

332.673
F437FF

FFRENCH-DAVIS E GRIFFITH-JONES

OS FLUXOS FINANCEIROS NA AMÉRICA LATINA
Um desafio ao progresso

Tradução de:
José Refugio Ramirez Funes
Flamarion Maués Pelúcio Silva



PAZ E TERRA

102279

©Autores

Edição de texto: Patrícia Maria Silva de Assis

Produção Gráfica: Katia Halbe

Diagramação: Adra Cristina Martins Garcia

Capa: Isabel Carballo

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

French-Davis, Ricardo e Griffith-Jones, Stephany

Os fluxos financeiros na América Latina

Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1997;

ISBN 85-219-0193-3

1. América Latina — Condições econômicas 2. Finanças — América Latina

3. Investimentos de capital — América Latina 4. Investimentos estrangeiros — América Latina

I. Jun, Kwang W.

II. Título

95-5275

CDD-332.673098

Índices para catálogo sistemático

1. América Latina: Capital estrangeiro: Investimentos: Economia 332.673098

EDITORA PAZ E TERRA S.A.

Rua do Triunfo, 177

01212-010 — São Paulo-SP

Tel.: (011) 223-6522

Rua Dias Ferreira n.º 417 — Loja Parte

22431-050 — Rio de Janeiro-RJ

Tel.: (021) 259-8946

1997

Impresso no Brasil / Printed in Brazil

SUMÁRIO

<i>Apresentação</i>	9
<i>Prefácio à edição brasileira</i>	19
<i>Prefácio à edição em espanhol e inglês — 1994</i>	21
1 — O “efeito tequila”, suas origens e seu alcance contagioso — Ricardo Ffrench-Davis	25
Introdução	25
Causas e conseqüências da crise mexicana	29
Propagação do choque pela América Latina	31
Um caminho menos vulnerável	33
Lições para a América Latina	34
Notas	38
Referências bibliográficas	38
2 — <i>Retomada das afluências de capital privado para a América Latina: O papel dos investidores norte-americanos</i> — Roy Culpeper	41
Introdução	41
A América do Norte no mercado mundial de capitais: panorama histórico	42
Acontecimentos nos mercados financeiros de 1980 em diante	46
Afluências de fundos recentes para a América Latina: o papel do mercado de capitais dos EUA	49
Clima regulador, tributação e afluências de investimentos de carteira dos EUA	60
Investimento externo direto dos EUA	64
Políticas reguladoras e de outro tipo que afetam o investimento externo direto dos EUA	70
Conclusões	73
Notas	76

Referências bibliográficas	78
3 — <i>Afluências dos fundos privados europeus para a América Latina: fatos e idéias</i> — Stephany Griffith-Jones	81
Introdução	81
Tendências globais dos fluxos destinados aos países menos desenvolvidos da América Latina nos mercados privados	82
Fluxos europeus privados destinados à América Latina	84
Motivações dos investidores europeus que aplicam no mercado de valores da América Latina	99
Regulamentação dos investimentos na Europa	103
Fluxos para a América Latina: condições, riscos e sua idoneidade para o desenvolvimento a longo prazo	107
Notas	112
Referências bibliográficas	113
4 — <i>O financiamento da América Latina no mercado de capitais do Japão</i> — Punam Chuhan e Kwang W. Jun	115
Introdução	115
O investimento japonês na América Latina	117
Fatores que contribuem para o baixo nível dos fluxos de investimento japonês para a América Latina	125
Perspectivas das afluências de investimento japonês para a América Latina	134
Notas	135
Referências bibliográficas	137
5 — <i>O movimento de capitais na Argentina</i> — José María Fannelli e José Luis Machinea	139
Introdução	139
As políticas cambiais e financeiras no período anterior à reforma atual	140
Os movimentos de capital durante a “crise da dívida” da década de 1980	145
Os fluxos de fundos externos na década de 1990	149
Fluxos de fundos externos e transformações no mercado de capitais domésticos	161
Fluxos de capital, estabilidade e crescimento	167
Crescimento, poupança externa e investimento	172
Notas	174
Referências bibliográficas	178
6 — <i>Movimentos de capitais, estratégia exportadora e estabilidade macroeconômica no Chile</i> — Ricardo Ffrench-Davis, Manuel Agosin e Andras Uthoff	179

Introdução	179
Características dos novos fluxos de capital	180
Equilíbrios macroeconômicos, desenvolvimento e ingressos de capitais	194
As políticas monetária e fiscal	203
Conclusões	212
Notas	215
Referências bibliográficas	217
7 — Fluxos de capital: o caso do México — José Angel Gurría	221
Introdução	221
Principais características dos fluxos de capital externo que afluíram ao México entre 1971 e 1982	222
O período da crise da dívida	224
A reforma econômica	231
Características dos fluxos de capitais	234
O papel das políticas monetárias e cambial	245
Conclusões	251
Anexo I	252
Anexo II	253
Notas	253
Referências bibliográficas	254
8 — Fluxos de capital e desenvolvimento - Implicações para as políticas econômicas — Robert Devlin, Ricardo Ffrench Davis e Stephany Griffith-Jones	257
Introdução	257
Mobilidade da poupança externa e abertura da conta de capital	258
Os fluxos privados de capital na década de 1990: implicações de políticas para a oferta	265
O ressurgimento dos fluxos de capital na década de 1990: questões relacionadas com as políticas do ponto de vista da demanda	272
Políticas para a estabilidade e o crescimento sustentado	279
Notas	282
Referências bibliográficas	283

APRESENTAÇÃO

Paulo Nogueira Batista Jr.

Desde o início dos anos 90, a América Latina engajou-se em novo ciclo de absorção de capitais externos. Os anos recentes marcam, desse ponto de vista, uma mudança substancial em comparação com o quadro que prevaleceu durante a chamada década perdida de 1980, quando as economias da região atravessaram uma grave crise de endividamento e perderam acesso aos mercados internacionais de capital. Entre 1982 e 1990, a América Latina praticamente não participou da rápida expansão dos fluxos financeiros na economia internacional. Na presente década, ao contrário, a América Latina não só recuperou acesso a capitais externos, como chegou a atravessar períodos de superabundância de liquidez internacional. Este livro, organizado por Ricardo Ffrench-Davis e Stephany Griffith-Jones, constitui, no meu entender, uma contribuição valiosa para a análise dessa experiência recente.

A entrada de capital tem ocorrido de maneira praticamente ininterrupta nos últimos anos, suscitando reações entusiasmadas das camadas dirigentes latino-americanas, quase sempre propensas a encantar-se com as finanças internacionais. A crise econômica do México, em fins de 1994 e início de 1995, foi a única ocasião em que houve ameaça de ruptura desse novo ciclo de endividamento. No entanto, em contraste com o que aconteceu em 1982, quando a moratória do México deu início a uma longa crise de endividamento na América Latina, desta vez uma megaintervenção, liderada pelo governo dos EUA, evitou que os mexicanos suspendessem pagamentos e impediu a propagação internacional da crise. Os efeitos do colapso do peso mexicano ficaram circunscritos, basicamente, ao próprio México — que foi submetido a um ajuste extremamente recessivo —, à Argentina e, em menor medida, ao Brasil.

Como ressalta Ricardo Ffrench-Davis, no capítulo inicial dedicado ao “efeito tequila”, as conseqüências mais perniciosas foram sentidas pelos países que seguiram políticas permissivas de absorção de capitais voláteis e acumularam maiores atrasos cambiais. Mas, até nesses casos, a crise foi superada mais rapidamente do que nos anos 80. Num prazo relativamente curto, mesmo o México e a Argentina conseguiram restabelecer as correntes de financiamento externo. Desse modo, a década de 1990 tem-se caracterizado, em geral, como um período de ampla disponibilidade de capitais externos para as economias da América Latina.

Em função do ingresso de novos capitais, sob a forma de empréstimos e investimentos, as transferências líquidas de recursos externos — definidas como a diferença entre o

ingresso líquido de capitais (autônomos e compensatórios) e o pagamento líquido de juros e lucros — têm sido positivas para a América Latina e o Caribe desde 1991. Entre 1982 e 1990, essa transferência líquida havia sido sempre fortemente negativa, tendo representado, em média, o equivalente a 21% das exportações de bens e serviços da região. De 1991 em diante, as entradas de capital passaram a superar os dispêndios líquidos com juros e lucros, e as transferências líquidas voltaram a ser positivas, alcançando o equivalente a 8% das exportações, em média, no período 1991-96¹. As transferências líquidas recebidas do exterior têm permitido, por um lado, aumentar as reservas internacionais dos países e, por outro, sustentar níveis de dispêndio doméstico em consumo e investimento superiores ao produto interno bruto da região.

O quadro de farta liquidez externa vem alimentando um perigoso sentimento de complacência. Em conseqüência, diversos países da região poderão vir a enfrentar, mais uma vez, graves dificuldades econômicas, como resultado dos compromissos internacionais que estão sendo levados a assumir. O economista John Williamson, conhecido no Brasil como o codificador dos princípios do chamado Consenso de Washington, observou certa vez, com razão, que o acesso a recursos externos é, às vezes, considerado como sinal de êxito e um fim em si mesmo. “A triste história do envolvimento da América Latina no mercado internacional de capital deveria ser suficiente”, escreveu ele, “para demonstrar o erro de identificar endividamento com sucesso”². A julgar pelo que vem acontecendo no Brasil e em outros países latino-americanos, essa história já foi esquecida ou não é mais considerada relevante no admirável mundo novo das finanças supostamente “globalizadas”.

Esse tipo de atitude é bastante comum, e não só na América Latina. Como lembrou o *chairman* do *Federal Reserve*, Alan Greenspan, em recente depoimento no Congresso dos EUA, “a história demonstra que os participantes nos mercados financeiros são suscetíveis a ondas de otimismo” e que esse “otimismo excessivo planta as sementes da sua própria reversão na forma de desequilíbrios que tendem a crescer ao longo do tempo”³.

Nesses momentos de euforia financeira, sempre aparecem analistas e governantes dispostos a assegurar que o novo período de expansão do endividamento apresenta características novas e peculiares, que o tornariam imunes aos riscos apontados pela experiência histórica. Mas, como observa Greenspan, “lamentavelmente, a história está repleta de visões de ‘novas eras’ que, no final, provaram ser miragens”⁴.

Algumas peculiaridades do ciclo recente de absorção de capitais externos contribuem, inclusive, para dificultar a percepção dos riscos envolvidos. Nas décadas de 1970 e 1980, os empréstimos e financiamentos preponderavam por larga margem na composição dos ingressos de capital na América Latina e, portanto, a dívida externa constituía uma aproximação razoável do passivo externo total dos países da região. Atualmente, isso já não é mais verdade. Investimentos diretos (muitas vezes resultantes de operações de privatização) ou investimentos de portfólio (como por exemplo aplicações em bolsas de valores) constituem parte substancial do capital que vem do exterior. Como esses passivos não são contabilizados na dívida externa, os dados referentes ao estoque e ao serviço da dívida, assim como as suas relações com as exportações ou o PIB, subestimam significativamente a extensão do problema.

Apesar das diferenças no que se refere à composição dos fluxos de capital, o que está acontecendo nos anos recentes faz lembrar o processo de endividamento da década de

1970. Agora como então, a acumulação de déficits no balanço de pagamentos em corrente e de um estoque ponderável de passivos externos, parte dos quais de curto prazo ou de caráter volátil, expõe as economias da região a uma grande vulnerabilidade financeira externa, deixando-as à mercê dos humores e da instabilidade dos mercados internacionais de capitais.

Em trabalho escrito em 1986 e republicado recentemente, Albert Hirschman recapitulou as desastrosas experiências da Argentina e do Chile, países que foram dos mais arrojados em termos de acumulação de atraso cambial, abertura externa e absorção de capitais estrangeiros no final dos anos 70 e início dos 80. Hirschman nota que não é possível compreender esses episódios sem levar em conta as circunstâncias prevaletentes nas finanças internacionais daquela época. “Subitamente”, recorda ele, “parecia existir uma oferta ilimitada de moeda estrangeira (...) para qualquer país capaz de convencer os banqueiros de que era merecedor de crédito”. Nesse contexto, Argentina e Chile puderam “sustentar por um período prolongado a sobrevalorização de suas moedas e os resultantes déficits elevados em seus balanços de pagamentos”⁵.

Mas o preço foi elevado. Grande parte da indústria não resistiu à competição desigual com importações favorecidas pela remoção de barreiras comerciais e, sobretudo, pela persistente valorização da taxa cambial. Empresas nacionais menores foram esmagadas pelas altas taxas internas de juro. E quando o mercado financeiro internacional se retraiu, no início dos anos 80, sobrevieram crises cambiais e recessões profundas.

Hirschman argumenta que, para entender esses episódios, não basta deblaterar contra a ortodoxia de livre mercado, que dominou a Argentina e o Chile nos anos 70, ou alertar para os perigos de conceder poderes ditatoriais a ideólogos. Estimulados pela oferta fácil de capitais externos, países orientados por outro tipo de ideologia econômica, como o México, acabaram adotando políticas cambiais e financeiras semelhantes naquela época, com conseqüências também desastrosas. Hirschman conclui que os planejadores econômicos argentinos e chilenos daquele período não devem ser considerados “os soberanos arquitetos da destruição”, mas provavelmente “vítimas deploráveis de uma armadilha que o sistema financeiro internacional lhes preparou”⁶.

Durante a fase favorável do ciclo anterior de endividamento, do final dos anos 60 até o final dos anos 70, não faltaram avaliações tranqüilizadoras a respeito da trajetória que os países latino-americanos vinham seguindo. Nos círculos financeiros internacionais, vozes autorizadas elogiavam a eficiência com que o sistema bancário privado estava efetuando a “reciclagem dos petrodólares”. Os governantes latino-americanos ecoavam essa celebração.

O debate recente no Brasil envolve — diga-se de passagem — uma curiosa inversão de papéis. Nos anos 70 e início dos anos 80, as autoridades econômicas dos governos militares brasileiros, notadamente Antonio Delfim Netto, garantiam que “dívida externa não se paga, mas se rola”. Já economistas de oposição, como Pedro Sampaio Malan, alertavam para o caráter problemático do processo de endividamento. Hoje, Delfim Netto é um dos principais críticos da política econômica externa e Pedro Malan, ministro da Fazenda. As pessoas trocaram de lugar, mas os problemas são até certo ponto parecidos.

O que se viu nos anos 80 é que dívida externa se paga sim, e com a perda de uma década em termos de desenvolvimento econômico. A partir do início da década de 80, a maioria das economias da América Latina foi obrigada a realizar, de forma abrupta, vulto-

sas transferências de recursos reais ao exterior. As conseqüências foram dramáticas: recessão, desemprego, aceleração da inflação, queda de investimentos, diminuição dos salários reais e aumento da concentração da renda.

Nem é preciso retornar aos anos 70 e 80 para ilustrar os riscos associados à acumulação desmedida de déficits e passivos externos. A experiência mais recente do México, que em 1995 atravessou a sua maior recessão desde a Grande Depressão dos anos 30, é uma confirmação eloqüente dos problemas que um endividamento imprudente pode provocar. Para quem ainda tinha dúvidas, em 1997, a crise cambial e financeira da Tailândia e de outras economias do Sudeste Asiático demonstrou, pela enésima vez, o preço que um país pode pagar quando se deixa seduzir pelas facilidades da apreciação cambial e do endividamento externo em larga escala.

Não há, evidentemente, nenhuma fatalidade nesses processos de absorção de capitais externos, ao contrário do que talvez possa sugerir a frase de Hirschman, acima citada, sobre a condição de “vítimas” que se deve atribuir aos planejadores econômicos argentinos e chilenos dos anos 70. Nada compele os países a adotarem políticas permissivas e imediatistas. A própria experiência recente da América Latina contém casos de políticas econômicas internacionais mais prudentes e mais compatíveis com o desenvolvimento econômico sustentado. O melhor exemplo é o do Chile, que é discutido no já citado ensaio de abertura deste livro e, em mais detalhe, no trabalho de Ricardo Ffrench-Davis, Manuel Agosin e Andras Uthoff (Capítulo 6).

Nos últimos dez anos, o Chile tem seguido políticas bastante diferentes das que foram adotadas no México entre 1988 e 1994, na Argentina desde 1991 e no Brasil desde 1994. A política cambial chilena foi mais flexível e preocupada com a defesa da competitividade externa. Em épocas de oferta abundante de capitais externos, o Chile não hesitou em restringir de forma severa a entrada de capitais de curto prazo.

Como registra Ffrench-Davis, no ensaio de abertura, apoiando-se em estimativas da Cepal, a taxa de câmbio efetiva real do peso chileno permaneceu relativamente estável na primeira metade dos anos 90, período em que países como Argentina, México e Brasil acumularam expressiva valorização cambial. Por trás dessa estabilidade do câmbio real no Chile está o fato de que os chilenos renunciaram explicitamente ao uso da taxa de câmbio nominal como ferramenta de controle da inflação. O regime tem sido de indexação cambial, fato que não impediu, registre-se, progresso significativo em matéria de combate à inflação.

O Chile combinou a tributação sobre entradas de curto prazo com a instituição de depósitos compulsórios não-remunerados sobre esses fluxos. Adotou, também, bandas cambiais amplas, referenciadas a uma cesta de moedas, e cuidou de defender a taxa de câmbio real deslocando-as com frequência.

Em determinados períodos, o Banco Central do Chile permitiu maior flutuação no interior da banda, aumentando a variabilidade da taxa de câmbio no curtíssimo prazo e introduzindo um elemento de incerteza que também contribuiu para desencorajar o ingresso capitais especulativos e reversíveis. Como escreveu Keynes, no *Treatise on Money*, a arbitragem está “essencialmente preocupada com certezas e margens estreitas” e uma das formas mais eficazes de fazer face a uma oferta excessiva de capital de curto prazo é “permitir um elemento de dúvida sobre os termos futuros de troca entre moedas”⁷. No fundo,

o essencial é saber qual o grau de internacionalização financeira que se deseja ter. Políticas como as que foram seguidas no Chile, no passado recente, permitem proteger o sistema de crédito e a economia do país das repercussões de distúrbios ou flutuações temporárias no exterior.

