxos de entrada e saída. Os dados indicam uma inversão dessa posição após a crise asiática. Os fluxos de capitais líquidos em direção à periferia, que até então mostravam valor positivo, declinam entre 1997 e 1999 e tornam-se crescentemente negativos após 2000. Há, portanto, uma similitude e uma diferença entre os países periféricos e centrais. A similitude diz respeito à existência de fluxos brutos (entradas + saídas) elevados e crescentes ao longo do tempo, sugerindo a relevância da diversificação de portfólios como seu determinante. A diferença refere-se ao

caráter crescentemente negativo dos fluxos líquidos convertendo os países periféricos em exportadores de capitais. (Gráfico 1).

Gráfico 1  
Emergentes: fluxos de capitais brutos e líquidos

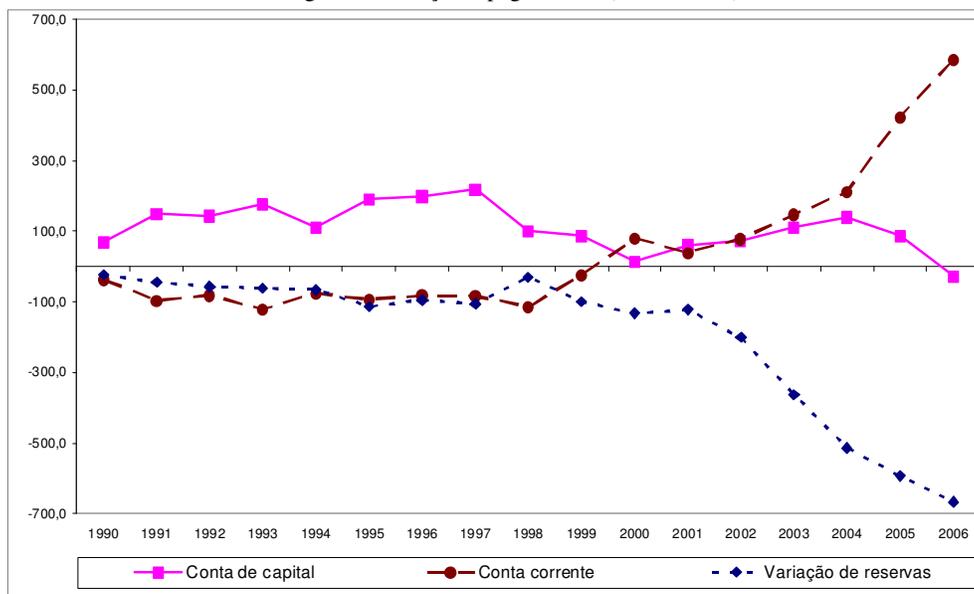


Fonte: FMI, WEO database.

Uma análise dos fluxos de capitais líquidos permite identificar várias etapas na sua trajetória em direção à periferia (Gráfico 2). Numa primeira fase, entre 1990 e 1998, esses fluxos crescem substancialmente e estão parcialmente descolados das necessidades de financiamento desses países representada pelo déficit em transações correntes. Ao excederem essas necessidades, são direcionados para o aumento das reservas. Na etapa seguinte, há um rápido ajuste dos países periféricos que passam, após a crise asiática de 1998 e, precisamente, após 2000, a produzir crescentes superávits em transações correntes. Nesse contexto, a permanência de fluxos de capitais líquidos positivos apenas amplia a acumulação de reservas desses

países. Pode-se concluir desse quadro que a motivação de diversificação de portfólios subjacente aos fluxos de capitais direcionados aos países periféricos, e já presente na primeira fase, torna-se indiscutível na segunda, pois os países periféricos convertem-se em exportadores de capitais.

Gráfico 2  
Emergentes: balanço de pagamentos (US\$ bilhões)

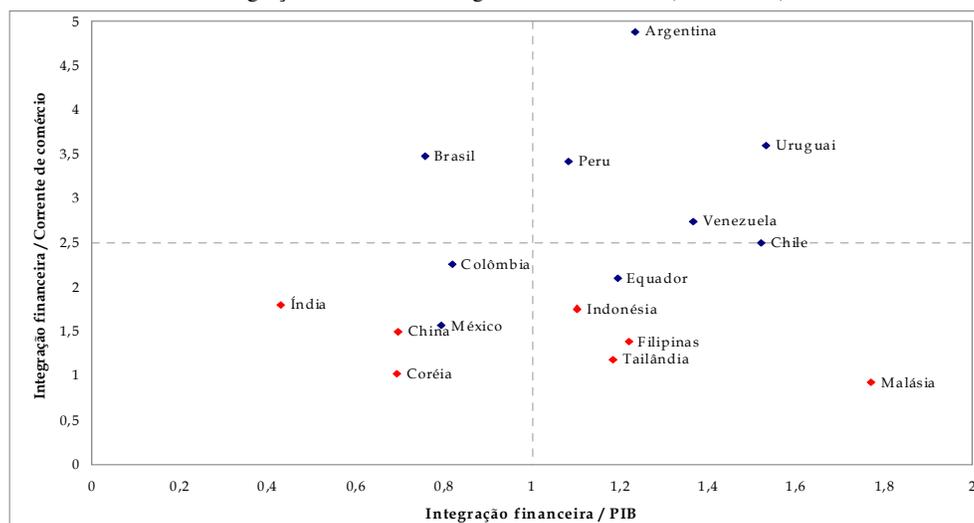


Fonte: FMI, WEO database.

Na discussão das novas modalidades de integração da periferia à economia global, autores do *mainstream* como Dooley; Folkert-Landau e Garber (2003a, 2003b e 2004) sugerem a existência de duas formas principais denominadas respectivamente de *trade account* e *capital account*. A primeira diria respeito, principalmente, aos países da Ásia em desenvolvimento e se caracterizaria por privilegiar a articulação via fluxos de comércio e de IDE, este último com grande concentração em *greenfield*. Na segunda prevaleceria a integração por meio dos fluxos de capitais e IDE de natureza patrimonial.