Não por acaso, os desequilíbrios externos em conta-corrente do Chile, quando comparados ao PIB ou às exportações, têm sido muito inferiores aos déficits registrados, por exemplo, pelo México e a Argentina até 1994 ou pelo Brasil desde 1995. Por essas e outras razões, o Chile praticamente não sentiu o impacto do “efeito tequila”, que tanto abalou o Brasil e, sobretudo, a Argentina em 1995.

As raízes da cautela chilena podem ser encontradas na sua experiência extraordinariamente acidentada de ajustamento, aspecto destacado no trabalho de Ffrench-Davis, Agosin e Uthoff. Antes de alcançar os sucessos recentes, o programa de ajuste chileno passou por vários fracassos, alguns estrepitosos, notadamente no início dos anos 80, como registrou Hirschman no ensaio já citado. Recorde-se que a profunda crise de 1982-83 foi o resultado do colapso de um regime de câmbio fixo, bastante parecido com o que a Argentina vem aplicando desde 1991. O trauma com essa experiência levou os chilenos, no final do regime militar e no regime democrático, a serem muito cautelosos na condução da política cambial e na absorção de capitais externos, especialmente os voláteis ou de curto prazo. Quando os mercados externos de capital começaram a se abrir novamente para a América Latina nos anos 90, o Chile não seguiu pelo caminho que levaria o México ao desastre.

A experiência das outras economias latino-americanas, algumas das quais são discutidas em detalhes em alguns capítulos deste livro, está repleta de ensinamentos positivos e negativos para o Brasil, ensinamentos que se tornaram mais relevantes depois que o Plano Real conduziu a um crescente desajuste do balanço de pagamentos em conta-corrente. Como se sabe, déficits em conta-corrente implicam aumento do passivo externo líquido do país, uma vez que o seu financiamento requer ingresso líquido de empréstimos e investimentos ou diminuição das reservas internacionais e outros ativos externos do país. Em conseqüência, tende a haver aumento dos compromissos externos sob a forma de juros, lucros e dividendos. O aumento dos pagamentos de juros e das remessas de lucros e dividendos pressiona, por sua vez, o déficit em conta-corrente no futuro, levando à acumulação de passivos adicionais com o exterior. Trata-se, portanto, de um processo cumulativo, que pode facilmente degenerar em endividamento em bola de neve.

Para evitar esse desenlace e para que a absorção de capitais estrangeiros possa ter papel positivo no desenvolvimento econômico de um país, é preciso que diversos requisitos sejam rigorosamente respeitados, como recordam Ricardo Ffrench-Davis e Stephany Griffith-Jones no prefácio à edição em português deste livro.

É necessário, por exemplo, controlar o ritmo de absorção de recursos externos, para que o passivo do país não cresça demais em comparação com as suas exportações e sua capacidade de pagamento. É necessário, também, cuidar para que não haja dependência excessiva de capitais especulativos, e administrar o perfil da dívida de forma a evitar concentração de vencimentos no curto prazo. O Banco Central e os demais organismos governamentais encarregados de supervisionar e regulamentar o sistema financeiro e o mercado de capitais precisam, além disso, precaver-se contra o risco de que conjunturas de excessiva

oferta de capitais externos possam alimentar ou gerar "bolhas" especulativas no sistema creditício ou nas bolsas de valores.

Além disso, os recursos captados no exterior devem ser destinados ao financiamento do investimento, e não à ampliação do consumo. Ou seja, é preciso que a absorção de poupança externa não se faça em detrimento do esforço interno de poupança, no âmbito dos setores público e privado. Os investimentos realizados devem não só gerar um fluxo de rendimentos superior aos juros contratados, como destinar-se, em parte significativa, aos setores produtores de bens e serviços comerciáveis internacionalmente, os chamados *tradeables*, gerando ampliação da capacidade de exportar ou substituir importações.

Como se vê, a lista de condições é razoavelmente extensa. Cumprir a exige disciplina e determinação. Infelizmente, esses requisitos raramente aparecem na América Latina. O mais comum é que as fases de ampla liquidez internacional estimulem a adoção de políticas econômicas imprudentes e de horizonte curto.

Nessas fases, políticas cambiais irrealistas, de supervalorização das moedas locais, costumam desempenhar um papel central. De um lado, reduzem a competitividade internacional da economia e conduzem a desequilíbrios externos perigosos. De outro, justamente porque comprimem a rentabilidade dos setores que exportam ou concorrem com importações no mercado interno, acabam levando a uma excessiva concentração dos investimentos novos nos setores produtores de bens e serviços domésticos, os chamados *non-tradeables*.

O resultado é uma inconsistência dinâmica que costuma terminar em crises de endividamento. Essa tem sido a triste história do envolvimento da América Latina com os mercados internacionais de capital a que aludiu John Williamson na passagem citada. Desde os tempos da independência, as economias da região já viveram processos desse tipo, mais ou menos sincronizados, diversas vezes.

O episódio brasileiro recente parece ignorar diversos dos requisitos acima listados e ameaça, portanto, desaguar em mais uma crise cambial. Evidentemente, ninguém sabe quanto tempo uma política inconsistente pode sobreviver, pois isso sempre depende de fatores imponderáveis, como a evolução da liquidez internacional, das taxas de juro externas e do quadro econômico-financeiro e político nacional. "O destino, como todos os dramaturgos, não anuncia as peripécias e nem o desfecho", dizia Machado de Assis⁸. Uma economia pode conviver muito tempo com déficits perigosamente elevados, como atesta, por exemplo, a experiência do México até 1994 e da Tailândia até 1997.

Mas o fato é que, no Brasil, o desequilíbrio externo em conta-corrente vem aumentando em ritmo preocupante. Embora a composição da conta de capitais tenha melhorado desde 1996, em função do aumento dos fluxos mais estáveis de capital, como os investimentos diretos, e da ampliação dos prazos dos empréstimos e financiamentos, o estoque de passivos externos de curto prazo ou voláteis é elevado em comparação com as reservas internacionais. Essas últimas representam, ademais, uma proporção decrescente dos passivos internos de curto prazo de responsabilidade do Tesouro e do Banco Central.

Quanto à destinação dada aos capitais que ingressam no país, as indicações também são preocupantes. É verdade que aumentaram substancialmente as importações de bens de capital e os investimentos diretos estrangeiros, fatos que têm sido objeto de farta comemoração por parte do governo. Mas, evidentemente, esses dados não permitem concluir

que a economia brasileira esteja atravessando uma fase de rápida ampliação da sua capacidade produtiva.

O aumento das importações de máquinas e equipamentos corresponde, em grande medida, à substituição de produção doméstica desses bens. Grande parte dos investimentos diretos estrangeiros não constitui investimentos novos, mas sim compra de empresas nacionais existentes, seja em operações de privatização, seja em aquisição de empresas privadas nacionais. Os dados que estão sendo celebrados como sintomas de um *boom* de investimentos estão, na realidade, refletindo a desestruturação da indústria nacional de bens de capital e a desnacionalização da economia brasileira.

Nos últimos anos, a política econômica tem imposto condições desiguais de competição às empresas de capital nacional. A valorização cambial, além de prejudicar a competitividade das exportações, tornou as importações muito atrativas em relação à produção interna. A abertura comercial às importações foi realizada de forma pouco criteriosa, sem as necessárias salvaguardas, reforçando a propensão a substituir produção nacional por importações. O sistema tributário não foi adaptado à abertura externa, conservando características, que prejudicam o produtor nacional relativamente a seus competidores externos. Finalmente, as altas taxas internas de juros e as restrições ao crédito atingiram fortemente as empresas nacionais, particularmente as de menor porte que têm menos acesso a crédito internacional.

A prevalecerem essas tendências, os anos 90 ficarão na história como uma fase de forte aumento da dependência externa do país. E quando se escrever um dia a biografia de Fernando Henrique Cardoso, talvez se conclua que um título apropriado seja: "Dependência: da Teoria à Prática".

Seja como for, as informações disponíveis, embora incompletas e desatualizadas, indicam que o aumento da formação bruta de capital fixo tem sido modesto nos anos recentes. As taxas de investimento continuam muito abaixo do níveis que seriam necessários para sustentar taxas elevadas de crescimento econômico no longo prazo. O forte aumento da absorção de recursos reais do exterior tem servido, até agora, sobretudo para ampliar o consumo dos setores público e privado. Além disso, dada a elevada e persistente sobrevalorização cambial é pouco provável que o aumento modesto do esforço de investimento esteja privilegiando os setores da economia que exportam ou concorrem com importações.

A inconsistência da trajetória econômica brasileira parece evidente. Um processo semelhante, envolvendo sobrevalorização da taxa de câmbio, liberalização comercial, déficits elevados e crescentes em conta-corrente, ocorreu no México nos anos que antecederam a grave crise de fins de 1994. Também nesse caso os passivos externos acumulados destinaram-se primordialmente ao financiamento da ampliação do consumo.

Sobrevalorização cambial e uso de capitais externos para financiar consumo são elementos recorrentes na história econômica da América Latina. É o tipo de política econômica que dá votos e popularidade por algum tempo. Mas não conduz ao desenvolvimento sustentado.

Convém não esquecer que quando esses ciclos de endividamento desembocam em crises cambiais e financeiras, são as classes mais pobres que arcam com a maior parte do ônus do processo de ajustamento das contas externas. Em geral, a necessidade de reduzir abruptamente o desequilíbrio em conta-corrente obriga os governos a adotarem uma

combinação de drásticas medidas de restrição da demanda agregada com desvalorização acentuada do câmbio. Essas medidas de ajuste acabam resultando em recessão, desemprego e aceleração inflacionária. Aumenta, em consequência, a pobreza e a concentração da renda. Foi o que aconteceu na maior parte da América Latina na década de 80. Foi o que voltou a acontecer no México em 1995.

Há uma razão adicional para encarar com especial preocupação a vulnerabilidade financeira externa que vem sendo acumulada por países da região no passado recente. Por iniciativa dos EUA, está em curso um processo de entendimentos, que visa implantar, ou pelo menos negociar, até o ano de 2005 uma Área de Livre Comércio das Américas — a ALCA. Como se sabe, a agenda da ALCA é muito ampla. Não se limita a buscar a remoção de barreiras ao comércio de bens no interior das Américas, o que já seria por si só um objetivo ambicioso. Da pauta de entendimentos, fazem parte uma série de outros temas, como serviços, acordos sobre investimentos diretos estrangeiros e regras comuns para compras governamentais e defesa da concorrência.

Se, ao longo dos próximos anos, o Brasil e outros países importantes da região vierem a enfrentar turbulências financeiras externas e dificuldades de acesso aos mercados internacionais de capital, pode-se produzir, do nosso ponto de vista, uma situação altamente desfavorável para a negociação da ALCA. Dada a dependência financeira externa, no caso de haver uma diminuição substancial do acesso aos mercados internacionais de capital, alguns países poderão se ver diante da necessidade de apelar novamente para o apoio financeiro do governo dos EUA, do FMI e das demais entidades multilaterais sediadas em Washington, com conseqüente fragilização de sua posição negociadora na questão da ALCA e em outros campos.

Por todas essas razões, é que cabe lamentar o exagero e a imprudência com que o Brasil e outros países latino-americanos têm-se lançado na captação de recursos externos nos últimos anos. Parece que as lições da história recente e remota da região não foram assimiladas. Reina o imediatismo e a busca dos caminhos mais fáceis.

Mas ainda há tempo de escapar da armadilha financeira externa. Para isso, é preciso que o Brasil reoriente a sua política macroeconômica e volte a praticar uma política cambial mais realista, que dê aos produtores domésticos condições de competir em condições eqüitativas com os concorrentes estrangeiros nos mercados externos e internos. Juntamente com outras medidas de política comercial, fiscal e creditícia, o realismo cambial permitiria conciliar posições externas mais sustentáveis com taxas adequadas de crescimento econômico, capazes de contribuir para a geração de mais empregos e de empregos de melhor qualidade.

O essencial é não depender demais de capitais externos. Essa é uma mensagem importante contida em diversos dos ensaios reunidos neste livro. A poupança externa deve ser usada com moderação. O financiamento da formação bruta de capital fixo tem de ser feito primordialmente com poupança interna, o que significa gerar superávits no orçamento público em conta-corrente e estimular a poupança privada.

É um caminho mais difícil no curto prazo, mas é o que permite garantir desenvolvimento sustentado com preservação da autonomia nacional.

São Paulo, agosto de 1997

Notas

1. Comisión Económica para América Latina y el Caribe, *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe 1996*, Naciones Unidas, Santiago de Chile, 1996, Cuadro A.14, p. 52.
2. John Williamson, "Issues Posed by Portfolio Investment in Developing Countries", in: Stijn Claessens & Sudarshan Gooptu (editors), *Portfolio Investment in Developing Countries*, World Bank Discussion Papers, No. 228, The World Bank, Washington, D.C., 1993, p. 11.
3. Alan Greenspan, "Monetary Policy Testimony and Report to the Congress", February 26, 1997, Federal Reserve Board, p. 6 (disponível na World Wide Web em <http://www.bog.frb.fed.us/boarddocs/hh/>).
4. *Idem, ibidem*.
5. Albert O. Hirschman, "Sobre a economia política do desenvolvimento latino-americano", in: *Auto-Subversão: Teorias consagradas em xeque*, Companhia das Letras, São Paulo, 1996, p. 189.
6. *Idem*, p. 190. Sobre a experiência da Argentina nesse período, ver trabalho de José Maria Fanelli e José Luis Machinea (Capítulo 5 deste livro). Sobre o Chile, ver trabalho de Ricardo Ffrench-Davis, Manuel Agosin e Andras Uthoff (Capítulo 6 deste livro).
7. John Maynard Keynes, *A Treatise on Money: Volume 2 - The Applied Theory of Money*, 1. ed.: 1930; republicado in: *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. VI, Cambridge University Press for the Royal Economic Society, Cambridge, 1971, p. 286-287.
8. Machado de Assis, *Dom Casmurro*, 1. ed.: 1899, republicado in: *Machado de Assis: Obra Completa*, Volume I, Editora José Aguilar Ltda., Rio de Janeiro, 1962, p. 882-883.

PREFÁCIO À EDIÇÃO BRASILEIRA

Desde 1990 a América Latina começou a receber um fluxo crescente de financiamento externo, que entre 1992 e 1994 alcançou a impressionante cifra de mais de US\$ 60 bilhões anuais. Assim, a grande escassez dos anos 80, com um ingresso médio anual de apenas US\$ 10 bilhões, foi substituída por uma grande abundância de capitais externos, logo seguida por uma nova crise em alguns países.

O livro que apresentamos, *Os fluxos financeiros na América Latina — um desafio ao progresso*, aborda em profundidade o tema. Esta obra, publicada em espanhol pelo Fondo de Cultura Económica e pela CEPAL, e em inglês por Lynne Rienner, foi concluída em meados de 1994. Como se destacava no prefácio à primeira edição, “no momento em que se conclui este livro... há incerteza em relação à sustentabilidade dessas afluências de financiamento nos níveis recentes. Estas novas tendências são congruentes com a insistência com que destacamos, no decorrer de todo o livro, a instabilidade de importantes componentes dessas correntes e suas implicações na política econômica”.

Nos trabalhos sobre as fontes de origem dos fundos analisamos sua composição, dando grande importância, em especial no artigo de conclusões, ao antecedente de que apenas um quarto dos fluxos líquidos correspondia a investimentos estrangeiros diretos, enquanto uma proporção crescente e majoritária foi de fluxos de curto prazo e potencialmente voláteis — seja em bônus, ou depósitos bancários em moeda estrangeira, ou investimentos nas bolsas, ou créditos financeiros.

A seleção dos casos estudados no projeto da CEPAL que deu vida a este livro — Argentina, Chile e México — comprovou-se muito acertada, pois os três emergiram em 1995 como casos paradigmáticos. Isso permite ilustrar significativas implicações de diferentes opções de políticas.

No artigo de conclusões, preparado pelos dois coordenadores do estudo e por Robert Devlin, na época economista da CEPAL e atualmente Gerente de Comércio e Integração do BID, colocavam-se importantes recomendações de política econômica. Enfatizava-se que o financiamento externo pode surtir efeitos positivos ou negativos, dependendo de seu montante, composição e uso, o que é determinado pelas características contemporâneas dos mercados internacionais de capitais e, em grau decisivo, pela qualidade e oportunidade das políticas econômicas que são aplicadas no país receptor.

Aqui, cabe reiterar que o objetivo central do ingresso de capitais externos é que contribuam para complementar a poupança nacional, provendo assim um maior financiamento para o investimento, e respaldem a criação de uma nova capacidade produtiva. Em

seguida, como os juros e rendas devem ser pagos em moeda estrangeira, é necessário que uma parte significativa do investimento se concentre na produção para a exportação ou de outros itens comerciáveis internacionalmente. É também necessário que o uso do financiamento externo não gere um déficit muito elevado do setor externo, nem uma composição do financiamento com uma alta proporção de *hot money*, pois a experiência demonstra que políticas econômicas que permitam ou estimulem essa situação não são sustentáveis. E, finalmente, é preciso precaver-se para que os fluxos financeiros não gerem “bolhas” creditícias ou nas bolsas. As ações públicas nos três pontos precedentes se retroalimentam positivamente com uma eficaz supervisão preventiva das entidades financeiras e de valores.

Em síntese, o uso excessivo e prolongado de financiamento externo conduz inevitavelmente à instabilidade, a ajustes recessivos e a crises cambiais e financeiras.

Os casos do Chile e do México demonstram a exatidão da análise e das conclusões. Ambos os países compartilham um histórico de reformas econômicas, abertura comercial, equilíbrio fiscal, entre outros. Por outro lado, entre os aspectos em que diferem destaca-se o tratamento aos movimentos de capitais e a força da política cambial.

O México, desde 1992, exibiu um elevado déficit externo, da ordem de 8% do PIB, e um atraso cambial significativo; devido a essas duas variáveis sofreu uma queda da poupança nacional, que foi substituída pela poupança externa. Em contraste, o Chile, desde o começo do auge financeiro, adotou medidas enérgicas para desestimular os ingressos de curto prazo, para moderar o déficit no setor externo e para suavizar a valorização na taxa de câmbio.

Esta edição em português começa com um artigo que examina a evolução em 1995 e 1996 de países como Argentina e México, de um lado, e Colômbia e Chile, de outro, e as principais políticas que explicam o seu diferente desempenho nestes anos.