Uma avaliação da integração financeira dos países da Ásia em desenvolvimento e da América Latina aponta, de fato, para padrões bastante distintos. O Gráfico 3 mede essa integração de duas maneiras: como a soma dos ativos e passivos externos como proporção do PIB e como proporção da corrente de comércio, ambas para o período 1990-2004. O indicador integração financeira/PIB mostra o esperado, ou seja, um alto valor para os pequenos países e baixo valor para os países de grande extensão territorial, independentemente do continente ao qual pertençam. Já no indicador de integração financeira, medido ante a corrente de comércio, aparecem as diferenças substantivas, vale dizer, os países da América Latina mostram-se muito mais integrados comparativamente aos da Ásia.

Gráfico 3  
Integração financeira: emergentes selecionados (1990-2004)

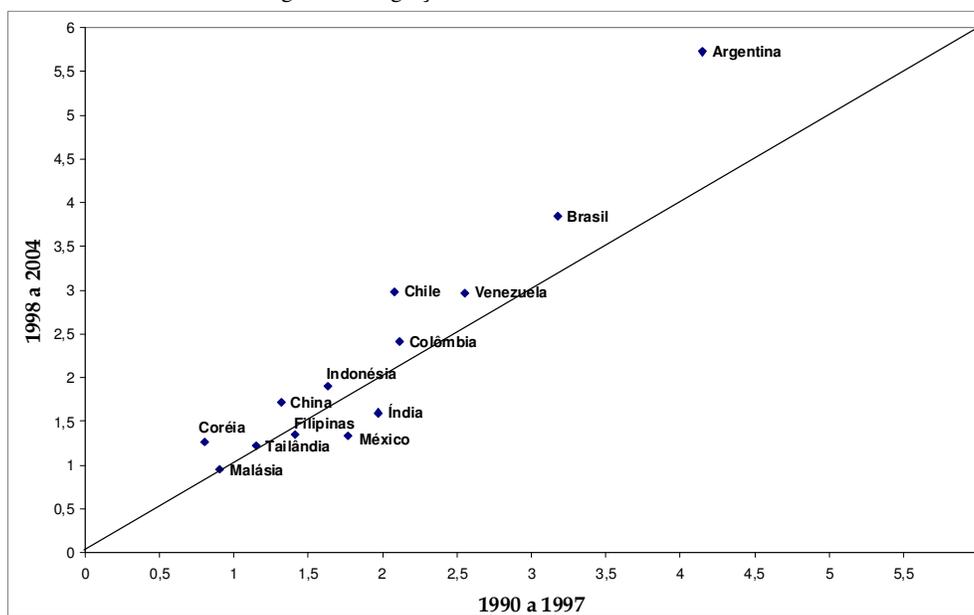


Fonte: Biancarelli (2007) apud Lane e Milesi-Ferreti (2006).

Olhando a evolução do indicador de integração financeira medido ante a corrente de comércio, percebe-se que a dicotomia *trade account x capital account* manteve-se ao longo do tempo. Para vários países da Ásia em desenvolvimento este

indicador, além de manter-se em baixo patamar, apresenta variações pequenas, exceto na Índia onde se reduz expressivamente. O mesmo não ocorre para os países da América Latina, nos quais, o indicador que já era alto no primeiro período, aumenta de valor para todos, exceto para o México, em razão do rápido crescimento da corrente de comércio decorrente da integração na ALCA.

Gráfico 4  
Emergentes: integração financeira/corrente de comércio



Fonte: Biancarelli (2007), apud Lane & Milesi-Ferreti (2006).

Estes dados refletem, portanto, o padrão diferenciado de inserção das duas regiões, exacerbado após a crise asiática de 1997/98. Como se pode ver pela Tabela 1, até 1996 ambas as regiões apresentavam déficits em conta corrente elevados e contavam para o seu financiamento com expressivos fluxos de capitais, que por excederem as necessidades de conta corrente convertiam-se em reservas. A Ásia em desenvolvimento faz um rápido ajustamento da conta corrente após a crise externa de várias de suas economias, deixando de absorver recursos reais. A partir de então,

a eventual absorção de recursos financeiros via fluxos líquidos de capitais soma-se ao superávit corrente para ampliar os ativos externos. A América Latina só deixa de absorver recursos reais em 2003, em razão do superávit em transações correntes oriundo do salto das exportações e decorrente da elevação dos preços das *commodities*. A partir de então, segue um padrão similar ao das economias asiáticas, de acumulação de reservas e redução do passivo externo líquido, mas em escala muito mais reduzida.

Tabela 1  
Balança de Pagamentos:  
Ásia em desenvolvimento e América Latina

(US\$ bilhões)