Esta obra, terminada vários meses antes da eclosão da crise do México, ajuda a entender por que as respectivas políticas nacionais e sua persistência representam a diferença principal na situação atual desses países, e explicam por que o Chile pôde superar a crise de maneira não traumática.

No decorrer do texto são examinados em profundidade outros aspectos das políticas aplicáveis. Assim, se demonstra a grande diversidade de opções disponíveis e como se pode melhorar a dosagem de políticas econômicas para o desenvolvimento e a estabilidade.

*Ricardo Ffrench-Davis
Stephany Griffith-Jones*

PREFÁCIO À EDIÇÃO EM ESPANHOL E INGLÊS — 1994

A questão da retomada em grande escala dos fluxos de capital privado para a América Latina é um tema-chave para o financiamento internacional e para a própria região.

Somos profundamente gratos ao IDRC (Centro Internacional de Pesquisa e Desenvolvimento) do Canadá e a seu presidente, Dr. Keith Bezanson, pela resposta imediata dada à necessidade de pesquisar esse novo e importante tema e pelo apoio financeiro dado ao projeto. Agradecemos a David Glover pela colaboração no desenvolvimento da idéia, a Gary McMahon, pela participação na fase inicial do projeto e a Rohinton Medhora pela importante contribuição para o restante do projeto (todos eles são membros do IDRC). Queremos expressar também a nossa gratidão à CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina) por seu apoio intelectual e financeiro ao projeto e pela acolhida em sua sede para a realização dos seminários, e ao Banco Mundial pela contribuição na forma de estudo realizado pelos seus membros.

Este projeto apresenta algumas características particulares. Uma delas é a interação de especialistas de alto nível, tanto acadêmicos quanto formuladores de políticas, além de especialistas dos países desenvolvidos e em desenvolvimento. O projeto foi beneficiado ainda pela participação de colegas de organismos internacionais, tais como a CEPAL, o Banco Mundial, o Fundo Monetário Internacional, o Banco Interamericano de Desenvolvimento e o Centro de Desenvolvimento da OCDE.

Uma segunda característica dos projetos do IDRC, que se aplica também ao presente estudo, é a prática de várias reuniões dos autores com comentaristas convidados para o enriquecimento dos resultados e a troca de experiências. Assim, foi realizada a primeira reunião, em Santiago do Chile, na sede da CEPAL, em março de 1993, para analisar o documento-base do projeto preparado por Roy Culpeper e Stephany Griffith-Jones e os esquemas de trabalho sobre estudos de casos específicos. Foi realizada uma segunda reunião, em dezembro de 1993, na mesma sede, com o intuito de examinar os trabalhos que formam parte desta série. Essa reunião teve a valiosa contribuição de comentaristas, como os representantes do Banco Central do Chile e do Ministério da Fazenda, do Banco da Reserva Federal de Dallas, do Banco Mundial, do Banco Interamericano de Desenvolvimento e do Fundo Monetário Internacional, de instituições financeiras privadas (inglesas, americanas e chilenas), além de acadêmicos como Guillermo Carlo e Felipe Varraín.

Além disso, foi realizada uma série de reuniões finais com bastante sucesso em Londres, no Instituto de Estudos Latino-Americanos da Universidade de Londres, em Washington, no Brookings Institution, e no Banco Interamericano de Desenvolvimento e, em Nova York, na sede da Organização das Nações Unidas. A intenção dessas reuniões foi apresentar os resultados do projeto para acadêmicos de alto nível, financiadores privados, representantes de bancos centrais e jornalistas. Agradecemos imensamente a Victor Bulmer-Thomas (de Londres), Nora Lustig e Robert Devlin (de Washington) e Cristián Ossa (de Nova York) pela decisiva ajuda na organização das reuniões. Agradecemos ainda, de forma muito especial, a Enrique Iglesias — presidente do Banco Interamericano de Desenvolvimento — e a Jean Claude Milleron — subsecretário-geral da ONU — pelos seus estimulantes e ajuizados comentários.

Os trabalhos incluídos neste volume estão divididos em quatro partes. A primeira apresenta um levantamento dos antecedentes e interpretações sobre os ajustes econômicos na Argentina e México em 1995 e suas repercussões no restante da América Latina. A segunda parte aborda as fontes de fluxos financeiros, fazendo uma diferenciação entre os créditos e investimentos dos EUA e Canadá (fonte principal dos fluxos privados para a América Latina na década de 1990), os créditos e investimentos da Europa (os fluxos provenientes da Europa, embora situados em segundo lugar em importância após os EUA, são de maior transcendência do que geralmente se percebe na região da América Latina) e os fundos provenientes do Japão, caracterizados até agora pelo seu baixo nível. Os primeiros dois trabalhos foram escritos por acadêmicos e o terceiro por Punam Chuhan e Kwang Jun, colegas do Banco Mundial.

Embora neste livro esteja estabelecida a diferença entre a escala, as características e as motivações dos investidores e credores da América do Norte, Europa e Japão (diferenciação que, é valiosa para se alcançar uma melhor compreensão dos diversos mercados), vale a pena mencionar os limites dessa diferenciação devido à tendência à universalização dos mercados financeiros. Cada trabalho sobre as fontes dos fluxos financeiros analisa separadamente o investimento externo direto, os valores — tanto bônus quanto ações — e os créditos bancários, examinando também as motivações dos credores e investidores e a regulamentação que afeta esses fluxos.

A terceira parte trata em profundidade das características dos fluxos de capital e dos seus efeitos macroeconômicos, assim como da resposta das autoridades econômicas no que tange às políticas de três países da América Latina: Argentina, Chile e México. Esses países fazem parte daqueles que têm experimentado aumentos particularmente significativos das correntes de capital privado durante a década em curso, com um aumento notável no caso do México. É enfatizada a diversidade das respostas das autoridades econômicas diante da enorme afluência de capital nos três países. Essas respostas estão relacionadas fundamentalmente com as seguintes intenções: moderar o efeito dos ingressos de capital na valorização da taxa de câmbio, especialmente no caso do Chile; reduzir o efeito monetário das operações de divisas; moderar a corrente de capital, especialmente a de curto prazo, como foi feito pela Colômbia e, particularmente, pelo Chile com o objetivo de orientar os recursos de capital.

Entre os autores de estudos de casos específicos, há autoridades de alto nível, responsáveis pelas políticas em diversos momentos: José Luis Machinea, ex-presidente do Banco

Central da Argentina, Angel Gurría, ex-subsecretário da Fazenda do México, Ricardo Ffrench-Davis, ex-diretor de Estudos do Banco Central do Chile. Há também economistas latino-americanos de renome, como Manuel Agosin, José M. Fanelli e Andras Uthoff.

Na quarta parte são apresentadas as repercussões de cunho político para os países receptores e as lições tiradas dos estudos de casos específicos de mercados. É relevante o tema da retomada dos fluxos de capital privado para a América Latina, tanto pelo importante impulso que dá à recuperação da atividade econômica como pelas maiores possibilidades de rentabilidade que oferece a investidores e credores dos países industrializados. Mas para tornar sustentáveis os benefícios mútuos dos fluxos os governos dos países originários do financiamento e os países receptores deveriam tomar algumas medidas. Podemos assinalar uma das medidas analisadas aqui: melhor acompanhamento dos fluxos de fundos e supervisão coordenada das próprias medidas. São identificados ainda os vazios existentes em relação à regulamentação, que deverão ser corrigidos com urgência, sendo um deles a regulamentação mundial dos valores mobiliários. Com igual importância, é preciso que os países receptores adotem medidas macroeconômicas adequadas para evitar, por exemplo, a excessiva valorização cambial, e tornar sustentáveis os benefícios dos fluxos privados de capital a longo prazo.

Os trabalhos que compõem o estudo foram escritos principalmente em um período de abundância — na verdade, de superabundância de fluxos de capital destinados à América Latina, quando também predominavam temas relacionados com sua gestão. No momento em que se conclui este livro (meados de 1994), há incerteza em relação à sustentabilidade dessas afluências de financiamento nos níveis recentes. Essas novas tendências são congruentes com a insistência com que destacamos, no decorrer de todo o livro, a instabilidade de importantes componentes dessas correntes e suas implicações na política econômica.

Finalmente, apesar de os trabalhos estarem centrados praticamente na retomada dos fluxos privados para a América Latina, muitas das lições e dilemas colocados são pertinentes para outros países subdesenvolvidos ou em transição para uma economia de mercado, como é o caso dos países da Europa Oriental. Além disso, vários dos problemas apontados que dizem respeito à regulamentação não só afetam os fluxos para a América Latina e os que se dirigem aos chamados mercados emergentes mas têm uma importância mais universal.

Gostaríamos de agradecer a colaboração técnica de Alvaro Calderón e Daniel Titelman, a assistência de Roberto Machado e a tarefa de preparação do manuscrito final efetuada pela sra. Lenka Arriagada.

Ricardo Ffrench-Davis e Stephany Griffith-Jones
Coordenadores do projeto



O “EFEITO TEQUILA”, SUAS ORIGENS E SEU ALCANCE CONTAGIOSO

Ricardo Ffrench-Davis

Introdução

Os fluxos financeiros internacionais cresceram espetacularmente nos anos recentes, sendo que proporção muito elevada deles pode ser reversível a curto prazo. Estes fluxos são propensos a grandes altos e baixos e a gerar passivos externos muito elevados (*outliers*) em períodos de superotimismo.

Quando os credores descobrem um mercado emergente partem com estoques de exposição inexistentes. Então, costumam gerar fluxos que se acumulam em estoques que crescem rapidamente. A sensibilidade do credor diante de “más” notícias aumenta consideravelmente com o nível dos estoques colocados em um país ou região e a grande dependência de fluxos adicionais. Por outro lado, as experiências de alguns países receptores de fundos — como a do Chile, que é examinada neste volume — demonstram que é possível criar um certo espaço para definir suas políticas nacionais em relação aos fluxos de capitais: podem torná-las mais moderadas ou graduais no tempo.

A recuperação da oferta de fluxos financeiros, desde o começo dos anos 90, foi muito positiva para a América Latina, uma vez que retirou a restrição externa dominante que contribuía para baixos níveis de investimento e para uma grave recessão. Todavia, essa afluência de capitais também teve efeitos não desejados sobre o sistema de câmbio, a oferta de dinheiro, a poupança interna, a acumulação de passivos externos de curto prazo e, conseqüentemente, sobre a vulnerabilidade diante de choques externos negativos.

A crise do México de dezembro de 1994, constitui uma demonstração notável dos efeitos perniciosos que a absorção interna de um volume excessivo de financiamento externo, por um período prolongado e com uma composição propensa à volatilidade, pode provocar.

O impacto sobre o México não teve efeitos contagiosos mais generalizados sobre outros países em 1995, principalmente graças aos choques externos positivos pelos quais passou a região. Contudo, teve uma irradiação significativa em relação ao ritmo de crescimento da América Latina, que se tornou negativo em quatro trimestres (findos em 3/96), enquanto o investimento interno diminuiu perceptivelmente. Durante 1995, observaram-se saídas líquidas de fundos em vários segmentos da oferta (particularmente em fluxos nas bolsas, títulos de crédito e depósitos). É evidente que os efeitos foram notoriamente mais negativos nos países que aplicaram políticas permissivas ante elevados fluxos de capitais voláteis e permitiram maiores atrasos cambiais.

A América Latina foi afetada de maneira significativa pelas mudanças registradas nos fluxos de capitais nos últimos 20 anos. A região se viu diante de uma grande oferta de fundos nos anos 70; em seguida verificou-se a grande escassez dos anos 80, período em que se converteu em exportadora líquida de fundos. Logo depois, entre 1991 e 1994, voltou a ser receptora líquida de elevados volumes de fundos, para sofrer uma redução brusca de alguns dos principais fluxos entre o final de 1994 e 1995.

Em todas essas ocasiões as mudanças se originaram nos mercados internacionais e exerceram notável influência sobre as economias nacionais. Tanto a excessiva abundância quanto a escassez provocaram custosos ajustes expansivos e recessivos, particularmente frente a políticas permissivas dos países receptores.

Os ingressos de capitais dos anos 70 contribuíram, efetivamente, para um decênio de crescimento significativo do PIB e do investimento na América Latina. O PIB cresceu em média 5,6% ao ano e o investimento 7,3%. Na segunda metade dessa década alcançou-se o coeficiente de investimento mais alto registrado na região.

Nos anos 90, os ingressos de capitais também contribuíram para a melhoria econômica. Dessa vez tratou-se, contudo, principalmente da recuperação da atividade econômica, a partir de uma situação recessiva que ainda predominava por volta de 1990 na maioria dos países da América Latina (PALS). O aumento do PIB se elevou de 1,2%, nos anos 80, para 3,6% entre 1990 e 1994 (Quadro 1). A mudança positiva foi sem dúvida frágil e acompanhada de modesta recuperação do coeficiente de investimento (Quadro 2). O aumento do investimento no primeiro quinquênio dos anos 90 foi muito menor que o dos ingressos de capitais, o que significou que a maior parte dos fluxos externos financiou um aumento do consumo.

Quadro 1
PRODUTO INTERNO BRUTO
(taxas de crescimento anual, %)

	1970-80	1980-90	1990-94	1995	1996
Argentina	2,8	-0,9	7,7	-4,6	4,4
Brasil	8,6	1,6	2,3	4,2	3,1
Chile	2,5	2,8	6,8	8,5	7,2
Colômbia	5,4	3,7	4,0	5,2	2,1
México	6,7	1,7	2,6	-6,6	5,1
Peru	3,9	-1,2	4,9	6,9	2,8
Uruguai	3,0	0,5	4,7	-2,8	5,0
América Latina(19)	5,6	1,2	3,6	0,3	3,7

Fonte: CEPAL, com base em cifras oficiais de 19 nações, expressas em US\$ de 1980.

Em ambos os períodos, contudo, o ingresso líquido de capitais foi substancial, equivalente a taxas entre 4,5% (1976-81) e 5,1% (1991-94) do PIB. Nos dois períodos os déficits em conta-corrente cresceram fortemente (Quadro 3) e as taxas de câmbio se apreçaram

(Quadro 4); naturalmente as importações se expandiram mais rápido do que as exportações e o estoque de passivos externos se elevou persistentemente. De fato, todas as variáveis se combinam para refletir um crescente desequilíbrio macroeconômico. A vulnerabilidade de países receptores, com elevados déficits em conta-corrente e taxas de câmbio atrasadas, torna-se crescente perante credores externos que, dada a elevada exposição ou montante de ativos financeiros que têm na região, reagem com maior sensibilidade diante de qualquer “má notícia”.

Quadro 2
FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO
(porcentagem do PIB a preços de 1980)

	1983-90	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Argentina	16,5	15,4	18,6	19,9	22,0	19,3	20,0
Brasil	16,5	14,2	13,2	13,7	14,6	15,9	16,4
Chile	15,3	17,2	19,6	21,7	21,6	23,0	24,1
Colômbia	15,7	12,6	13,7	17,7	19,1	20,1	n.d.
México	17,1	19,6	21,1	20,7	21,7	16,4	18,5
América Latina(19)	16,8	16,3	17,4	18,0	18,6	17,9	n.d.

Fonte: CEPAL, com base em cifras oficiais.

É fato que os fluxos financeiros internacionais cresceram espetacularmente nos últimos anos e que uma proporção muito elevada deles é reversível a curto prazo e possui caráter especulativo. Nesta década a diversificação é muito superior à dos anos 70, porém, sua eventual volatilidade é maior, uma vez que a diversificação se realizou partindo de créditos bancários de médio prazo em direção a aplicações em ações e bônus resgatáveis a curto prazo e depósitos também de prazos curtos.

As causas dessa volatilidade têm certa associação com as insuficiências na coordenação macroeconômica entre as nações mais influentes nos mercados mundiais e com as limitações da institucionalidade internacional, por exemplo, no campo regulatório e de coordenação de políticas, que não marcha *pari passu* com as tendências de globalização.

Por outro lado, é fato que os países receptores de fundos dispõem de certo espaço para definir suas políticas nacionais com relação aos fluxos de capitais. Podem admitir passivamente a transmissão dos câmbios externos para seus mercados internos, ou podem tratar de moderá-los ou de regulá-los no tempo.

Mesmo que o espetacular crescimento dos mercados internacionais de capitais desde meados da década de 1960 reflita em parte a expansão da economia mundial, o aumento do comércio internacional e a globalização da produção, esse crescimento está vinculado também a fatores puramente financeiros, que aumentam a um ritmo notavelmente mais rápido. Nas décadas de 1970 e 1980, muitos países começaram a liberalizar seus setores financeiros nacionais e a atenuar ou abandonar a regulamentação das transações de divisas

(Devlin, 1989; Díaz-Alejandro, 1985). Isso, combinado a avanços tecnológicos revolucionários na gestão da informação e das telecomunicações e ao aparecimento de técnicas financeiras cada vez mais sofisticadas, contribuiu para um auge dos fluxos financeiros nacionais e internacionais.

A América Latina foi parte desse auge nos anos 70, acumulando uma crescente dívida bancária. Depois, na década de 1980, os vínculos com os mercados de capital internacionais romperam-se em grande parte como resultado da crise da dívida. Após um decênio de seca financeira, a região desfrutou novamente de um forte incremento dos fluxos de capital durante o período de 1991 a 1994.

Foi solidamente documentado que essas mudanças originaram-se de forma importante nas fontes de oferta, isto é, em mercados de países desenvolvidos. O auge do início dos anos 90 aconteceu principalmente nos Estados Unidos (ver Calvo, Leiderman e Reinhart, 1993 e 1996; e os artigos de Culpeper, de Griffith-Jones e de Chuhan e Jun, neste livro). Uma situação interna recessiva, escassa demanda de fundos e taxas de juros notavelmente baixas alentaram o desvio de recursos para outros mercados.¹ Encontraram na América Latina um mercado muito receptivo e com taxas de rendimentos esperadas notoriamente elevadas.

A recuperação da oferta de fluxos financeiros foi, inicialmente, muito positiva para a América Latina, o que se traduziu em cerca de US\$ 70 bilhões a mais de produção em 1994, associada à utilização da capacidade disponível nos anos precedentes. O fenômeno foi particularmente intenso em países como Argentina e Peru.

Nesse sentido, o maior financiamento externo foi claramente benéfico nesses anos, porquanto removeu a restrição externa dominante que contribuía para os baixos níveis de investimento e para a grave recessão econômica na região. Contudo, a recuperação do acesso a capitais externos também suscitou desafios quanto à estabilidade e sustentabilidade dos equilíbrios macroeconômicos, e às bases de um desenvolvimento produtivo mais sólido. Com efeito, essa afluência de capitais também teve efeitos não desejados na evolução das taxas de câmbio, no grau de controle sobre a oferta de dinheiro e no crédito interno, no acúmulo de passivos externos — muitos deles a curto prazo — e na conseqüente vulnerabilidade face a novos choques externos.

É evidente que o financiamento externo é um ingrediente vital do desenvolvimento. Mas, também é evidente que costuma ser volátil, caracterizando-se por excesso e escassez. Portanto, são necessárias políticas econômicas que possam atrair recursos, mas que o façam em quantidades sustentáveis, com uma composição mais propensa ao investimento e com horizontes mais amplos.

A crise do México, que explodiu em dezembro de 1994, constituiu exemplo notável dos efeitos perniciosos que a absorção interna de um volume excessivo de financiamento externo, por um período de tempo prolongado e com uma composição propensa à volatilidade pode provocar. Os produtores e consumidores se acomodaram a um nível de gasto global crescentemente superior à produção nacional dos mesmos, em quantidades que, depois de certo tempo, se tornaram insustentáveis. O resultado inevitável foi, então, um ajuste recessivo. A queda do PIB de 6.6% e da formação de capital em cerca de 30%, observadas no México em 1995, estiveram estreitamente associadas, primeiro, a um crescente uso de fundos externos entre 1992 e 1994, com um persistente atraso cambial e um déficit

em conta-corrente em expansão, e, em seguida, a um brusco corte do financiamento por parte dos credores, que forçou o país a um ajuste extremamente recessivo, apesar do grande pacote de apoio internacional recebido pelo México.

Cabe sublinhar que é incorreto sustentar, o que ocorre de maneira surpreendentemente freqüente, que a crise do México em 1994 não foi possível de prever devido a ocultação ou ausência de informação. É real que a informação oficial sobre as reservas internacionais foi esporádica, porém a informação-chave, referente ao alto déficit em conta-corrente e seu financiamento com recursos propensos à volatilidade, estava totalmente disponível periodicamente desde 1992. O que faltava era informação mais minuciosa e integral. O problema foi que os ofertantes e demandantes não prestaram a devida atenção à informação disponível, que consideraram seriamente apenas depois da explosão da crise. O que ocorre é que os operadores mais influentes atuam com um conjunto de informações muito limitado. Isso explica que possam mudar tão radical e abruptamente sua opinião sobre a economia de um país ou empresa.

O impacto sobre o México não teve efeitos contagiosos generalizados sobre toda a região em 1995, como ocorreu em 1982.² Em particular a economia argentina foi muito afetada pelo chamado "efeito tequila". Mesmo que isso não tenha resultado em uma crise cambial como temeram durante 1995 alguns operadores, registrou-se uma queda do PIB de 4,6% e do investimento de 16%. Mesmo assim houve uma irradiação significativa no ritmo de crescimento global da América Latina, que se reduziu marcadamente a uma cifra próxima de zero, enquanto a taxa de investimento da região também se reduziu perceptivelmente. No início de 1996, vários países exibiam variações, negativas do PIB, em doze meses. Nesses e em outros países, durante 1995, observaram-se fluxos negativos de fundos de vários segmentos da oferta (particularmente em fluxos nas bolsas, bônus e depósitos).

Em síntese, em geral os países latino-americanos experimentaram algum contágio inicial com o efeito tequila, em particular localizados nos mercados financeiros. Após alguns meses se produziu a diferenciação. O efeito do contágio foi de menor magnitude e se dissipou mais rapidamente naqueles países que tinham uma situação mais saudável e sustentável de conta-corrente, composição de fluxos e sistema bancário, e nos quais os preços relativos se encontravam mais alinhados com seus *fundamentals*. Ao contrário, na Argentina e no México o ajuste está sendo mais duro e prolongado; em 1997 o PIB *per capita* ainda será inferior ao de 1994.

Causas e conseqüências da crise mexicana

A recuperação do acesso ao financiamento externo foi generalizada na América Latina. Alcançou grande intensidade e intercalou para a maioria dos PALs a passagem abrupta da escassez à abundância. Não obstante, teve maior intensidade e surgiu um pouco mais cedo em alguns países, como Chile e México.

A recuperação do México pós-crise da dívida dos anos 80 aconteceu paulatinamente na segunda metade dessa década, em paralelo com profundas reformas econômicas. Prosseguiu nos anos 90, mas com uma recuperação apenas modesta do investimento, embora os ingressos de capitais externos crescessem rapidamente. A grande oferta de fundos com

a qual o México se defrontou entrou rapidamente no mercado interno desse país, apresentando apenas algumas poucas limitações que restringiram o endividamento bancário. Rapidamente a taxa de câmbio se valorizou.

Como foram usados esses recursos do exterior? Para financiar um nível de gastos excessivo do país, muito além do que se produzia. Este foi apoiado por um *boom* creditício e uma supervisão preventiva débil (veja Sachs, Tornell e Velasco, 1996b). O déficit correspondente em conta-corrente elevou-se de US\$ 7 bilhões em 1990 para US\$ 15 bilhões em 1991, e seguiu subindo nos anos seguintes, chegando a US\$ 29 bilhões em 1994 (e as autoridades, em 1994, projetaram que se elevaria em US\$ 4 bilhões em 1995).

Quadro 3
DÉFICIT EM CONTA-CORRENTE
(em milhões de US\$ por ano)

	1983-90	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Argentina	1 413	647	6 546	7 363	10 070	2 468	4 025
Brasil	1 554	1443	(6 140)	608	1 451	17 718	24 137
Chile	1 101	287	1 065	2 421	1 045	(96)	2 977
Colômbia	668	(2 363)	(925)	2 081	2 833	4 340	4 793
México	592	14 995	24 919	23 496	29 165	1 877	2 097
Peru	932	1 649	2 143	2 217	2 734	4 234	4 106
América Latina (19)	7 956	18 901	36 915	46 110	48 919	36 376	40 880
A.L.-Venezuela (18)	9 653	20 670	33 168	43 894	53 051	37 908	48 252

Fonte: CEPAL, com base em cifras oficiais. O saldo da conta-corrente inclui como ingressos ou créditos as transferências unilaterais privadas. Em 1994 (último ano disponível), estas alcançaram US\$ 9,5 bilhões na região. Excluem-se as públicas, com um montante de US\$ 2,5 bilhões.

Em quatro anos o estoque de passivos externos líquidos do México elevou-se para US\$ 92 bilhões; destes, apenas cerca de US\$ 20 bilhões corresponderam a IED*. Esse alto estoque de passivos, em sua maioria propensos à volatilidade, junto com um significativo atraso cambial e o volumoso déficit em conta-corrente correspondente, parecem ser as variáveis determinantes da vulnerabilidade do México e da profundidade do ajuste recessivo que se iniciou em dezembro de 1994.³ Também desempenharam papel-chave na profundidade da crise mexicana a deterioração da carteira do sistema financeiro, associada ao *boom* creditício⁴, e a elevada emissão de papéis do governo expressos em dólares (Tesobonus), com prazos muito curtos, e que foram comprados principalmente por investidores estrangeiros.

Os impactantes acontecimentos políticos ou delituosos que o México sofreu nesse ano, assim como o aumento nas taxas de juros nos Estados Unidos, encontraram terreno fértil para a crise.

* Investimento externo direto

Outras variáveis que se mencionam como determinantes são a deterioração do balanço fiscal, a política monetária em 1994, a ausência de um sistema de pensões por capitalização, limitações na informação fornecida pelo México, ou a forma indesculpável como se efetuou a desvalorização em dezembro de 1994. Mesmo que essas variáveis pudessem ter alguma incidência, seriam de caráter secundário diante da significativa valorização cambial e da estruturação de um déficit em conta-corrente da magnitude e prolongação alcançadas entre 1991 e 1994; em particular, cabe destacar o fato de que uma proporção muito elevada dos passivos externos era de curto prazo ou facilmente resgatáveis.⁵

Durante esse tempo, a troca de câmbio real se ajustou fortemente desde 1988 e ganhou relevo neste decênio (Quadro 4). As exportações cresceram, mas as importações o fizeram muito mais rapidamente. A taxa de investimento se recuperou, mas muito menos do que o ingresso de capitais. Portanto, esses fundos externos foram reforçar mais intensamente o consumo e desalentar a poupança nacional. O aumento do consumo não foi governamental, pois o México tinha uma situação equilibrada, depois de notáveis esforços para eliminar o déficit que imperava em meados da década anterior. Então, o gasto em excesso foi principalmente do setor privado, financiado por aportes privados do exterior. A poupança interna mexicana caiu significativamente como porcentagem do PIB: a taxa da poupança nacional (a preços correntes) desceu quatro pontos entre 1990 e 1994.

Propagação do choque pela América Latina

O México enfrentou uma série de choques durante 1994, associados ao levante de Chiapas, ao assassinato do principal candidato presidencial e ao processo eleitoral. Em março efetuou-se uma desvalorização dentro da banda cambial vigente, que significou um salto de 8%, do piso ao teto da banda. Essa desvalorização foi aceita com relativa tranqüilidade pelos mercados financeiros. O ano econômico foi também relativamente positivo, com um aumento do PIB superior ao biênio anterior, com alguma elevação do coeficiente de investimento (1 ponto do PIB), e um pequeno déficit do setor público consolidado (0,3% do PIB).

Contudo, durante o ano houve sucessivos ataques contra o peso, com a taxa de câmbio no teto da banda e com o Banco de México vendendo reservas. Apesar disso, estas alcançavam US\$ 18 bilhões em outubro, embora tivessem caído bastante durante alguns períodos de 1994. Por sua parte, os avaliadores internacionais de risco, uma vez definida a situação eleitoral em novembro, atribuíam uma boa qualificação financeira ao México e recomendavam investir em seus ativos.

Nesse meio tempo, o déficit em conta-corrente seguia sua tendência altista. Em 20 de dezembro, as autoridades concluíram que não se podia postergar mais uma correção significativa da taxa de câmbio e uma redução drástica do déficit externo.

Não é o caso de detalhar aqui a série de fatos que se seguiram e suas interpretações. O essencial é que a crise foi semeada entre 1992 e 1994, com um ingresso maciço de capitais, em sua maior parte de curto prazo. A demanda agregada se elevou rapidamente acima da oferta potencial do PIB e se tornou crescentemente intensiva em comercializáveis, estimulada pela revalorização cambial.⁶ Assim se produziu, nesses anos, um desajuste que inevitavelmente teria de ser revertido no futuro.

Quadro 4
ÍNDICES DE TAXA DE CÂMBIO REAL^a
 (1987-90 = 100)

	1983-86	1987-90	1991	1992	1993	1994	1995
Argentina	78,5	100,0	67,3	62,6	60,1	63,3	70,3
Brasil	117,2	100,0	93,2	100,5	90,8	73,1	55,5
Chile	68,8	100,0	100,1	96,6	97,9	97,8	93,6
Colômbia	65,1	100,0	112,1	99,3	96,6	83,0	83,1
México	96,0	100,0	81,3	74,8	71,2	73,1	108,0
Peru	136,4	100,0	54,0	53,2	54,8	55,7	56,3
Média da A. Latina (18)							
Ponderado	97,4	100,0	87,1	86,0	81,1	74,8	76,4
Simplex	85,8	100,0	96,4	95,0	93,7	92,1	94,7

Fonte: CEPAL, com base em cifras oficiais.

^a Corresponde à média dos índices da taxa de câmbio (oficial principal) real da moeda de cada país em relação às moedas dos seus principais sócios comerciais, ponderados de acordo com a importância relativa das exportações para esses países.

Isso sempre é doloroso, como foi 1995 para o México. O PIB caiu 6,6%, o desemprego aberto dobrou, o nível do investimento baixou cerca de 30% e o setor financeiro sofreu uma série de problemas de liquidez e de carteiras vencidas com um custo fiscal, devido a auxílios aos bancos e devedores, da ordem de 5% do PIB de 1995 (CEPAL, 1995b, Quadro 3).

A desconfiança e a incerteza, com expectativas negativas, apoderou-se dos credores, em particular aqueles de fundos de mais curto prazo e de maior volatilidade. O México enfrentou em 1995 uma fuga líquida de capitais de US\$ 13,5 bilhões, depois de ingressos líquidos de US\$ 31 bilhões e US\$ 12 bilhões, em 1993 e 1994, respectivamente.

A mudança de expectativas se transmitiu para outros PALs. Em particular aos investimentos nas bolsas. As bolsas latino-americanas caíram de forma generalizada, somando-se à forte flutuação que exibiram (Quadro 5). Também se limitaram as emissões de ADRs primários (CEPAL, 1995b, Quadro A.16), ainda que tenham se reiniciado com importância em 1996.

Ao contrário de 1982, a transmissão do choque desde o México para outros PALs foi parcial e mais limitada. A diversificação de fontes contribuiu para essa parcialidade. Por outro lado, o choque de redução da oferta de financiamento exterior foi reforçado nos anos 80 por uma queda do nível geral de preços internacionais (expresso em dólares), por uma deterioração dos termos de intercâmbio e por uma alta espetacular das taxas reais de juros. Em contraste, em 1994-95, o choque negativo da oferta foi acompanhado de uma alta muito moderada das taxas de juros, por um incremento significativo do volume do comércio internacional (9%), por uma melhora de 4,5% dos termos de intercâmbio no biênio, e por uma alta do nível geral de preços externos expressos em dólares (9%), associada à desvalorização do dólar dos Estados Unidos nesse ano. Além disso, a reação dos

Estados Unidos e de instituições internacionais foi mais forte e pragmática em 1995. O pacote financeiro de apoio ao México não só foi notavelmente maior que o de 1982, mas também foi organizado mais rapidamente. Proporcionou maciças linhas de crédito, que contribuíram para moderar expectativas e possibilitar a utilização de um financiamento líquido excepcional que chegou a US\$ 25 bilhões em 1995.

Não se pode ignorar que o impacto sobre outros PALs e sobre o próprio México teria sido maior sem a mediação de todos esses choques coincidentemente positivos.

Contudo, os efeitos negativos são notórios em uma avaliação global da América Latina (Quadro 1). A variação do PIB chegou perto de zero, com uma queda do PIB *per capita* de 1,5%, a primeira desde 1990.⁷ A taxa de investimento se reduziu em mais de um ponto, o ingresso de capitais caiu a um terço do que foi no triênio anterior (se bem que dobrou em relação à média de 1983-90; sinal da grande instabilidade dos fluxos de capitais), e a taxa de desocupação se elevou em PALs como Argentina, México, Equador, Panamá, Uruguai e Venezuela.

Além do México, o PIB caiu 4,4% na Argentina e 2,4% no Uruguai; no Peru, no final de 1995 e início de 1996, também estava decrescendo. Estes foram os efeitos localizados do choque quanto à oferta de fundos externos, em PALs com um predomínio de financiamento de curto prazo e volátil, ou um comércio intenso com países afetados pelo choque financeiro (caso do Uruguai).

O déficit externo que podia ser financiado com ingressos de capitais por um ou dois anos, dificilmente o era por quatro ou cinco. O “choque positivo”, de recuperação do acesso ao financiamento externo no início da década, permitiu e estimulou o México a continuar acumulando passivos externos em quantidades crescentes. O atraso cambial resultante contribuiu para uma significativa redução da inflação. Foi o preço de uma visão parcial dos ofertantes, que só via os méritos incontestáveis de muitas conquistas do México --- como sua espetacular recuperação fiscal --- mas não via os problemas que permaneciam (baixo investimento e pobreza) e nem os que se estavam gestando (déficit externo e um estoque crescente de passivos voláteis).

Um caminho menos vulnerável

Assim como a crise mexicana se foi gerando durante anos, a força do Chile também se construiu em vários anos. Perto do final da década passada, esses dois países exibiam uma acentuada liberalização comercial, uma significativa melhora orçamentária, reformas privatizadoras, níveis de inflação da ordem de 20% ao ano e taxas de poupança interna comparáveis. A maior força do Chile se deve, fundamentalmente, a que, diante da abundância de fundos externos, seguiu uma política ativamente cautelosa nos anos recentes. Em vez de receber todos os recursos externos que lhe ofereciam e gastá-los, deixando valorizar-se mais o peso, optou por restringir os ingressos de capitais de curto prazo. Em 1991 foram estabelecidos um imposto e um forte encaixe ou reserva sem juros sobre os créditos externos, e logo depois o encaixe se estendeu aos depósitos em moeda estrangeira. Com o conjunto de medidas se desestimulou efetivamente o ingresso de capitais especulativos (ver Capítulo 6 deste volume; e Zahler, 1995).

Atualmente no Chile os créditos externos pagam um imposto de 1,2%; os créditos, depósitos em moeda estrangeira e investimentos em ADRs secundários devem manter no Banco Central uma reserva de 30% por um ano e sem juros ou pagar o equivalente financeiro; os créditos

associados ao investimento estrangeiro estão sujeitos ao encaixe e o capital de risco está sujeito à restrição de permanência de um ano; o sistema financeiro está submetido a uma regulação preventiva relativamente rigorosa, que inclui um monitoramento seletivo de ativos e requerimento de provisões, assim como limites e sanções drásticas a operações com partes relacionadas.

Esta é uma das razões primordiais pelas quais ao chegar ao fim de 1994, o Chile tinha um déficit externo moderado, elevadas reservas internacionais, uma dívida de curto prazo moderada e manejável, uma taxa interna de poupança que se elevou em vez de diminuir, como no México e na Argentina, um investimento interno que desde 1993 (não antes) é o mais alto de sua história e uma taxa de câmbio que em 1994 estava comparativamente melhor situada do que na maioria dos países do continente (como se pode ver no Quadro 3). Só na Bolsa, infelizmente, se deixou uma porta aberta, que foi amplamente utilizada em 1994 e que causou problemas localizados nas cotações acionárias, e que se restringiu em 1995, ao estender-se a aplicação do encaixe de 30% aos ADRs secundários.