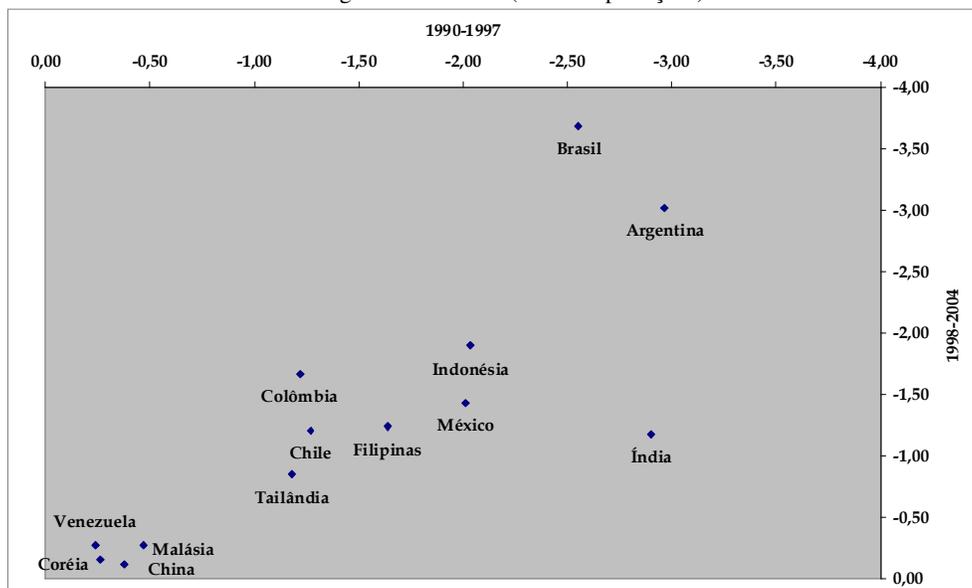
	Ásia em desenvolvimento	América Latina	Ásia em desenvolvimento	América Latina	Ásia em desenvolvimento	América Latina
	Conta corrente		Conta de capital		Variação de reservas	
1991	(11,80)	(17,50)	48,21	30,34	(35,77)	(16,14)
1992	(11,70)	(34,80)	34,01	56,26	(24,62)	(21,95)
1993	(33,60)	(46,10)	57,98	69,50	(34,50)	(21,54)
1994	(18,30)	(51,80)	70,18	48,09	(56,76)	3,75
1995	(40,80)	(37,10)	95,89	36,72	(42,95)	(25,18)
1996	(37,90)	(39,30)	105,57	71,90	(47,10)	(20,32)
1997	6,70	(66,30)	62,48	105,74	(35,30)	(30,59)
1998	49,50	(90,60)	(34,65)	86,34	(52,67)	8,14
1999	38,30	(56,60)	1,75	52,04	(84,79)	7,60
2000	38,20	(48,60)	(9,11)	44,98	(59,54)	(1,61)
2001	37,70	(54,10)	7,04	49,38	(85,77)	3,48
2002	66,90	(16,20)	23,55	21,33	(154,38)	(2,19)
2003	86,10	6,80	47,40	21,75	(235,83)	(36,01)
2004	94,20	18,20	121,34	(7,93)	(340,39)	(23,05)
2005	165,30	33,70	52,27	(16,04)	(286,56)	(32,83)
2006	184,60	34,70	89,49	0,16	(344,82)	(39,94)

Fonte: FMI, WEO database.

Outro aspecto decisivo quanto ao tipo de integração realizado pela periferia diz respeito à sua qualidade, medida pelo indicador de solvência amplo, ou seja,

pela relação Passivo externo Líquido/Exportações. Há, deste ponto de vista, três grupos de países com inserção similar, sendo o primeiro composto por China, Coréia, Malásia e Venezuela, com situação muito favorável mas com desempenhos distintos. No período pós-crise todos os asiáticos reduzem a relação PEL/exportações mas a Venezuela a aumenta ligeiramente. No grupo intermediário temos também países asiáticos e latino americanos. Todos melhoram a sua inserção após a crise asiática, exceto a Colômbia. Por fim, no grupo de pior inserção, há dois latino-americanos, Argentina e Brasil, e um asiático, a Índia. A divergência de comportamento no período 1999-2004 é gritante, pois enquanto os primeiros têm a relação PEL/exportações deteriorada, o segundo apresenta excepcional melhoria. Em razão dos dados expostos, pode-se concluir por uma inserção de qualidade superior dos países asiáticos, não só pelo maior número de países melhor situados como, também, pela melhoria generalizada dessa inserção após 1999.

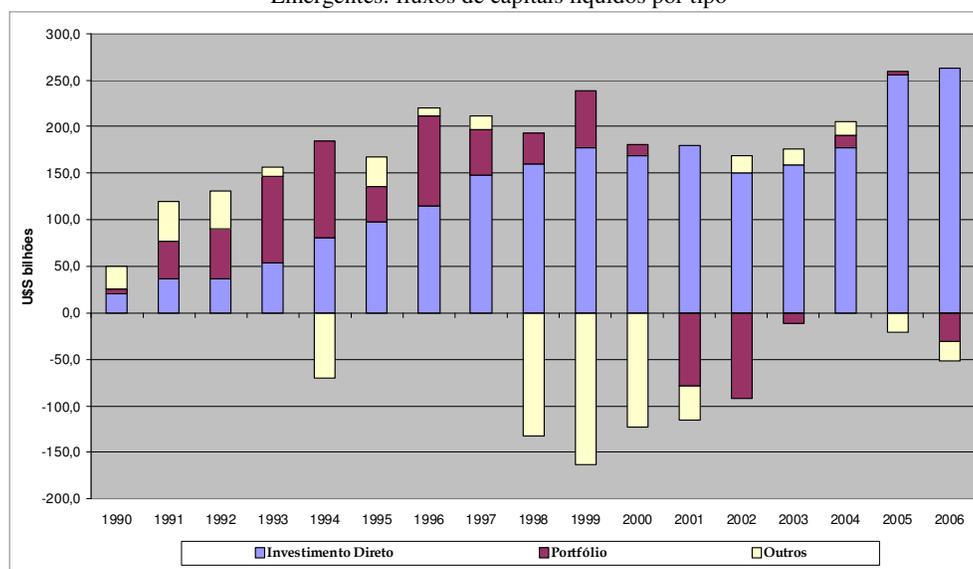
Gráfico 5  
Emergentes: solvência (PEL / Exportações)



Fonte: Biancarelli (2007), apud Lane & Milesi-Ferreti (2006).

Ainda no que tange à qualidade da inserção, cabe avaliar também a espécie de investimento direcionado à periferia, bem como a sua evolução. As informações contidas no Gráfico 6 permitem identificar dois períodos marcadamente distintos do ponto de vista da composição dos fluxos de capitais líquidos em direção à periferia. No primeiro, durante os anos anteriores à crise asiática, há a presença dos vários tipos de fluxos e o portfólio e o IDE se alternam como mais relevantes. Após a crise há um período de transição no qual o IDE se mantém e os demais fluxos tornam-se negativos. Após 2002 o IDE volta a aumentar e responde pela quase totalidade dos fluxos líquidos.

Gráfico 6  
Emergentes: fluxos de capitais líquidos por tipo

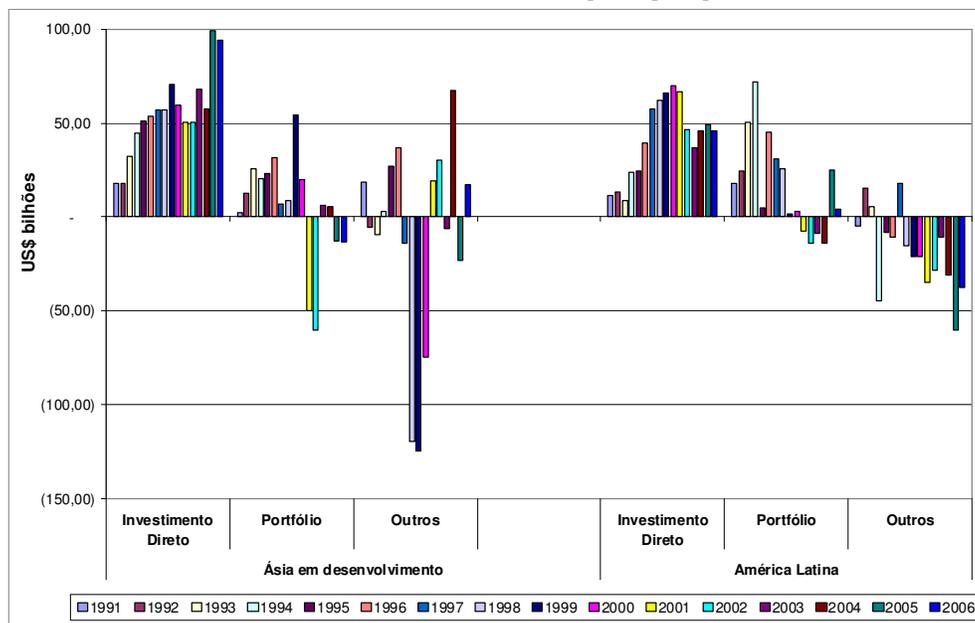


Fonte: FMI, WEO database.

Esse padrão é semelhante para as duas principais regiões periféricas, a Ásia em desenvolvimento e a América Latina (Gráfico 7). Na primeira, observa-se uma desaceleração do IDE entre 1999 e 2002 e sua forte retomada após 2003. Nos demais fluxos, a queda contínua do portfólio após a crise contrasta com a retomada

de outros fluxos após 2004, estes últimos constituídos de capitais de curto prazo cujo objetivo é obter ganhos com a valorização das moedas da região. Na América Latina assiste-se também o protagonismo do IDE após 1999, com duas peculiaridades: o patamar prévio associado às privatizações não volta a ser atingido e seu valor médio representa cerca de metade daquele observado na Ásia. Enquanto os outros fluxos são sistematicamente negativos, os investimentos de portfólio mostram alguma recuperação após 2005 e referem-se, na sua quase totalidade, a investimentos no Brasil, tanto em títulos públicos quanto em Ações.

Gráfico 7  
Ásia e América Latina: fluxos líquidos por tipo



Fonte: FMI, WEO database.

Um último aspecto quanto aos fluxos de capitais direcionados às regiões em questão deve ser esclarecido, e diz respeito à natureza do IDE. Nota-se pelos dados da Tabela 2, que o IDE para a periferia como percentagem do IDE total vem se

ampliando ao longo do tempo, embora com acentuado comportamento cíclico. Outra característica é a sua progressiva concentração tanto em regiões quanto em países. A América Latina, embora tenha, nos anos 1990, acentuado a sua participação e acompanhado o padrão cíclico da periferia, não restabelece o patamar dos anos 1980. Por sua vez, uma quantidade menor de países absorve uma parcela crescente do IDE, com destaque para México, Brasil e Chile. O mesmo padrão cíclico e de concentração é observado para a Ásia em desenvolvimento, porém a participação dessa região no total mundial é significativamente crescente. Embora a China concentre uma fatia cada vez maior do total do IDE dirigido à periferia e à região asiática, nesta última a Índia e a Coreia ganham mais destaque nos anos 2000.

Tabela 2  
IDE para emergentes: percentagem do total mundial

	1980	1985	1990	1995	2000	2004
Economias em desenvolvimento	15,3	26,3	17,2	34,5	18,1	36,0
América Latina	13,6	12,6	4,6	8,8	7,0	10,4
Argentina	1,2	1,6	0,9	1,6	0,7	0,7
Brasil	3,5	2,5	0,5	1,3	2,3	2,8
Chile	0,5	0,3	0,3	0,9	0,3	1,2
Colômbia	0,3	1,8	0,2	0,3	0,2	0,4
Venezuela	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2
México	3,8	3,4	1,3	2,8	1,2	2,6
Ásia em desenvolvimento	0,8	9,2	10,9	23,8	10,4	22,8
China	0,1	3,4	1,7	11,0	2,9	9,4
China (Hong Kong)	1,3	-0,5	1,6	1,8	4,4	5,3
Taiwan	0,3	0,6	0,6	0,5	0,4	0,3
Índia	0,1	0,2	0,1	0,6	0,2	0,8
Indonésia	0,5	0,5	0,5	1,3	-0,3	0,2
Coreia	0,0	0,4	0,4	0,4	0,6	1,2
Filipinas	-0,2	0,0	0,3	0,4	0,1	0,1
Tailândia	0,3	0,3	1,2	0,6	0,2	0,2

Fonte: UNCTAD, FDI on line.