É muito esclarecedor recordar o que se passou no Chile em 1982, ano em que sofreu a pior crise de toda a América Latina. Seu PIB caiu 15%. O Chile já havia efetuado profundas reformas financeiras e comerciais e extensas privatizações entre 1973 e 1979. Tinha uma taxa de câmbio fixa, congelada em termos nominais e decrescente em valor real entre 1979 e 1982, e havia optado por não fazer política monetária (política chamada nessa época de enfoque monetário da balança de pagamentos equivalente às “caixas de conversão” atuais), manter uma conta aberta de capitais, com crescente dolarização do endividamento interno e regulações muito permissivas de supervisão bancária. Estas foram as causas principais da crise de 1982.

Depois de a economia chilena ter se acostumado a volumes crescentes de financiamento externo entre 1977 e 1981, estes começaram a moderar-se no fim de 1981. Contudo, a brecha externa continuou ampliando-se, o que fez com que o acúmulo anterior de reservas iniciasse uma reversão. A opção do governo foi reafirmar que, em uma economia “sã e livre”, somente cabia a continuidade de políticas passivas e neutras diante da perda de reservas e da redução da liquidez monetária. Como resultado, já no primeiro semestre de 1982 o PIB se reduziu fortemente, a produção industrial baixou 19%, o desemprego aberto subiu a 20%, e a solvência bancária se foi deteriorando. Somente em junho de 1982 o governo corrigiu parcialmente sua política econômica, desvalorizando maciçamente a taxa de câmbio, entre outras medidas. Dada a demora, foi obviamente um acontecimento traumático, que se somou à grave recessão que já estava em marcha há vários meses.

A profundidade da crise chilena do início dos anos 80 contribui para explicar por que as atuais autoridades econômicas manejam com ativa prudência as variáveis macroeconômicas e a regulação do sistema financeiro, para evitar riscos maiores de que se produza outra crise.

Lições para a América Latina

Nível, composição e usos sustentáveis dos fluxos

É preciso acautelar-se de que o ingresso de fundos se dirija para o investimento produtivo; as excessivas filtragens para o investimento puramente nas bolsas e o consumo importado, conduzem a bolhas e desequilíbrios insustentáveis.

Quadro 5
 AMÉRICA LATINA: ÍNDICES DE PREÇOS EM DÓLARES DAS BOLSAS DE VALORES^a
 (índices de agosto-outubro 1994=100)

Mês-ano	Dez. 1990	Dez. 1991	Dez. 1992	Dez. 1993	Mar. 1994	Jun. 1994	Set. 1994	Dez. 1994	Mar. 1995	Jun. 1995	Set. 1995	Dez. 1995	Mar. 1996	Set. 1996
América Latina ^b	24,1	52,1	54,2	82,2	85,2	76,7	102,9	80,9	58,6	68,7	70,4	66,4	66,2	75,8
Argentina	17,3	85,4	61,9	103,5	93,3	87,3	101,1	77,5	63,4	72,2	71,8	84,2	84,8	89,6
Brasil	11,7	29,0	28,6	54,6	74,7	57,8	104,9	91,6	67,4	71,7	80,4	71,3	78,0	86,7
Chile	25,9	49,1	55,2	71,4	72,5	82,3	98,1	100,8	94,9	117,3	98,8	97,9	89,2	93,6
Colômbia	15,0	41,1	55,9	73,7	108,9	110,8	102,5	93,4	88,6	88,8	74,1	69,6	67,4	72,5
México	30,0	60,8	73,0	107,2	94,0	86,6	102,8	62,6	32,7	45,1	49,0	45,7	51,3	54,6
Perú	-	-	51,1	68,9	84,5	80,3	105,9	104,8	87,4	111,3	114,6	114,6	116,4	129,5
Venezuela	170,8	245,5	140,6	125,9	138,8	81,7	102,3	91,6	75,0	75,1	75,9	62,6	68,3	119,9

Fonte: Índices baseados em dados da Corporação Financeira Internacional, *Monthly Review of Emerging Stock Markets*, vários números

^a Valores ao fim do período.

^b Média dos países considerados, segundo o montante de transações.

A abertura indiscriminada da conta de capitais pode ser muito prejudicial para o desenvolvimento produtivo e para o bem-estar da maioria das pessoas, pois as externalizações e outras imperfeições dos mercados internacionais de capital provocam ciclos frequentes de abundância e escassez de recursos. A instabilidade cambial e macroeconômica, habitualmente associada a uma abertura irrestrita, é sempre muito custosa para o mundo da produção e para a equidade. Uma regulação eficaz e eficiente é possível; o Chile o demonstrou a partir de 1991 (ver Capítulo 6 deste livro), e a Colômbia nos anos 70 e recentemente (Urrutia, 1995; CEPAL, 1995a, capítulo XI). Vários países asiáticos, em particular a Coréia, regularam com muito sucesso os ingressos de capitais e os mercados de câmbio (ver Helleiner, 1997; e Sachs, Tornell e Velasco, 1996b) e vários realizaram efetivas práticas de esterilização de segundo nível (Reisen, 1993), com resultados bastante positivos. Adequadas políticas cambiais e monetárias são essenciais, ainda que obviamente insuficientes por si só.

Evitar preços e coeficientes incorretos

Os governos devem evitar que os fluxos de capital gerem valores atípicos (*outliers*) ou distorções importantes em indicadores macroeconômicos fundamentais, como as taxas de juros e as taxas de câmbio reais, a composição do gasto entre o consumo e o investimento e a produção de comercializáveis. Não basta contar com uma expansão dinâmica das exportações para supor que os ganhos de produtividade compensam um atraso cambial, como expressaram em várias ocasiões as autoridades econômicas. Um aumento persistente das importações numa velocidade maior do que as exportações deve ser causa de preocupação, e deve corrigir-se oportunamente; assim se evitará o acúmulo da dívida e outros passivos que resultem insustentáveis.

Os governos não devem usar as entradas de capital como instrumento principal para alcançar um objetivo rígido ou extremo com relação a uma só variável econômica interna, especialmente durante um período prolongado; um caso é o de pretender frear a inflação por meio de um atraso cambial. Com isso geralmente se desequilibram outras variáveis importantes, afetando desse modo o próprio instrumento que trataram de usar, ou seja, o ajuste cambial e os fluxos de capital, e tendem a enfraquecer as bases para um crescimento sustentável (Fanelli e Frenkel, 1994). Em especial, é uma aposta muito perigosa renunciar a fazer política cambial, ficando de mãos amarradas com uma taxa de câmbio nominal fixa. As formas de regular as taxas de câmbio são muito diversas; várias delas compreendem alguma forma de banda cambial, com algum tipo de intervenção intramarginal (Williamson, 1996).

Os controles de qualquer tipo são qualificados frequentemente como ineficientes e suscetíveis de serem evitados por meio de operações cada vez mais complexas dos mercados de capitais. Sem dúvida, há formas grosseiras e custosas de aplicar controles de capitais, como foi o caso da Venezuela em 1994-95. Contudo, como assinala Williamson (1992, p. 189), "as afirmações a respeito da ineficácia dos controles de capital são extremamente exageradas". A regulação dos movimentos de capitais pode ser eficaz se orientar-se para que predominem as forças de médio prazo sobre as flutuações de curto prazo. Naturalmente, a regulação pressupõem custos microeconômicos, mas estes devem contrastar com os bene-

fícios sociais do ponto de vista da estabilidade macroeconômica, do investimento e do crescimento (Zahler, 1992).

A experiência recente na América Latina demonstrou dramaticamente que deixar sempre que o mercado determine o volume e a composição dos fluxos de capitais pode significar custos notavelmente elevados.

Seqüências coerentes

Com relação à seqüência das reformas, há agora certo consenso a respeito de que a abertura da conta de capital foi prematura e devia ter se postergado até que se houvessem consolidado outras reformas importantes e estabelecido os preços de equilíbrio. A lição que se aprende é que durante o ajuste, as contas de capital abertas (especialmente em períodos de oferta abundante de financiamento internacional) podem conduzir a uma intensificação da afluência de capitais com efeitos macroeconômicos e setoriais desestabilizadores (Edwards, 1984; Mckinnon, 1992).⁸

Em primeiro lugar, se os mercados financeiros internos ainda são pouco profundos e não competitivos, não poderão intermediar de forma eficiente um ressurgimento dos fluxos de capital, ameaçando dessa maneira a estabilidade dos próprios fluxos. Em segundo lugar, devem consolidar-se os parâmetros fiscais, já que sem uma base impositiva sólida e mecanismos fiscais flexíveis, as autoridades deverão depender em demasia das políticas monetárias para regular a macroeconomia nacional. Por último, já que parte da demanda agregada gerada pelos fluxos de capital se gasta inevitavelmente em bens não comerciáveis, quando a demanda efetiva se aproxima da fronteira produtiva, o preço relativo dos não-comercializáveis tende a aumentar. Isso, por sua vez, se reflete num incremento do déficit em conta-corrente. A revalorização real da taxa de câmbio pode obviamente distorcer a alocação dos recursos e o investimento, debilitando seriamente o objetivo estrutural de médio prazo que é penetrar nos mercados externos com novas exportações (Banco Mundial, 1993; CEPAL, 1995a).

Regulação seletiva flexível

A importância decisiva da estabilidade macroeconômica, juntamente com o preocupante volume dos mercados internacionais de capital em comparação com o tamanho muito mais reduzido das economias da América Latina, e as graves imperfeições que existem nesses mercados, podem tornar muito inconveniente um compromisso inflexível com uma conta de capital aberta permanentemente e de forma indiscriminada. Enquanto o movimento dos mercados depender em proporção significativa de participantes que se especializam no curto prazo, e os mercados nacionais de valores permanecerem pouco profundos, os riscos de grande instabilidade serão inerentes a essa nova modalidade de inserção externa. Na realidade, a recente experiência do México assinala novamente a conveniência de desestimular os ingressos elevados de capital financeiro de curto prazo e o seu acúmulo crescente. É importante destacar que recentemente instituições como o FMI (no seu informe de 1995 sobre *International Capital Markets*) e o Banco de Pagamentos

Internacionais (em seu *Informe Anual de 1995*), e em particular a recente reunião de presidentes do Grupo do Rio, reconheceram a conveniência de adotar medidas para desestimular ingressos excessivos de capitais de curto prazo, como parte de um projeto de manejo eficiente dos fluxos de capital.

Notas

1. Entre 1989 e 1993 a taxa LIBOR em dólares a 180 dias se reduziu de 9,3%, para 3,4%; as taxas de igual prazo no mercado monetário norte-americano caíram de 9,2% para 3% (FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*).
2. É interessante lembrar, primeiro, que a crise no México surgiu em 1982, depois de cortes de fluxos ocorridos anteriormente na Argentina e no Brasil. Segundo, que a explosão em 1994 no México equivale, em termos de duração do ciclo de auge financeiro, a que no ciclo dos anos 70 a crise houvesse emergido em 1980 ou, no máximo em 1981. É evidente que a intensidade dos desequilíbrios acumulados influi sobre a força e os custos do ajuste posterior. Nesse sentido, o surgimento do “efeito tequila” foi mais oportuno e contribuiu para que muitos PALS pusessem freio aos desequilíbrios em andamento em suas economias. Os ajustes no Brasil em 1995-96 constituem um bom exemplo.
3. A experiência do México é examinada, por exemplo, em Gurría (neste livro); Ros (1995); Sachs, Tornell e Velasco (1996a).
4. A deterioração da carteira não é um fenômeno exógeno. Entre outros, responde ao relaxamento dos modelos de supervisão preventiva (que foram estimulados pelas reformas neoliberais com sua fé cega na auto-regulação de qualquer mercado) e a uma grande expansão do crédito bancário (veja Sachs, Tornell e Velasco, 1996b).
5. A respeito do sistema de pensões, cabe observar que no biênio 1987-88 o México e o Chile tinham taxas semelhantes de poupança nacional. Nesse biênio o sistema privado de pensões já funcionava há sete anos no Chile. Em 1994 a taxa de poupança subira três pontos no Chile, enquanto a do México baixara quatro pontos (ver Uthoff e Titelman, 1996). Estes antecedentes sugerem que a diferença não é criada por um mecanismo que já existia no início dos anos 80, mas sim por diferenças registradas nos anos 90. As grandes diferenças na política econômica nos anos 90 entre o Chile e o México não se referem a reformas estruturais, como a comercial, ou na propriedade estatal ou no balanço fiscal, mas consistem no tratamento dos movimentos de capitais, na política cambial e na supervisão preventiva, ingredientes essenciais da situação macroeconômica.
6. Apesar do excesso de gasto em relação ao PIB, é provável que a capacidade produtiva fosse superior ao PIB efetivo, com uma subutilização do setor produtor dos importáveis. Assim, este pôde responder em 1995 à desvalorização real.
7. O PIB combinado da Argentina, Brasil, México, Peru e Uruguai (que representa 75% do PIB regional) teve retrocessos que foram em média de 2% por ano nos últimos quatro trimestres compreendidos entre abril de 1995 e março de 1996.
8. Segundo Mckinnon (1992, p. 117), “durante a liberalização se justifica a aplicação de controles rigorosos ao aumento repentino da entrada (ou saída) de capital de curto prazo”.

Referências bibliográficas

- BANCO MUNDIAL (1993), *Diez años despues de la crisis de la deuda*, Oficina Regional de América Latina y el Caribe, Washington, D.C., setembro.
- CALVO, G. , E. LEIDERMAN e REINHART,C. (1993), “Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors”, *IMF Staff Papers*, vol. 40, nº 1, março.
- ____ (1996), “Inflows of capital to developing countries in the 1990s”, *Journal of Economic Perspectives*, Spring.

- CEPAL (1995a), *Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, Naciones Unidas, Santiago.
- CEPAL (1995b), *Balance preliminar de la economía de América Latina y el Caribe, 1995*, Naciones Unidas, Santiago, dezembro.
- DEVLIN, R. (1989), *Debt and crisis in Latin America: the supply side of the story*, Princeton University Press, Princeton.
- DÍAZ-ALEJANDRO, C. (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, n° 1/2, setembro.
- EDWARDS, S. (1984), "The order of liberalization of the balance of payments. Should the current account be opened first?", *World Bank Staff Working Papers*, n° 710, Banco Mundial, Washington, D.C., dezembro.
- FANELLI, J. M. E FRENKEL, R. (1994), "Macroeconomic policies for the transition from stabilization to growth", in BRADFORD, C. (ed.). *The new paradigm of systemic competitiveness: toward more integrated policies in Latin America*, OECD Development Centre, Paris.
- MCKINNON, R. (1992), *The order of economic liberalization: financial control in the transition to a market economy*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- REISEN, H. (1993), "Efectos de las corrientes de capital sobre la base monetária", *Revista de la CEPAL*, n° 51, dezembro.
- ROS, J. (1995), "La crisis mexicana y la reforma de la política macroeconómica", *Pensamiento Iberoamericano*, n° 27, janeiro-junho.
- SACHS, J., TORNELL, A E VELASCO, A. (1996a), "The Mexican Peso crisis: sudden death or death foretold?", *Working Paper Series*, 5563, NBER, Cambridge, Maio.
- SACHS, J., TORNELL, A. E VELASCO, A. (1996b), "Financial crisis in emerging markets: the lessons from 1995", *Working Paper Series*, 5576, NBER, Cambridge, Maio.
- TURNER, PH. (1995), "Capital flows in Latin America: a new phase?", Bank for International Settlements, BIS, Basle.
- URRUTIA, M. (1995), "La cuenta de capital durante un proceso de liberalización económica", apresentado no seminário "Setenta años del Banco Central de Chile", Santiago, 21 de agosto.
- UTHOFF, A. E TITELMAN, D. (1996), "The relation between foreign and national savings under financial liberalization", trabalho apresentado no seminário "Capital flows and investment performance in Latin America", OCDE/CEPAL, Santiago, 20-21 de março.
- WILLIAMSON, J. (1992), "Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales", *Estudios ed economía*, vol. 19, n° 2, Universidad de Chile, Santiago.
- _____. (1996), *The crawling band as an exchange-rate regime: lessons from Israel, Chile and Colombia*, Institute for International Economics, Washington, D. C.
- ZAHLER, R. (1992), "Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales", *Revista de la CEPAL*, n° 48, Santiago.
- _____. (1995), "Conferencia inaugural del 70° Aniversario del Banco Central de Chile", *Boletín Mensual del Banco Central de Chile*, n° 810, Santiago, agosto.



RETOMADA DAS AFLUÊNCIAS DE CAPITAL PRIVADO
PARA A AMÉRICA LATINA:
O papel dos investidores norte-americanos¹

Roy Culpeper

Introdução

A década de 1980 foi a “década perdida” para os povos da América Latina, já que a dívida externa e a diminuição da atividade econômica acabaram reduzindo o nível de vida e solapando os anseios regionais por um futuro melhor. Apesar de nenhum país ter repudiado oficialmente a sua dívida, uma onda de inadimplência evidentemente manifestada pelos constantes atrasos dos devedores, inclusive de obrigações reprogramadas, deixaram os credores internacionais bastante receosos quanto à decisão de aumentar ou não o volume de empréstimos para a região. Diante disso, os principais credores privados, principalmente os bancos comerciais, optaram por reduzir os riscos que essa situação representava, cancelando os seus empréstimos, rejeitando o refinanciamento de linhas de crédito ou negando novos empréstimos a não ser que as antigas dívidas fossem saldadas.

A gravidade da crise da dívida, ao lado dos seus antecedentes históricos, deixou pessimista a maioria dos observadores em relação às possibilidades de uma retomada das afluências de capital privado para a América Latina no final da década de 1980. Era predominante a idéia de que as regiões fortemente endividadadas deveriam depender, em um futuro previsível, principalmente de afluências financeiras oficiais, como as que são oferecidas pelos bancos multilaterais de desenvolvimento.

No final da década, entretanto, as afluências de capital privado para a América Latina foram retomadas. Isso surpreendeu os observadores, inclusive dos países receptores, tanto pelo seu volume quanto pela sua composição.

O presente trabalho visa examinar uma das principais regiões de origem dos fluxos de capital, isto é, a América do Norte, sobretudo os Estados Unidos. Abordaremos, entre outras, as seguintes questões: Qual a magnitude das afluências de fundos entre as regiões? Qual a composição dessas afluências (emissões de bônus, compras líquidas de ações, investimento externo direto, empréstimos bancários)? Como explicar a repentina mudança no comportamento dos investidores e credores da América do Norte perante uma região que até há pouco evitavam? Que tipo de papel desempenha a estrutura tributária e reguladora da América do Norte quanto à inibição ou incentivo dessas afluências? Por fim, quais as perspectivas de novas afluências entre a América do Norte e a América Latina?

Este trabalho é dividido da seguinte forma. Na primeira parte, examina-se a história da América do Norte (leia-se EUA e Canadá) no mercado mundial de capitais. Em seguida,

analisam-se os acontecimentos nos mercados financeiros de 1980 em diante. Na terceira parte, estuda-se o papel do mercado americano de capitais (leia-se EUA) na atual retomada das afluências de carteira dirigidas à América Latina. Finalmente, na última parte, é estudado o papel do investimento externo direto dos EUA.

A América do Norte no mercado mundial de capitais: panorama histórico

Não existe nada de novo acerca das afluências internacionais de capitais. De fato, antigamente eram maiores em relação ao tamanho da economia mundial.² Segundo estimativas, as afluências internacionais durante o período de 1880 a 1914 foram, em termos relativos, três vezes maiores do que na década de 1980 (Eichengreen, 1991).

Que os prestamistas internacionais sofrem de amnésia é uma interessante conclusão tirada da pesquisa histórica. Na década de 1970, por exemplo, os bancos que concediam empréstimos à América Latina passavam por cima do fato de que durante vários períodos anteriores de grande atividade creditícia, como na década de 1920, foram prejudicados com a inadimplência generalizada dos próprios devedores da América Latina e de outros lugares. Além disso, não há suficientes indícios que provem que os credores aplicavam punições aos devedores inadimplentes ou que davam prêmios aos que cumprissem com suas obrigações financeiras, impedindo-lhes ou não o acesso ao mercado de capitais.

Existem, contudo, provas de que todos os devedores (quer adimplentes, como a Argentina, quer inadimplentes) tiveram limitado o acesso ao mercado de capitais do setor privado da década de 1930 até o final da década de 1960 (Eichengreen, 1991). Isso significa que, no mesmo plano de circunstâncias, para um devedor tinha mais sentido decidir pela inadimplência ou declarar moratória conciliadora em tempos de dificuldades do que ter que passar apuros e fazer de tudo para pôr em dia o serviço da sua dívida.

No decorrer do tempo, a forma e a composição do mercado internacional de capitais, assim como o destino das afluências de capitais, foram mudando radicalmente. Alguns devedores tornaram-se, por direito próprio, prestamistas. A América do Norte, que, nesse contexto, refere-se apenas ao Canadá e aos EUA, era devedora líquida em relação ao resto do mundo antes de 1914. Nesse ano, os EUA representavam 8% do capital credor global mas 15,5% dos saldos devedores brutos do mundo.

A situação mudou radicalmente no período entreguerras, pelo menos para o caso dos EUA. Na década de 1920, os EUA tornam-se um credor líquido em grande escala e Nova York passa a ser o centro do financiamento internacional até a crise de 1929 (o Canadá mantém-se devedor líquido).

A nova ordem econômica mundial do pós-guerra foi estabelecida em um clima de pessimismo gerado pela crise econômica, em Bretton Woods (EUA), tendo os EUA e o Reino Unido como os principais promotores. A nova ordem baseava-se na premissa de que as correntes internacionais de capital privado eram não só improváveis mas indesejáveis em enormes quantidades, já que teriam como consequência a instabilidade e a perda do controle das políticas econômicas internas (Bryant, 1987).³ A partir daí foram estruturados o FMI (Fundo Monetário Internacional) e o Banco Mundial com o intuito de aumentar a

estabilidade, a capacidade de previsão e a presença do setor público no mercado internacional de capitais. Em 1945, como o Convênio Constitutivo do FMI ainda aponta, o mundo não se opunha às restrições às afluências internacionais de capitais pelos Estados-nações.

Para poder determinar como e por que foram retomadas as afluências privadas para o resto do mundo durante e depois da década de 1960, é preciso entender a maneira como os mercados internos de capital da América do Norte e da Europa evoluíram. A base do mercado de capitais do pós-guerra na América do Norte foi estabelecida durante o período da Grande Depressão. As quebras generalizadas do sistema bancário criaram enorme confusão ao minarem a confiança que o cidadão comum tinha nos bancos.

O colapso do sistema bancário, por sua vez, aprofundou e prolongou a contração da atividade econômica. A generalizada inadimplência dos devedores internacionais da América Latina e de outras regiões aumentaram os problemas financeiros, já que criaram incertezas e produziram perdas aos contabilistas de bônus. Esses acontecimentos levaram o governo e o Congresso americanos à implementação de medidas radicais, como o *New Deal* (nova ordem econômica e social), com o intuito de fortalecer o sistema bancário e financeiro.

Inicialmente as leis federais sobre valores da década de 1930 tentaram criar um “guarda-fogo” entre os bancos e o resto do setor financeiro. A legislação sobre valores tinha dois objetivos. Em primeiro lugar, formar uma rede de segurança para os bancos a fim de ajudá-los a se protegerem contra a insolvência generalizada durante períodos futuros de contração econômica. Para tanto foram criados planos de seguros com o apoio do Estado para os depositantes. Foram impostos ainda limites às taxas de juros que os bancos poderiam oferecer aos depositantes através do “regulamento Q”.

Anteriormente, a lei McFadden (1928) tinha proibido filiais bancárias interestaduais com o intuito de proteger os estados menores e os bancos de apenas uma filial contra a concorrência dos bancos com sede nas grandes cidades. Essas medidas acabaram aumentando a rentabilidade dos bancos menores. Além disso, o sistema da Reserva Federal, que tinha sido criado como agrupamento livre de bancos regionais de compensação, foi transformado em um verdadeiro banco central com poderes para controlar as reservas, criar liquidez e atuar como prestamista de última instância.

A legislação sobre valores tinha, no entanto, um segundo objetivo que consistia em pôr fim às transações baseadas em informação privilegiada que tanto elevaram os preços das ações no aumento imprevisto dos preços que acarretou a crise de 1929. Dessa forma ela tentou acabar com a manipulação no mercado dos preços das ações e dos bônus, fazendo com que os bancos abandonassem as atividades relacionadas com a garantia, transação e a corretagem de valores empresariais. Em 1934 foi promulgada a lei sobre bolsas de valores que formou a Comissão de Bolsa e Valores (Securities and Exchange Commission — SEC), órgão federal que estabeleceu normas para a divulgação pública de informações a respeito da situação financeira e do gerenciamento de empresas cujos valores são oferecidos nas bolsas do país. Paralelamente, a SEC deu início à regulamentação do comportamento em matéria de transações nas bolsas de valores, com atribuições para deter os que cometessem abusos tais como juros incompatíveis, manipulação dos preços e uso de informação privilegiada (Pierce, 1991).

A conformação e a estrutura do mercado de capitais interno dos EUA que emergiu da Depressão criaram as circunstâncias para uma significativa relação entre os EUA enquanto exportadores de capitais e os países em desenvolvimento importadores de capitais durante o recente período pós-bélico de 1990. Por um lado, o mercado de bônus estava de uma forma ou de outra fechado para os mutuários dos países subdesenvolvidos. Os detentores de bônus foram castigados pela inadimplência ocorrida durante a Depressão, e a liquidação das demandas pendentes se prolongou em alguns casos até a década de 1960. Além disso, até há pouco os requisitos para fazer parte da SEC, que foram implementados para proteger os investidores contra os bônus de alto risco, serviram como “barreira para o ingresso” dos emitentes de bônus dos países em desenvolvimento.⁴

A tarefa de fornecer capital privado aos os países em desenvolvimento durante os primeiros vinte anos do pós-guerra ficou basicamente em mãos dos prestamistas oficiais, como o Banco Mundial e o Banco Interamericano de Desenvolvimento, estabelecido este último em 1959. Os prestamistas e investidores privados evitaram os mercados dos países em desenvolvimento. Depois de longo tempo, o vazio das afluências privadas foi preenchido, inicialmente, mediante a retomada do investimento externo direto e, em seguida, pelos empréstimos do sistema bancário (o investimento externo direto será analisado mais adiante). A história de por que os bancos chegaram a desempenhar um papel tão predominante nas correntes internacionais de capitais é fato que chama a atenção e deve ser relacionado com a evolução dos bancos após a Depressão.

As reformas do *New Deal* e um período incomumente longo de crescimento e estabilidade econômica durante duas décadas após a Segunda Guerra Mundial criaram a impressão de que os bancos se haviam tornado permanentemente seguros e imunes às falências (Pierce, 1991). Entretanto, ocorriam nos mercados financeiros dos EUA vários acontecimentos que ameaçaram a rentabilidade do setor bancário, obrigando-o a realizar atividades creditícias de alto risco (entre elas os empréstimos aos países em desenvolvimento) que não eram tradicionalmente exclusividade dos bancos comerciais.

Um clima inflacionário, provocado pela arrecadação de fundos (com financiamento via déficit orçamentário) para a Guerra do Vietnã, acabou apressando essas mudanças a partir da metade da década de 1960. O Banco Central norte-americano aumentou irremediavelmente as taxas de juros em 1966 com o intuito de frear o excesso de demanda. No entanto, alguns depositantes retiraram fundos com o objetivo de aproveitar as taxas mais altas sobre os bônus do Tesouro e outros instrumentos do mercado. E isso aconteceu devido ao limite máximo aplicado às taxas de juros sobre os depósitos. Portanto, tornou-se difícil para os bancos satisfazer à demanda de empréstimos dos seus clientes comerciais, o que acabou acarretando uma forte restrição ao crédito.

Como resultado disso, os devedores comerciais começaram a recorrer ao mercado diretamente, vendendo títulos de alta liquidez e de curto prazo e oferecendo taxas de juros competitivas aos investidores e governos locais. O chamado mercado de “papéis comerciais” cresce 50% em 1966 e, em 1969, amplia-se em 250% em relação a 1965. Dessa maneira começa a tendência à “desintermediação”, ou seja, os devedores têm acesso aos que poupam diretamente sem a mediação dos bancos que recebem os depósitos (Pierce, 1991).

Para evitar perdas de depósitos, os próprios bancos recorreram aos mercados financeiros de curto prazo no final da década de 1960, criando os CDN (certificados de depósito

negociáveis) em oposição aos papéis comerciais. No entanto, os bancos estavam ainda restringidos pelos limites máximos aplicados às taxas de juros, de modo que não podiam oferecer taxas competitivas sobre os CDN no momento em que os níveis do mercado ultrapassassem os limites. Esse fato, entretanto, marcou o começo da “gestão do passivo”, isto é, em vez de ficar dependendo tranqüilamente dos depósitos para obter fundos para empréstimos, os bancos começaram a procurá-los ativamente e a consegui-los como empréstimos no mercado.

O “guarda-fogo” entre os bancos e os mercados financeiros dos EUA começava a desabar. Os reguladores americanos fizeram de tudo para mantê-los separados durante os períodos de limites máximos aplicados às taxas de juros sobre os depósitos bancários, com a esperança de que estas restringissem os custos bancários, mantivessem a rentabilidade e dispensassem a necessidade de conceder empréstimos de alto risco. No entanto, como os depositantes desistiram de optar pelos instrumentos de maior rendimento, isso acabou transformando-se mais numa desvantagem do que numa vantagem. Os bancos tentaram evitar os limites máximos.

Não podiam ser impostos limites às taxas de juros nos mercados *offshore*, de modo que, no final da década de 1960, os bancos procuraram os fundos de que precisavam oferecendo CDNs nos mercados nascentes de eurodólares ancorados em Londres. Além disso, os grandes bancos formaram “sociedades de controle” (holdings) em nível nacional, que tecnicamente não eram bancos mas podiam emitir CDNs não-sujeitos aos limites das taxas de juros. A informatização em grande escala precipitou esses acontecimentos e facilitou a padronização dos procedimentos de todo tipo de empréstimos e a redução dos custos de todos os operadores dos mercados financeiros, bancos e instituições não-bancárias.

Portanto, ao se produzir a primeira crise nos preços do petróleo (1973-74), os bancos se encontravam numa situação favorável, a ponto de absorver o excesso de liquidez internacional em forma de petrodólares, que fluíam em grandes quantidades dos países exportadores de petróleo para os euromercados. Na nova era de gestão do passivo, os bancos podiam lançar emissões de CDNs nos euromercados, oferecendo aos poupadores investimentos financeiros de alta liquidez e segurança. Os bancos serviram-se do montante desses créditos para conceder empréstimos aos devedores dos países subdesenvolvidos, muitos dos quais haviam sofrido fortes déficits na balança de pagamentos por causa da crise nos preços do petróleo.

Como se sabe hoje, esse comportamento dos bancos foi incentivado no mundo inteiro pelos funcionários governamentais e organismos internacionais como o FMI. Parecia ser urgente sanear os desequilíbrios na balança de pagamentos provocados pelas duas crises nos preços do petróleo na década de 1970, reciclando os excedentes dos petrodólares em direção aos países deficitários. Os bancos comerciais estiveram à altura das circunstâncias. É peculiar a natureza da maioria dos empréstimos no que tange aos bancos: créditos garantidos pelo Estado com objetivos gerais e inseguros para apoiar a balança de pagamentos, bem diferentes dos créditos bancários comuns, vinculados comercialmente e garantidos.

Outro acontecimento decisivo que rompe as barreiras entre os bancos e o resto do setor financeiro dos EUA foi a chegada dos fundos de investimento do mercado monetário (*money market mutual funds*) na década de 1970 como intermediários da captação de depósitos. Tecnicamente, esses instrumentos oferecem ações para o público num fundo que in-

veste em valores de alto rendimento e baixo risco, como os bônus do Tesouro, os CDNs e os efeitos comerciais. Na prática, as ações são usadas como contas correntes bastante semelhantes aos depósitos à vista que obtenham juros. Com o tempo, a forte concorrência pelos depósitos dos fundos de investimento acabou levando os bancos a pressionarem para que fossem adotadas as contas correntes com juros e desativado efetivamente o Regulamento Q em 1982 (Litan, 1991).

No entanto essa concorrência só cresceu no final da década de 1970 e começo da de 1980. Somado à intensificação da gestão do passivo, o resultado foi um espetacular aumento do ativo e da concorrência que visava atrair devedores. Dessa forma, os bancos viram-se acuados pela concorrência em ambas as partes dos seus balanços globais: em relação tanto ao passivo (fundos adquiridos via empréstimo, inclusive os depósitos) quanto ao ativo (empréstimos). A disputa pelos clientes tornou-se uma espécie de folia de empréstimos domésticos para setores como energia e agricultura (devido à alta dos produtos básicos e aos preços da energia) e bens de raiz. No cenário internacional, houve um novo ressurgimento de créditos concedidos à América Latina e outros países subdesenvolvidos depois de 1979 concomitantemente à segunda crise dos preços do petróleo. Os créditos internacionais eram considerados pelos bancos como parte de uma estratégia de diversificação da carteira. Entretanto, a inexistência de um sistema regulador internacional provocou um excesso de empréstimos bancários em alguns países e uma insuficiente preocupação com os riscos. Ambos os fatores invertem-se radicalmente na década de 1980, quando os bancos suspendem de forma imprevista os seus empréstimos e mostram-se receosos diante de qualquer risco (Devlin, 1989).

Acontecimentos nos mercados financeiros de 1980 em diante

Sabe-se perfeitamente o que aconteceu após a crise da dívida de 1982, provocada pelas altas taxas de juros e pela recessão nos países da OCDE (Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico). A crise da dívida, sobretudo inicialmente, parecia ameaçar a solvência do sistema bancário dos EUA, embora jamais se tenha traduzido na insolvência de nenhum banco americano em particular.

De fato, o rápido aumento do número de falências dos bancos americanos durante a década de 1980 deveu-se antes de mais nada aos créditos que concederam aos devedores nacionais em crise (da agricultura, energia e urbanização), todos vítimas da queda dos preços na segunda metade dessa década. Em 1989, a parcela do ativo dos bancos dos EUA destinada aos empréstimos de bens de raiz subia para 37% (FMI, 1991). Além disso, uma porcentagem crescente das carteiras de empréstimos dos maiores bancos estava concentrada em transações internas de risco, como as compras de empresas com fundos tomados de empréstimo. Em 1990, mais de 35% dos empréstimos comerciais nacionais dos bancos estabelecidos nas principais praças financeiras davam apoio a esse tipo de operações (FMI, 1993a). As perdas totais dos bancos falidos nos anos seguintes eram calculadas entre US\$ 15 bilhões e US\$ 88 bilhões e estavam centradas em aproximadamente US\$ 30 bilhões. Essas perdas correspondiam basicamente aos bancos maiores, já que suas carteiras de em-

préstimos são de maior risco, apesar de não estarem melhor capitalizados do que os bancos menores (FMI, 1993a: 19).⁵ Em contraposição, os bancos jamais estiveram tão vulneráveis à inadimplência dos devedores do Terceiro Mundo como estavam em relação aos devedores do seu próprio país. Quando estourou a crise da dívida de 1982, o montante dos empréstimos dos bancos dos EUA, concedidos e pendentes, aos países em desenvolvimento estava por volta de 11% do ativo total. A partir daí esse percentual diminuiu gradativamente por causa da liquidação dos empréstimos aos países em desenvolvimento e de uma rápida acumulação de empréstimos concedidos aos setores nacionais. Os problemas das carteiras de empréstimos dos bancos correspondentes aos países em desenvolvimento surgiram alguns anos antes das dificuldades que os seus empréstimos aos devedores nacionais tiveram que enfrentar. Assim, ficou mais fácil para os bancos tomar medidas corretivas com o intuito de proteger a si próprios (por exemplo, por meio de reservas para compensar as perdas dos empréstimos) durante os anos de auge (de meados até o final da década de 1980) e de reduzir o montante dos empréstimos vigentes no exterior em favor dos clientes nacionais.