O aspecto mais decisivo relativo ao IDE para a periferia diz respeito à sua motivação, expressa no seu caráter patrimonial ou de *greenfield*. No primeiro caso, assume a forma de compra de ativos já existentes por meio de Fusões e Aquisições e, no segundo, a de ampliação imediata de capacidade produtiva. A distinção essencial entre as duas formas de IDE está na capacidade da segunda em promover mudanças na estrutura produtiva e no padrão tecnológico. Isto porque esta forma concentra-se em ampliação da capacidade produtiva em setores novos e vinculados às cadeias globais, enquanto as F&As dirigem-se prioritariamente a setores tradicionais. Os dados da tabela 3 abaixo não deixam dúvida sobre a maior relevância das F&As na América Latina em contraste com o *greenfield* na Ásia em desenvolvimento.

Tabela 3  
Economias em desenvolvimento: F&As/IDE (entradas)

	em %			
	1990	1995	2000	2004
Economias em desenvolvimento	45	14	28	23
América Latina	120	29	46	37
Ásia em desenvolvimento	18	8	15	17

Fonte: UNCTAD, FDI on line.

Embora a avaliação dos fluxos de capitais em direção à periferia contenha informações valiosas, ela é insuficiente para caracterizar as formas diferenciadas de integração. A partir dessa classificação inicial é possível avançar na distinção de perfis **financeirizados** ou **produtivistas**. Nos primeiros, a integração foi comandada pela dimensão financeira da globalização e nos segundos pela produtiva. Uma série de distinções de performance marca esses padrões, não só no âmbito dos fluxos de capitais mas também quanto a convergência ou divergência ante os países centrais medidas em termos de renda per capita e, sobretudo, de desenvolvimento produtivo-tecnológico, o *catching-up*.

Uma primeira aproximação à performance diferenciada das duas regiões pode ser feita tomando-se o crescimento do PIB em distintos períodos (Tabela 4). Durante o regime de Bretton Woods há uma convergência acentuada entre as duas regiões no que tange às taxas de crescimento. Estas, além de elevadas demonstram, na América Latina, baixa volatilidade, em contraste com o Leste da Ásia, região na qual a China demonstrava maior instabilidade. No período da globalização a situação se modifica, pois aumenta o diferencial de crescimento em favor das duas subregiões asiáticas. Ao mesmo tempo, amplia-se a volatilidade do crescimento na América Latina e reduz-se nas demais regiões.

Tabela 4  
PIB\*: taxas de crescimento e coeficiente de variação

Regiões/Países	1961-1980		1981-2004	
	Crescimento	Coeficiente de variação	Crescimento	Coeficiente de variação
América Latina	5,49	0,30	2,17	1,06
Brasil	7,29	0,50	2,12	1,59
México	6,71	0,35	2,45	1,46
Argentina	3,42	1,39	1,27	5,25
Venezuela	3,87	0,93	1,31	4,73
Colômbia	5,38	0,30	3,04	0,74
Chile	3,49	1,47	4,88	0,98
Peru	4,45	0,60	1,87	3,38
Leste Asiático	5,50	1,06	7,98	0,27
China	4,89	2,17	9,77	0,30
Hong Kong	9,53	0,49	5,13	0,79
Indonésia	5,97	0,60	5,16	0,88
Malásia	7,16	0,35	6,16	0,69
Filipinas	5,42	0,26	2,66	1,39
Tailândia	7,51	0,31	5,97	0,79
Coréia	7,72	0,48	6,93	0,53
Sul Asiático	3,67	0,84	5,51	0,28
Índia	4,30	0,48	2,38	0,70
Singapura	9,28	0,46	6,78	0,61

\* Em US\$ constantes de 2000

Fonte: World Bank. *World Developed Indicators*.

Essa caracterização dos distintos desempenhos pode ser aprofundada traçando as linhas gerais dos processos divergentes de integração olhados pelo critério produtivo-tecnológico. De acordo com a UNCTAD (2003), países periféricos logram o desenvolvimento das forças produtivas por meio da industrialização, entendida esta última como um processo de diversificação setorial e de adensamento das cadeias produtivas. Às voltas com problemas recorrentes de restrição de divisas, estes países devem ampliar a participação das exportações de manufaturados no PIB em simultâneo com o aumento do emprego industrial no total da ocupação. Este foi, e continua sendo, pelo menos para os países periféricos exitosos, o mecanismo por excelência do crescimento sustentado.

Segundo o mesmo estudo, no padrão de crescimento vigente após 1980, o qual supõe economias mais abertas do que no passado e, portanto, mais suscetíveis à dinâmica global, o paradigma virtuoso ou produtivista implica a simultânea ampliação da taxa de investimento, do valor adicionado industrial, e da exportação de manufaturados. A chave do seu sucesso reside na mudança tecnológica, que permite aumentar a produtividade e os salários. Com raras exceções, para países de nível de renda intermediário esses ganhos de produtividade estão indissolúvelmente associados à industrialização. Por sua vez, a ausência de autonomia tecnológica, o ponto de partida desse processo, implica necessariamente uma ampliação do coeficiente exportado como mecanismo de aumentar as importações, sobretudo aquelas de meios de produção, condição necessária para adquirir, num segundo momento, essa autonomia.

Naqueles casos de melhor performance entre os países periféricos, a ampliação do investimento se fez com um acréscimo proporcional do valor adicionado na indústria e da participação dos manufaturados nas exportações. O processo sustentou-se, em última instância, na capacitação para realizar mudanças tecnológicas endógenas e, conseqüentemente, nos ganhos de produtividade. De

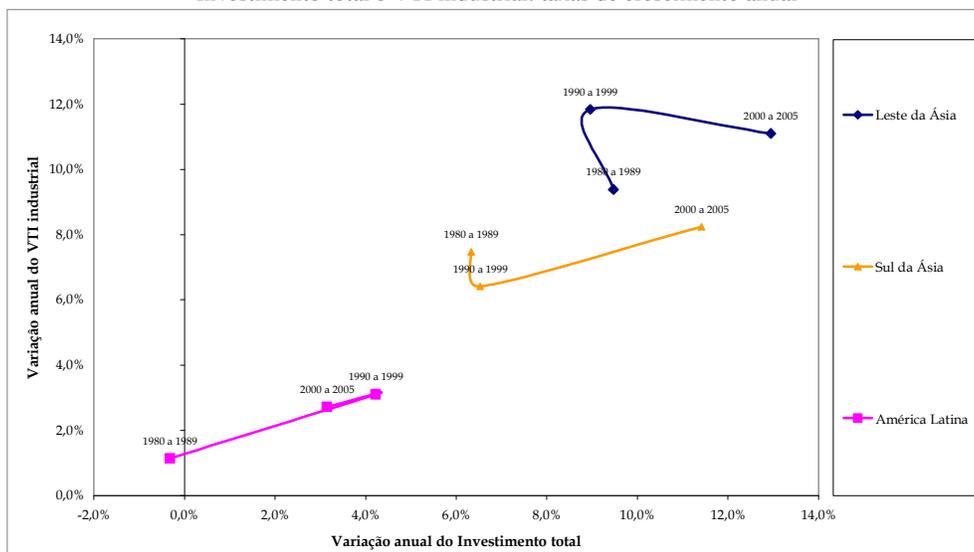
acordo com a tipologia sugerida por Akyuz (2005) esse padrão difere tanto daquele da desindustrialização – entendida como a redução do peso da indústria, no PIB e no emprego – como do *global sourcing*, no qual amplia-se o peso da indústria sem o adensamento de cadeias e autonomia tecnológica.

As considerações acima indicam um caminho para o desenvolvimento produtivo-tecnológico centrado na diferenciação da estrutura produtiva em contraste com a especialização. O desenvolvimento suporia a criação de vantagens comparativas dinâmicas em contraposição às estáticas. Os casos de maior êxito seriam aqueles nos quais parte-se das vantagens estáticas por meio da participação nas cadeias globais de valor, inicialmente nos segmentos de maiores vantagens comparativas, intensivos em recursos naturais ou força de trabalho. Ao longo do tempo a construção de cadeias produtivas mais densas e a implantação de novos setores vão deslocando as vantagens comparativas para setores de maior complexidade tecnológica. Em simultâneo, o dinamismo inicial muito concentrado nos mercados externos e nas exportações vai se transferindo para os mercados criados pelos encadeamentos da estrutura produtiva doméstica.

A comparação entre as regiões periféricas, no que tange ao desempenho do investimento total e à industrialização, mostra um desempenho bastante diferenciado. No Leste da Ásia, tanto o investimento total quanto a produção manufatureira crescem a taxas elevadas durante todo o período da globalização (Gráfico 8). A medida em que se sustenta o crescimento industrial ao longo do tempo, cresce mais que proporcionalmente a variação do investimento, indicando a incorporação de segmentos mais intensivos em capital. O mesmo padrão é observado para o Sul da Ásia, mas com aceleração mais intensa nos anos 2000. A América Latina mostra performance bastante inferior tanto no que tange à variação do investimento total quanto da produção industrial. Apesar de evidenciar-se uma recuperação do investimento e da produção industrial nessa região após os anos

1990, estes estão muito aquém dos observados nas outras duas regiões periféricas. Além disso, na América Latina nos anos 2000, cai a taxa de crescimento do investimento, indicando uma maior participação das atividades de menor intensidade de capital.

Gráfico 8  
Investimento total e VTI industrial: taxas de crescimento anual

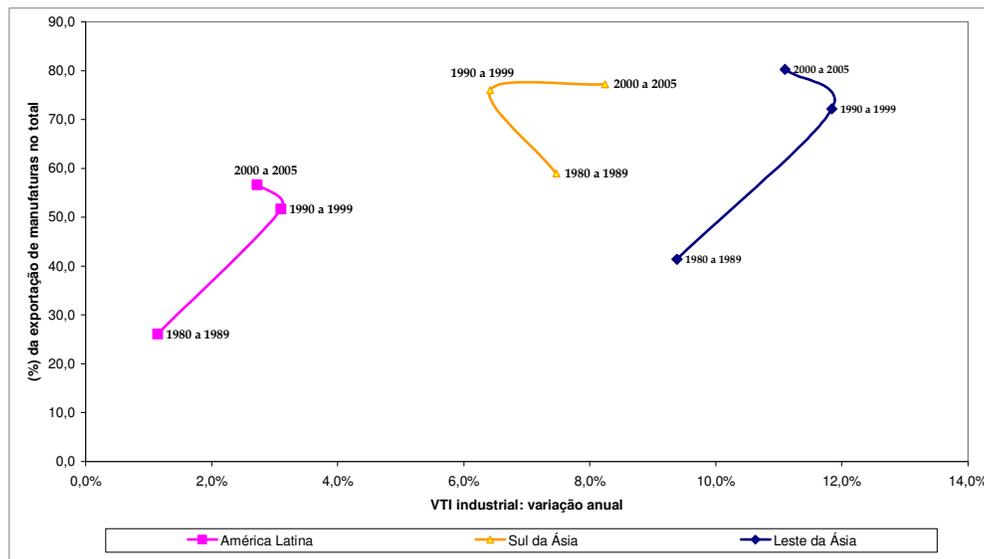


Fonte: Banco Mundial. *World Development Indicators*.