Um conjunto de rápidas e profundas mudanças continuou abalando os mercados financeiros dos EUA durante a década de 1980. De uma forma ou de outra, desaparece a ordem financeira do pós-guerra criada pelas reformas do *New Deal* a partir da confusão do período da Depressão. A situação privilegiada vivida pelos bancos desmoronava com a tecnologia e as forças da concorrência. Os problemas que afetaram as instituições captadoras de depósitos (bancos e associações de poupança e empréstimos ou “caixas de poupança”) ilustram bem o dilema que esses intermediários, outrora base sólida do setor financeiro, tiveram que enfrentar. Apesar da era da gestão do passivo, os bancos e as caixas de poupança ainda dependem parcialmente dos depósitos para o seu financiamento. Além disso, os seus principais ativos, isto é, os empréstimos comerciais e as hipotecas feitos segundo seu potencial, não têm liquidez. Os empréstimos bancários, pela sua própria natureza, são ativos de longo prazo e, diferentemente de outros ativos financeiros, geralmente não são comerciáveis nos mercados secundários. Isso dá significativa flexibilidade às carteiras de ativos dos bancos.

A tecnologia e as forças do mercado conspiraram para a revogação da eficácia dos bancos e das caixas de poupança na sua própria atividade por meio da inovação das operações de empréstimos e do processo de conversão de ativos financeiros em valores ou “titularização” (*securitization*). Como sugere o próprio conceito, o produto final dessa inovação financeira é geralmente um ativo financeiro que pode ser negociado nos mercados secundários. Os investidores que compram valores comerciáveis gozam de um grau de liquidez ao qual os bancos que aplicam em empréstimos não têm acesso. A “titularização” foi originada nos mercados financeiros dos EUA quando os organismos federais fizeram um fundo comum de hipotecas e as venderam aos investidores em forma de certificados garantidos pelos empréstimos implícitos. Essa prática foi ampliada posteriormente pelos credores privados — como a GMAC (General Motors Acceptance Corporation) e a G. E. Capital — ao crédito dos consumidores. A capacidade de vender esses ativos para os investidores permite ao credor conceder créditos a um fundo comum de devedores maior, aumentando, assim, sua capacidade creditícia significativamente. Conseqüentemente, o capital próprio das instituições de crédito para o consumo, como a GMAC, era maior que o de qual-

quer banco dos EUA, com exceção do Citicorp. De fato, em 1990 os ativos da GMAC ultrapassavam os de todos os bancos, exceto os dos maiores (Litan, 1991).

Os bancos reagiram decididamente perante o desafio da “titularização” durante a crise da dívida do Terceiro Mundo. Com efeito, os agentes de valores de investimento organizaram por volta de 1985 um mercado secundário de empréstimos bancários para países em desenvolvimento. Esses agentes acharam quem comprasse os bancos que desejavam desfazer-se das suas carteiras de dívida do Terceiro Mundo ou trocar partes delas (os compradores eram com frequência especuladores ou agentes de conversão da dívida em capital). Embora no decorrer do tempo tenham sido publicados os preços das ofertas, tratava-se, antes de mais nada, de um mercado de “necessidade” ou de “urgência” fortemente influenciado pelas grandes transações individuais. No começo foi um mercado pouco ativo porém o fato de terceiras pessoas poderem comprar e vender empréstimos bancários significou uma importante transição para a “titularização” dos ativos bancários.

Finalmente, parte dos saldos pendentes dos empréstimos bancários aos países subdesenvolvidos foi “titularizada” por meio das conversões das dívidas e do Plano Brady. Esse plano consistia numa conversão negociada da dívida em bônus sob o patrocínio de organismos oficiais como o FMI, o Banco Mundial e o Departamento do Tesouro dos Estados Unidos. Em meados de 1993, oito países devedores tinham conseguido acordos com os seus bancos credores, o que resultou na conversão das suas dívidas bancárias em bônus, reduzindo, assim, o montante principal ou os custos por conta de juros. Dos oito devedores, seis eram da América Latina: Argentina, Bolívia, Costa Rica, México, Uruguai e Venezuela.

Outras conversões da dívida não contaram com o aval oficial, tendo o mercado secundário como o espaço por excelência para efetuar os empréstimos bancários. Nessas operações participaram compradores de dívida bancária com desconto que negociaram ao lado dos países devedores com o intuito de transformar os seus valores em capital de carteira, dívida local ou compra de ativos reais. A privatização das empresas estatais tornou-se um importante meio de conversão da dívida bancária em direitos sobre ativos reais no México, no Chile e na Argentina. Quando os compradores eram investidores estrangeiros, como acontecia quase sempre, essas conversões de dívida em capital tornavam-se também um dos principais canais do investimento externo direto. O mercado secundário cresceu significativamente e o seu volume de negócios, inclusive o Bônus Brady e os novos instrumentos, foi calculado em US\$ 200 bilhões para 1991 e em até US\$ 500 bilhões para 1992 (FMI, 1993b).

No entanto, definitivamente, o Plano Brady e a conversão dos créditos bancários em outros ativos representaram variações de opções mediante as quais os bancos podiam “abandonar” as suas posições nos países em desenvolvimento. O verdadeiro significado da “titularização” e da conversão da dívida bancária é o fato de terem preparado o caminho de volta para os devedores dos países subdesenvolvidos rumo aos mercados tanto de bônus internacionais quanto de outro tipo. Os Bônus Brady permitiram estabelecer uma presença nos mercados internacionais sem a necessidade de passar pelo processo convencional das ofertas públicas. Uma vez alcançada essa ponta de lança financeira, só restou aos devedores conseguir o acesso aos mercados de capitais pelas vias mais tradicionais.

Os agudos problemas relacionados com os serviços da dívida durante a década de 1980 colocam fim à vontade e à capacidade dos bancos de continuarem emprestando aos países em desenvolvimento. Em 1987, as fortes reservas para cobrir empréstimos não-

reembolsados eram um reconhecimento formal da natureza duvidosa de boa parte do financiamento destinado ao Terceiro Mundo. A desmotivação para conceder empréstimos foi reafirmada, em 1989, pelos acordos de Basileia referentes aos requisitos do capital bancário. Esses requisitos exigiam dos bancos que mantivessem uma relação capital-ativos de 8% dos seus ativos no Terceiro Mundo, isto é, muito mais alta do que a predominante na maioria dos bancos. Com a retirada dos bancos, que tinham sido as principais fontes do capital externo, pensava-se que os devedores dos países em desenvolvimento provavelmente dependeriam em grande medida dos credores oficiais, como os bancos multilaterais, em um futuro previsível. Essa idéia foi generalizada, como no período imediato ao pós-guerra, no final da década de 1980 (Banco Mundial, 1991).

Afluências de fundos recentes para a América Latina: o papel do mercado de capitais dos EUA

Já foi citado o aumento dos fundos de investimento do mercado monetário, ou fundos mútuos, que houve na década de 1970. Nos anos seguintes, a tendência à institucionalização do investimento teve continuidade sob a administração de fundos mútuos, fundos de pensões e companhias de seguros de vida. Por causa das mudanças demográficas (o envelhecimento da geração que surgiu do “auge dos nascimentos” e se traduz numa acumulação de fundos de pensões e de seguros de vida) e das preferências dos investidores por uma gestão profissional de suas carteiras, uma parcela cada vez maior de ativos financeiros familiares acabou sendo administrada por essas “instituições coletivas de investimento” (Quadro 1).

Quadro 1

Crescimento dos investidores institucionais (ativos financeiros coletivos como porcentagem dos ativos familiares)

	1980	1985	1990
Estados Unidos	20,0	26,0	31,2
Japão	15,6	20,2	26,4
Alemanha	22,6	29,0	35,1
França	10,6	23,6	36,3
Reino Unido	41,5	53,1	58,6
Canadá	20,4	24,9	29,7

Fonte: OECD (1993), p. 2.

Os ativos de fundos mútuos por si só tiveram um crescimento espectacular a partir de 1980. Em 1987 existiam cerca de dois mil fundos nos EUA, passando para mais do dobro, quatro mil e duzentos, em junho de 1993. Naquele momento, os fundos eram cotados duas vezes mais do que as ações na Bolsa de Valores de Nova York e os ativos em fundos

mútuos, no valor de US\$ 1,8 trilhão, eram tão volumosos quanto os depósitos nos bancos comerciais.

Outro fato relevante aconteceu na estrutura dos planos de pensões. Em toda a América do Norte existem duas dinâmicas: um notável distanciamento dos planos de pensões de “benefícios definidos”, que estipulam o nível de benefícios de pensão que devem ser pagos com ativos de pensão acumulativos, e uma aproximação de planos de “contribuição definida”. Ao segundo tipo de planos — que estipulam somente o valor das contribuições acumulativas, em que estão incluídos os lucros de capital e os ingressos reinvestidos — foi dada a condição de contribuinte tributário privilegiado nos EUA e Canadá. Já que estes concedem freqüentemente aos beneficiários a possibilidade de escolher entre os instrumentos de investimento, também dão o seu apoio ao crescimento dos fundos mútuos e outros investimentos de carteira que oferecem diversificação. Na medida em que esses fundos iam proliferando, muitos começavam a oferecer investimentos especializados — por exemplo, em valores internacionais. O número de fundos internacionais aumentou 80% de 1990 a 1993 (*The Economist*, 14 de agosto de 1993).

No entanto outros fatos relevantes ocorreram durante a década de 1980 que transformaram as perspectivas econômicas de muitos devedores da América Latina e permitiram o acesso destes aos mercados de capital em desenvolvimento na América do Norte e outras regiões. Essas mudanças ocorreram, por um lado, em virtude das reformas econômicas implementadas pelas instituições multilaterais na década citada e, por outro, mediante negociações com bancos e credores oficiais no Clube de Paris. As reformas se traduziram na venda de empresas produtivas por parte dos governos.

As reformas econômicas provocaram uma mudança radical no clima para o investimento externo. Em 1990 um novo tipo de investidor de carteira dos EUA, ao examinar os riscos e a rentabilidade inerentes aos mercados latino-americanos, considerava-os bastante atraentes. Essa impressão diferia da dos bancos comerciais de até há alguns anos, quando os principais devedores desses países eram governos e, portanto, acuados pelos problemas relativos aos serviços da dívida. Além do que, uma recessão cada vez mais profunda, ao lado da queda das taxas de juros dos EUA e outros países industrializados, tornaram os investimentos nesses mercados menos atraentes em relação às oportunidades dos mercados emergentes da América Latina (Culpeper e Griffith-Jones, 1992; Calvo, Leiderman e Reinhardt, 1993).

De 1989 em diante, o ressurgimento da afluência de capitais assume três formas principais, na seguinte ordem: investimento externo direto (analisado mais adiante), compras de bônus e afluências de capital acionário de carteira (Quadro 2). As afluências para a América Latina apresentam características semelhantes (Quadro 3). Em seguida serão analisados os percentuais correspondentes à carteira (bônus e capital social).

Emissão de bônus

Houve uma forte recuperação dos devedores dos países subdesenvolvidos no mercado internacional de bônus depois de 1989, especialmente nas Américas. O México e, em grau menor, o Brasil estiveram à frente dessa recuperação.

Quadro 2
Afluência de capitais para os países em desenvolvimento, 1989-1992
(em milhões de US\$)

	1989	1990	1991	1992
Correntes de investimento estrangeiro direto	28 644	31 345	38 768	40 000 ^a
Bônus	5 487	6 164	12 527	23 574
Capital acionário de carteira ^b	—	1 262	5 442	9 391

^a Estimativa.

^b Apenas novas emissões; as compras secundárias são adicionais.

Fonte: IED: ONU (1993); *Bonds and equity*: FMI (1993).

Quadro 3
Afluência de capitais para a América Latina, 1989-1992
(em milhões de US\$)

	1989	1990	1991	1992
Correntes de investimento estrangeiro direto	8 326	9 950	15 235	16 000 ^a
Bônus	833	2 589	6 832	12 272
Capital acionário de carteira ^b	—	98	4 120	4 195

^a Estimativa.

^b Apenas novas emissões.

Fonte: Como no Quadro 2 acima.

Quadro 4
Emissões internacionais de bônus pelos países em desenvolvimento
(em milhões de US\$)

	1989	1990	1991	Primeira Metade	
				1992	1993
Países em desenvolvimento	5 487	6 164	12 527	23 574	21 218
Ásia	1 601	1 630	3 099	6 014	4 930
América Latina	833	2 589	6 832	12 272	11 167
Argentina		21	795	1 570	941
Brasil			1,837	3 655	2 962
Chile			200		333
México	570	2 306	3 373	5 916	5 932

Fonte: FMI (1993), Quadro 7.

Por que os mercados de bônus se recuperaram de forma tão espetacular e o ressurgimento favoreceu especialmente os devedores da América Latina? Certamente, o Plano Brady, nos casos do México e da Argentina, é, em parte, responsável por isso, já que ajudou na preparação do caminho para o reingresso desses dois devedores nos mercados de bônus. Mas isso não explica o reingresso do Brasil, visto que esse país não tinha conseguido ainda, em outubro de 1993, um acordo de reestruturação da sua dívida (um "Programa Brady") com os bancos credores.

Podemos tentar explicar a reativação das afluições de bônus examinando o comportamento dos investidores que aplicam em bônus. Porém não é fácil discernir a fonte ou a origem do financiamento via bônus utilizando dados correspondentes ao "lado da demanda", isto é, sobre os países que emitem bônus e os mercados de emissão. Particularmente, torna-se difícil determinar a participação dos investidores ou residentes dos EUA nas afluições de financiamento via bônus a partir desses dados. Na verdade, não é nada fácil desmembrar as fontes de financiamento, especialmente nos mercados internacionais, ou euromercados, que são em volume muito maior que o dos mercados nacionais. A partir de 1990, esses mercados absorveram de três até cinco vezes o volume das emissões estrangeiras de bônus oferecidas nos principais mercados internos dos EUA, Japão, Europa e outros lugares (Quadro 5). Paralelamente, a denominação monetária das ofertas no mercado internacional revela pouco acerca da nacionalidade do comprador de bônus. Grande parte dos investidores que compram eurobônus em dólares dos EUA não são necessariamente residentes ou cidadãos desse país; provavelmente são, porém, investidores internacionais que mantêm as suas carteiras diversificadas em ativos fixados em diversas moedas.

Quadro 5
Ofertas internacionais e estrangeiras de bônus, 1990-1992
(em bilhões de US\$)

	1990	1991	1992
Emissões internacionais (euromercado)	180,1	248,5	276,1
Dólar dos Estados Unidos	70,0	76,9	103,2
Marco alemão	18,3	19,9	33,8
Iene	22,8	35,7	33,7
Emissões estrangeiras (nos mercados internos)	49,8	49,1	57,6
Estados Unidos	9,9	12,9	23,2
Suíça	23,2	20,2	18,1
Japão	7,9	5,2	7,4

Fonte: OCDE (1993), Quadro 1, p. 113.

Nesse sentido, apesar de mais de um terço das emissões de bônus internacionais dos últimos anos ter sido estabelecida em dólares americanos, isso não corresponde necessariamente à quantidade de investidores dos EUA. Com efeito, segundo estimativas, apenas 15%

de um eurobônus em dólar americano emitido para devedores latino-americanos são subscritos pelos investidores americanos, enquanto 55% são comprados pelos europeus, 20% pelos latino-americanos e os 10% restantes pelos japoneses e demais investidores (Fedder e Mukherjee, 1992). Esses dados certamente subestimam a participação dos investidores americanos. No entanto, boa parcela das afluências de financiamento via bônus para a América Latina parece ser originária da Europa e do capital em fuga dos investidores latino-americanos.

Os investidores dos mercados nacionais de bônus nacionais, por outro lado, podem ser vistos como residentes, de modo geral. Assim, são predominantemente os residentes dos EUA que investem no mercado americano de bônus. Calcula-se que em 1990 esse mercado havia movimentado até US\$ 150 bilhões para os emissores de bônus. A maioria dos emitentes do mercado americano é, por sua vez, residente no país. As emissões de bônus externos nesse mercado, mais conhecido por “mercado ianque”, representaram aproximadamente 10% do total e, até a década de 1990, os devedores dos países subdesenvolvidos representaram tradicionalmente uma pequena parcela de no máximo 10% das emissões externas ou 1% do total (Fedder e Mukherjee, 1992). Como foi mencionado acima, os rigorosos requisitos para o ingresso na SEC tornaram-se um fator que limitou fortemente a atuação dos emitentes dos países subdesenvolvidos nesse mercado até o ano de 1989. Nesse ano, a SEC adota a lei 144a (assunto tratado mais adiante), que libera o seu acesso apenas para o setor de colocação privada do mercado americano sem isentar os emitentes dos rígidos requisitos de divulgação financeira para o cadastro no mercado cotado pela bolsa, que é o de maior volume.

Embora os dados relativos ao “lado da demanda” não sejam úteis para confirmar a origem do financiamento de ofertas de bônus ou a participação dos investidores dos EUA, podem ser identificados alguns indícios das fontes de financiamento se usarmos dados relativos ao “lado da oferta”. Estudos recentes sobre investimentos de carteira nos EUA apontam as companhias de seguros como uma fonte institucional importante de investimentos em bônus naquele país (em 1992 os bônus representavam 60% do ativo dessas instituições). Afirma-se que em 1992 os bônus externos representavam 3,7% dos seus ativos totais, isto é, US\$ 1,6 trilhão. As companhias de seguros dos EUA estão sujeitas a restrições sobre a composição das suas carteiras de investimento dependendo do estado em que se situem. Por exemplo, no estado de Nova York, o teto da porcentagem de ativos externos é de 6%. Além do mais, existem outras restrições aplicadas aos investimentos em valores externos que estão classificados abaixo da categoria de investimento pela associação de companhias dessa atividade (Chuan, 1993). Uma vez que até hoje poucos emitentes da América Latina têm sido classificados na categoria de investimento, as aplicações em bônus latino-americanos são limitadas a uma pequena parcela das carteiras das companhias de seguros.

Dados do Departamento do Tesouro dos Estados Unidos (Quadro 6) fornecem novas provas que apontam a participação relativa dos investidores americanos. No entanto, esses dados incluem tanto as emissões novas e as compras nos mercados secundários quanto as vendas de valores externos. Referem-se ainda às transações do mercado americano, mas sem tocar na questão da nacionalidade dos agentes. Portanto, os compradores finais

dos bônus da América Latina emitidos no mercado americano podiam incluir investidores latino-americanos, europeus e japoneses.