Associar o desempenho da produção industrial com a exportação de manufaturados também indica uma trajetória distinta para as regiões, mais uma vez com a América Latina mostrando a pior performance (Gráfico 9). No Leste da Ásia combinaram-se taxas elevadas de crescimento da produção manufatureira com a ampliação da participação das exportações de manufaturados no total das exportações, que se estabiliza em torno de 80% do total nos anos 2000. O Sul da Ásia segue o mesmo caminho, desta vez com menor intensidade. A América Latina mostra uma ampliação significativa das exportações de manufaturados durante os anos 1990, apesar do baixo crescimento da produção industrial. Já nos anos 2000, a

participação das manufaturas nas exportações se mantém num patamar inferior ao das demais regiões, enquanto aumenta o diferencial entre as taxas de crescimento da produção industrial relativamente a essas últimas.

Gráfico 9  
Produção industrial e exportação de manufaturados



Fonte: Banco Mundial. *World Development Indicators*.

A análise dos países asiáticos e latino-americanos, realizada a partir desses critérios pela UNCTAD (2003) e por Akyuz (2005), mostra uma grande diferenciação entre eles, como indicado pelos dados regionais. No estrato superior estão países como a Coreia e Taiwan, já considerados avançados do ponto de vista industrial, ou de industrialização madura e nos quais a diversificação da indústria ocorreu na mesma intensidade da pauta de exportações, acompanhados de maior capacitação tecnológica. Um segundo grupo de países asiáticos, constituído por China, Índia, Malásia e Tailândia, apresentou uma diversificação das exportações mais intensa comparativamente à estrutura industrial, indicando que o processo,

nesses países, teve maior peso da participação nas cadeias globais. Apesar disso, a elevada participação da indústria no produto permitiria classificá-los como uma nova geração de países industrializados. Em casos como os das Filipinas e do México, a diversificação da exportação de manufaturas esteve muito à frente da ampliação do valor adicionado industrial, indicando uma forte presença do *global sourcing*, podendo-se classificá-los como países industrializados de enclave.

Para a totalidade dos países sul-americanos, incluindo a Argentina e o Brasil, observou-se um processo de declínio do peso do valor adicionado industrial no PIB e uma estagnação da participação de manufaturados nas exportações. No caso brasileiro essas tendências foram ligeiramente revertidas após 2003. Por sua vez, o Chile constitui um caso singular, pois demonstrou maior dinamismo quanto à taxa de investimento, apesar de uma regressão no valor adicionado industrial e na participação dos manufaturados nas exportações, isto é, esse país realizou uma re-especialização primário exportadora exitosa.

Do ponto de vista da produtividade, o estudo da UNCTAD (2003) constata um aumento mais generalizado na Ásia ante a América Latina ao qual corresponde, nos primeiros, um acréscimo do peso dos setores industriais intensivos em tecnologia e nos últimos, uma ampliação daqueles intensivos em trabalho e recursos naturais. A essa mudança na estrutura produtiva está associada uma modificação, na mesma direção, da composição do comércio exterior. Nos asiáticos, as exportações também adquirem um crescente conteúdo tecnológico e dirigem-se, portanto, a mercados mais dinâmicos, ao contrário dos latinos americanos, com poucas exceções.

Essa última dimensão do processo de desenvolvimento é explorada por Palma (2004), ao distinguir elementos particulares, presentes nos países de acumulação produtivista e ausentes nos financeirizados. Os países do primeiro tipo, os denominados “gansos voadores” (*flying geeses*), teriam a sua performance

marcada por ganhos simultâneos de **competitividade** e de **posicionamento**, vale dizer, não só modernizaram as atividades tradicionais através do progresso tecnológico como diversificaram as suas estruturas produtivas, aproximando-as do paradigma predominante em países avançados. Já os países do segundo tipo, denominados de “patos vulneráveis” (*lame ducks*), realizaram, quando o fizeram, apenas a primeira parte do processo, ou seja, a modernização dos setores tradicionais. Nos primeiros superou-se a divisão internacional do trabalho herdada e nos segundos, esta se reafirmou.

A distinção realizada por Palma (2004) toma por base a classificação dos setores industriais segundo intensidade tecnológica. Assim, para o primeiro grupo de países houve ganhos de produtividade e de competitividade naqueles segmentos intensivos em força de trabalho, recursos naturais e com baixo conteúdo tecnológico, mas a mudança central foi aquela relativa à incorporação de novos segmentos produtivos, de média e alta intensidade tecnológica (efeito posicionamento). Para o segundo grupo os ganhos foram restritos ao aumento de competitividade nos segmentos de baixa intensidade tecnológica e intensivos em força de trabalho e recursos naturais. Essa configuração confere a esses últimos um *handicap* no processo de desenvolvimento na medida em que os setores nos quais se especializam têm taxa de crescimento inferior à média ou, dito de outra maneira, possuem demanda com menor elasticidade-renda. Ademais, esses são segmentos produtivos com menor capacidade de irradiação sobre o crescimento ou de menor *spillover*.

## **Conclusões**

Ao longo desse ensaio procurou-se caracterizar a existência de um duplo padrão de inserção periférica na globalização, cada um deles, nas suas determinações mais gerais, correspondendo às duas principais regiões da periferia:

a Ásia em desenvolvimento e a América Latina. Para realizar uma caracterização dessas formas de integração que fosse além da dicotomia *trade x capital account* proposta pelo *mainstream*, procurou-se recuperar inicialmente os traços gerais do capitalismo contemporâneo, vale dizer, a reafirmação da hegemonia das finanças e a sua tradução no plano internacional por meio da globalização. A partir da caracterização de uma dupla dimensão do processo de globalização, a produtiva e a financeira, sob a égide da segunda, procurou-se mostrar como as duas regiões periféricas e alguns países particulares a elas pertencentes, nela se inseriram.

Os achados quanto às formas de integração foram inequívocos: confirmou-se, com poucas exceções, para a América Latina, tanto uma intensidade maior da integração financeira quanto a sua pior qualidade, comparativamente à Ásia em desenvolvimento. Na modalidade mais intensa e permanente de integração via fluxo de capitais, o IDE, constatou-se tanto a sua maior magnitude quanto sua concentração em *greenfield* na Ásia em desenvolvimento, em contraposição ao caráter fortemente patrimonial na América Latina. Essa última característica da Ásia constituiu um dos principais pilares sobre o qual se construiu um processo de *catching up* produtivo-tecnológico na região.

A constatação de uma forte divergência das regiões em termos de crescimento econômico indica a sua relação privilegiada com a forma de integração. Todavia, o foco nas formas de integração esclarece algumas questões cruciais sobre o desempenho diferenciado das regiões periféricas no contexto da globalização mas não dá conta da integralidade das suas determinações. Para tal seria imprescindível considerar dimensões domésticas do processo, tais como o momento histórico a partir do qual se realiza a integração e, não menos importante, o formato das políticas econômicas postas em prática durante o período. Estas considerações certamente esclareceriam com maior profundidade as diferenças de performance inter e intra-regionais.

### Referências bibliográficas

- AGLIETTA, M. *Macroeconomie financière*. Paris: La Decouvèrte, 2001. 2v.
- AKYUZ, Y. Impasses do desenvolvimento. *Novos Estudos CEBRAP*, n. 72, jul. 2005.
- BIANCARELLI, A. M. *Globalização financeira, integração e ciclos de liquidez*. Projeto de pesquisa – O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento Sub-projeto II. Abertura, financiamento externo e sistema financeiro doméstico. Campinas: IE/BNDES, 2007. (Relatório 1).
- CHANG, Ha-Joon. *Rethinking development economics*. London: Antherm Press, 2002.
- CHESNAIS, F et al. Le capital de placement: accumulation, internationalisation, effets économiques et politiques. In: CHESNAIS, F. et al. *La finance mondialisée: racines sociales et politiques, configuration, conséquences*. Paris: La Decouverte, 2004.
- CHICK, V. The evolution of the banking system and the theory of saving, investment and credit. *Economies et Sociétés*, 3, 1986. (Reprinted in: Chick, V. *On money, method and Keynes*. New York: St Martin's Press, 1992).
- CIOCCA, P.; NARDOZI, G. *The high price of money*. Oxford: Clarendon Press, 1996.
- DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. *As essay on the revived Bretton Woods system*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2003a. (NBER Working Paper Series, 9971).
- DOOLEY, M. P.; 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 economies*. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2003b. (NBER Working Paper Series 10332).
- 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*. 2004.
- DUNNING, J. *Alliance capitalism and global business*. London: Routledge, 1995.
- DUNNING, J. *Globalization, economic restructuring and development*. The 6<sup>th</sup> Raúl Prebisch Lecture. Genève: UNCTAD, 1998.
- EICHENGREEN, Barry. *Globalizing capital*. Princeton: Princeton University Press, 1996.

- HILFERDING, R. *El capital financiero*. Madrid: Editora Tecnos, 1973. (1ª edição de 1910).
- HOBSON, J. *A evolução do capitalismo moderno*. São Paulo: Abril Cultural, 1983. (1ª edição de 1894).
- LALL, D. Technology and industrial development in an era of globalization. In: CHANG, Ha-Joon. *Rethinking development economics*. London: Antherm Press, 2002.
- LANE, P. R.; MILESI-FERRETTI, G. M. *The external wealth of nations Mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004*. Washington, DC: IMF, 2006. (Working Paper, 06/69).
- LENIN, V. I. *O imperialismo, fase superior do capitalismo*. São Paulo: Global, 1970. (1ª edição de 1910).
- MACEDO E SILVA, A. C. *Transformações estruturais na economia global*. Projeto de pesquisa – O Brasil na era da globalização: condicionantes domésticos e internacionais ao desenvolvimento. Sub-projeto I. O Brasil e a nova divisão internacional do trabalho. Campinas: IE/BNDES, 2007. (Relatório 1).
- MARX, Karl. *O capital*. Rio de Janeiro: Editora Civilização Brasileira, 1974.
- MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- NOLAN, P. Industrial policy in the early 21st century: the challenge of global business revolution. In: CHANG, Ha-Joon. *Rethinking development economics*. London: Antherm Press, 2002.
- OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. M. *Global capital markets (Integration, crisis and growth)*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.
- 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: Editora Vozes, 2004. p. 393-454.
- PLIHON, D. Les grandes entreprises fragilisées para la finance. In: CHESNAIS, F. et al. *La finance mondialisée: racines sociales et politiques, configuration, consequences*. Paris: La Decouverte, 2004.
- ROGERS, C. *Money, interest and capital*. Cambridge: Cambridge University Press, 1989.

SAUVIAT, C. Les fonds de pension et les fonds mutuels: acteurs majeurs de la finance mondialisée et du nouveau pouvoir actionnarial. In: CHESNAIS, F. et al. *La finance mondialisée: racines sociales et politiques, configuration, conséquences*. Paris: La Découverte, 2004.

TURNER, P. *Capital flows in the 1980's: a survey of major trends*. Basle: Bank of International Settlements, 1994. (BIS Economic Papers, n. 30).

UNCTAD. *Trade and Development Report 2001*. Global Trends and Prospects, Financial Architecture. Genève: UNCTAD, 2001. Chapter II.

UNCTAD. *Trade and Development Report 2003*. Genève: UNCTAD, 2003. Chapter III.

ZERBATO, M. L'instabilité financière, forme de la crise du capitalisme financiarisé. In: DUMENIL, G.; LEVY, D. *Crises et renouveau du capitalisme*. Québec: Les Presses de l'Université Laval, 2002.