Quadro 6
Vendas de bônus a longo prazo por estrangeiros nos Estados Unidos
(em milhões de US\$)

	1991	1992
Total	340 294	504 129
América Latina e Caribe ^a	19 575	33 716
Argentina	373	791
Brasil	415	412
Chile	58	90
México	1 108	3 522

^aInclui as Antilhas Holandesas e as Índias Ocidentais Britânicas.

Fonte: Estados Unidos, Departamento do Tesouro, (1992) e (1993).

Os dados sobre a América Latina e o Caribe são ainda mais assimétricos justamente porque se incluem as Antilhas Holandesas, Ilhas Cayman, Bermudas e Bahamas, isto é, os centros financeiros extraterritoriais (*offshore*) pelos quais são efetuadas transações dos EUA e internacionais.⁶ Na medida em que esses dados refletem transações executadas pelos investidores dos EUA (não são agentes em nome de residentes e de não-residentes daquele país), revela-se também que esses investidores cumprem um papel importante, mas não predominante, no financiamento das afluências de bônus para a região. Levando-se em conta o fato de que nas afluências brutas apresentadas no Quadro 6 estão incluídas as compras nos mercados secundários (enquanto o Quadro 4 demonstra novas emissões de bônus), pode-se inferir que, no período de 1991 a 1992, os residentes dos EUA foram investidores importantes em se tratando de bônus argentinos e mexicanos; menos importantes, porém, quanto aos bônus brasileiros. No seu conjunto, os bônus latino-americanos representaram aproximadamente 6% dos bônus externos brutos (inclusive os emitidos a partir dos centros financeiros extraterritoriais) comprados pelos investidores dos EUA.

As correntes de bônus para o México incluem compras de Cetes (obrigações do governo mexicano fixadas em pesos mexicanos). O FMI calcula que os estrangeiros compraram Cetes no valor de US\$ 5,9 bilhões no período de 1991 a 1992 (FMI, 1993b). Trata-se de um acontecimento notável mas praticamente sem antecedentes, a ponto de poucos observadores terem previsto em 1989 que os investidores estrangeiros comprariam valores fixados em pesos mexicanos em grandes somas. Isso demonstra o otimismo de alguns investidores em relação ao mercado mexicano no limiar da década de 1990.

Apesar de as companhias de seguros e de pensões americanas ainda continuarem agindo de forma bastante prudente ao investir nos bônus dos mercados emergentes (Chuan, 1993), a retomada dos investimentos em bônus, em 1993, pode ser atribuída, em parte, às companhias de seguros de vida e a outros investidores institucionais. Como

exemplo de investidores institucionais, temos os fundos mútuos, além de outros com “apetite” de dívida com baixa classificação mas com alta rentabilidade, como a emitida pelos créditos soberanos e pelas empresas privadas. Esse setor, especialmente o mercado “ianque” de bônus, vem-se ampliando significativamente por causa da queda relativa nas taxas de juros do mercado interno dos EUA e da rentabilidade dos bônus (*Financial Times*, 5 de abril de 1993).⁷

Afluências de capital acionário de carteira

A partir de 1990, as emissões de capital acionário, sobretudo da América Latina, aumentaram de forma tão rápida que hoje atingem um volume significativo nas afluências de capitais (Quadro 7). Além da compra de novas emissões, houve fluxos de capital acionário rumo aos países em desenvolvimento por meio de compras nos mercados secundários realizadas pelos investidores estrangeiros. Esses fluxos calculam-se em US\$ 12 bilhões para 1991 e em US\$ 14 bilhões para 1992, e, segundo informações, representavam 28% de todas as afluências internacionais de capitais destinadas à compra de ações (FMI, 1993b). Dispostos de dados que mostram que as entradas de capitais nos mercados secundários, que quase atingiram o patamar de US\$ 46 bilhões no período de 1989 a 1992, foram visivelmente maiores que as entradas nos mercados primários (Howell, 1993).

Quadro 7
Emissões internacionais de capital acionário pelos
países em desenvolvimento
(em milhões de US\$)

	1990	1991	1992	Primeira Metade 1993
Países em desenvolvimento	1 262	5 442	9 391	4 179
Ásia	1 040	1 028	4 732	1 478
América Latina	98	4 120	4 195	2 611
Argentina		356	504	2 095
Brasil			133	
Chile	98		129	114
México		3 764	3 058	375

Fonte: FMI (1993b), Quadro 13.

Há atualmente inúmeras análises abordando o extraordinário aumento das afluências internacionais de capitais acionários em direção aos mercados emergentes a partir de 1990.⁸ Quanto aos importadores de capitais dos países em desenvolvimento, as publicações mais recentes apontam os mercados de capital acionário dos países industrializados como uma grande fonte de capitais que, na sua maioria, não são aproveitados: apenas de 0,1% a

0,2% dos ativos dos fundos institucionais se colocam em valores dos mercados emergentes, muito abaixo da participação dos mercados emergentes (7%) na capitalização dos mercados de valores mundiais (Agtmael, 1993; Chuan, 1993).

Em 1991, os ativos totais dos fundos de pensões e das companhias de seguros de vida e contra danos em cinco países industrializados importantes (Canadá, Alemanha, Japão, Reino Unido e EUA) eram avaliados em US\$ 8,3 trilhões (Banco Mundial, 1993). Sô os dos EUA seriam de US\$ 5,6 trilhões em 1992 (Chuan, 1993). Portanto, para a próxima década estão previstos significativos investimentos adicionais anuais de capital acionário em valores de mercados emergentes. Algumas estimativas prevêm entre US\$ 15 bilhões e US\$ 30 bilhões ao ano. O financiamento virá do aumento dos ativos de investidores institucionais (fundos de pensões, companhias de seguros e fundos mútuos) abastecidos pelos fundos adicionais de poupança dos países industrializados e pelo "reequilíbrio" das carteiras para investir uma porcentagem maior nos mercados emergentes (Chuan, 1993; Howell, 1993).

Do ponto de vista dos investidores dos países industrializados, os valores dos mercados emergentes representam uma nova oportunidade para o aumento dos ingressos de carteira. No decorrer do tempo, provavelmente os ingressos nos mercados emergentes serão maiores que nos países industrializados devido ao fato de que o crescimento econômico será maior, sobretudo quando o clima das políticas econômicas for propício. No final da década de 1980, em vários países latino-americanos foram implementadas reformas econômicas em sintonia com o mercado. Além disso, as reformas incluíam a liberalização do acesso aos mercados de valores locais, tradicionalmente restrito.

A recente retomada das entradas de capital destinado á compra de ações contribuiu para que os preços das ações subissem visivelmente. Segundo a Corporação Financeira Internacional, o rendimento total dos mercados de valores dos EUA (medidos pelo *Standard & Poor 500*), foi de 119% durante o período de 1987 a 1992, em contraposição ao rendimento total de vinte mercados emergentes que foi, no mesmo período, de 148%. O rendimento do mercado da América Latina durante o mesmo período atingiu o extraordinário índice de 321% (Banco Mundial, 1993a). Some-se a isso o fato de que o rendimento das carteiras "aplicáveis" ao alcance dos investidores estrangeiros mostra o alto grau de desempenho que a América Latina teve em relação aos valores dos países desenvolvidos (Quadro 8). Existem, contudo, riscos em vista do fato de que, se houvesse grandes saídas de capital acionário, os preços das ações poderiam cair significativamente.

Ao mesmo tempo que aumentavam os seus ingressos, os investidores dos países industrializados estavam prontos para diminuir os seus riscos (medidos a partir da variabilidade dos ingressos), diversificando as suas carteiras e transformando-as em valores de mercados emergentes. Esse resultado é bastante oposto ao que seria uma atitude intuitiva, já que um aumento dos rendimentos geralmente é conseguido apenas com um aumento do risco. Realmente, uma análise do Banco Mundial aponta para o fato de que, caso os investidores dos EUA tivessem 20% das suas carteiras nos mercados emergentes (em comparação às posses efetivas de cerca de 0,2%), teriam aumentado em 1% os seus ingressos e reduzido o seu risco em dois ou três pontos percentuais. Essa conclusão baseia-se nas baixas correlações anteriores entre os índices dos mercados desenvolvidos e os dos emergentes. Os rendimentos nesses mercados acabaram não se deslocando na mesma direção ao mesmo tempo, sobretudo até há pouco. Quer dizer, certo nível de diversificação dimi-

nui a instabilidade global e, portanto, o risco da carteira. No entanto essa mesma análise sugere que aumentar a participação dos mercados emergentes acima de 20% aumentaria o risco mesmo que os ingressos totais continuassem crescendo. Isto é, a relação risco-rendimento aconteceria normalmente (Banco Mundial, 1993a).

Quadro 8
Rentabilidade total anual, 1988-1992
(Rentabilidade percentual, medida em US\$)

Argentina	115,1
Brasil	60,5
Chile	46,9
México	55,2
Venezuela	90,6
Estados Unidos	15,6
EAE0 ^a	-2,2

^a Europa, Austrália e Extremo Oriente (países desenvolvidos).

Fonte: CFI (1993), p. 74.

A base estatística dessa relação foi colocada em evidência recentemente. As correlações entre os índices dos mercados desenvolvidos e os dos mercados emergentes mostraram-se baixas durante períodos curtos (observações mensais), porém mais altas durante períodos mais longos (observações anuais). Portanto, os benefícios da diversificação em forma de diminuição do risco podem ser reduzidos razoavelmente a longo prazo. No seio desse debate estatístico, existem hipóteses contraditórias no que tange ao grau de integração dos mercados de capital do mundo. Os baixos coeficientes entre a correlação fortalecem a hipótese da baixa integração: os mercados respondem a forças econômicas locais e não mundiais. Paradoxalmente, os altos coeficientes de correlação evidenciam um grau maior de integração mundial dos mercados. É consenso da maioria dos observadores que com o tempo os coeficientes de correlação aumentarão na medida em que os mercados (de bens) reais também se integrem cada vez mais em nível mundial (ver Mullin, 1993).

Em contraste à motivação “racional” de diversificação da carteira mundial, indubitavelmente existe também uma “mentalidade de rebanho” entre alguns investidores, que não fazem necessariamente a diferenciação de um país do resto da região. Ambas as motivações não são totalmente incompatíveis. A América Latina poderia ser considerada bastante atraente por parte dos investidores privados que queiram se diversificar e ir além, por exemplo, da Ásia Oriental, mas não diferenciam os países da região. Talvez isso explique por que o Brasil (apesar dos seus problemas macroeconômicos) vem-se beneficiando com a afluência de valores em carteira, junto ao México e ao Chile (países que resolveram os seus problemas macroeconômicos de modo geral). Essa falta de diferenciação não é tanto por causa de irracionalidade, mas porque os custos para conseguir informações a respeito são altos. Ao mesmo tempo, uma “escapulida” para a América Latina em conjunto signifi-

caria uma diversificação da carteira em nível mundial, já que os “mercados emergentes” estavam até então concentrados no Sudeste e no Leste asiáticos. Infelizmente, esses “efeitos de ampliação” podem ser dinamicamente instáveis caso as novas afluições façam subir os preços em um ciclo de autocumprimento até atingirem níveis insustentáveis. Isso parece ter ocorrido em 1992 e 1993 (ver mais adiante).

Assim como no caso dos mercados de bônus, podemos perguntar que porcentagem de afluições de investimento em capital acionário é oriunda dos investidores residentes nos EUA. É difícil conseguir a resposta, como no caso das afluições de bônus, a partir dos dados relativos ao “lado da demanda”. Vale a pena destacar que as carteiras de investidores dos EUA que colocam capital acionário marcam fortemente a sua preferência pelos valores desse país, que representam cerca de 96% das suas aplicações. Se os investidores americanos fossem internacionalmente diversificados, teriam uma participação menor nos valores do seu país, já que estes representam apenas por volta de um terço da soma total de capitalização dos mercados mundiais (Tesar e Werner, 1993).

Deve-se acrescentar que, embora os investidores dos EUA sejam, sem dúvida, relativamente importantes, até recentemente não se tornaram os principais investidores externos nos mercados emergentes. Segundo Howell (1993), que fornece dados sobre as atuais afluições, os residentes no Reino Unido foram as principais fontes de capital acionário dos mercados secundários, com compras líquidas de US\$ 10,4 bilhões de um total de US\$ 45,9 bilhões durante o período de 1989 a 1992. Os investidores dos EUA ocupavam o segundo lugar com US\$ 9,6 bilhões, isto é, um quinto do total. Outras fontes importantes de investimento foram Hong Kong, Japão, Suíça e outros países europeus.

É preciso assinalar, no entanto, que a participação dos investidores dos EUA provavelmente aumentou no período de 1991 a 1992. Dispomos de dados do Departamento do Tesouro dos Estados Unidos sobre as compras para investimento em capital acionário naquele país (Quadro 9). Como acontece no caso das compras de bônus, nesses dados incluem-se as ofertas iniciais e transações nos mercados secundários. Ainda esses dados, como no caso dos dados relativos aos bônus, revelam o lugar das transações dos EUA mas não tratam necessariamente das transações feitas exclusivamente por investidores dos EUA.

Se compararmos os dados do Quadro 9 sobre vendas brutas de capital social por estrangeiros (isto é, as compras dos investidores dos EUA) com os dados do Quadro 7 sobre emissões de ações dos países da América Latina, podemos deduzir que, em contraposição ao financiamento via bônus, os investidores dos EUA aparecem como fornecedores de uma importante parcela de participação no capital social do México, Brasil e Argentina. As grandes somas relativas ao México revelam a emissão no valor de US\$ 2 bilhões da Telmex (empresa estatal de telecomunicações) nos mercados dos EUA em 1991 e 1992, como parte da privatização dessa estatal. As vendas brutas de capital acionário superaram, sobretudo em 1992, as emissões de novas ações em uma margem considerável. Isso significa que houve um alto nível de compras nos mercados secundários (no Brasil, as novas emissões foram relativamente baixas).⁹

O visível interesse dos investidores americanos em ações da América Latina é, em parte, devido à existência de capital latino-americano em fuga nos EUA, como também às crescentes relações comerciais com a região. A Iniciativa para as Américas e a negociação do NAFTA (Tratado de Livre Comércio da América do Norte) com o México vêm aumen-

tando a integração econômica da região e, por sua vez, o grau de interesse dos investidores dos EUA em participar das companhias de rápido crescimento da região.

Quadro 9
Vendas de capital acionário de carteira por estrangeiros
para residentes nos Estados Unidos
(em milhões de US\$)

	1991	1992
Total	151 190	182 173
América Latina e o Caribe ^a	12 703	19 673
Argentina	149	749
Brasil	626	1 968
Chile	43	171
México	7 031	8 391

^a Inclui as Antilhas Holandesas e as Índias Ocidentais Britânicas.

Fonte: Estados Unidos, Departamento do Tesouro, (1992) e (1993).

Segundo estudos empíricos realizados recentemente, a queda nas taxas de juros e o desaquecimento da economia nos EUA são fatores que provocaram quase metade da saída de capitais em direção à América Latina (Calvo, Leiderman e Reinhardt, 1993; Chuan, Claessens e Mamingi, 1993). O desempenho do mercado de valores é um dos fatores, em âmbito local ou do país, que explica o resto da variação das afluências. Outros autores, no entanto, acreditam que a relação entre essas variáveis é menor (Tesar e Werner, 1993).

Esses estudos empíricos poderiam ser importantes para prever o comportamento dos investidores em ações se mudassem as condições, isto é, se as taxas de juros subissem nos EUA ou se a taxa de crescimento se recuperasse. Dos estudos que dão maior ênfase aos fatores mundiais podemos concluir que as afluências de capitais para a América Latina, no período de 1989 a 1992, poderiam facilmente tomar outro rumo caso as condições econômicas nos países industrializados melhorassem e as taxas de juros tivessem um aumento suficiente.

Vale a pena assinalar que, no segundo semestre de 1992 e no primeiro semestre de 1993, aconteceu uma mudança importante em consequência de uma "correção" do mercado de valores proveniente do México e endereçado para o resto da América Latina. A supervalorização dos preços das ações sofreu queda de 25% em média de junho a outubro. O percentual da queda varia de país para país: de cerca de 20% no Chile até mais de 50% na Argentina e no Brasil. Dada a dimensão dessa correção, resulta importante o fato de que os investidores estrangeiros não tenham abandonado a região totalmente no momento em que era freado radicalmente o mercado da Bolsa de Valores altista. Informações preliminares sobre a região apontam basicamente que os investimentos de carteira continuaram aumentando em 1993, mas esse aumento foi, antes de mais nada, na forma de financiamento por meio de bônus.

Finalmente, a rápida expansão dos mercados de instrumentos financeiros “derivados”¹⁰ pode ser motivo de certa preocupação. Segundo estimativas, o montante nominal dos produtos derivados é hoje de aproximadamente US\$ 14 trilhões (*Wall Street Journal*, 28 de outubro de 1993). Até hoje a principal preocupação manifestada (por exemplo, pelo presidente do Banco Central norte-americano, Alan Greenspan, ou pelo membro da diretoria, Gerald Corrigan) diz respeito à possível instabilidade sistêmica que poderia ser desencadeada pelo fracasso de agentes-chave do mercado. Uma análise do Grupo dos Trinta insiste para que exista maior transparência quanto às operações dos agentes de valores, adotando reavaliações diárias dos ativos em função do mercado. Mas, de modo geral, no seu relatório, sugere que as ameaças à instabilidade sistêmica mundial não tinham tanta importância e podiam ser neutralizadas (Global Derivatives Study Group, 1993). De qualquer forma, mesmo que os instrumentos derivados sejam uma ameaça para a estabilidade sistêmica, não fica patente como os reguladores poderiam resolver o problema, já que a maioria dos intercâmbios acontecem no mercado não-oficial (isto é, aparecem em forma privada entre agentes de valores e seus clientes) e não são cotados nas bolsas de valores. Na verdade, por essa razão, torna-se difícil colher informações básicas acerca do volume e da natureza das transações.

Podemos inferir que a maior parte das transações de instrumentos derivados acontece entre pessoas ou entidades nacionais do mesmo país industrializado. No entanto, é cada vez mais comum essas transações serem de natureza internacional; por exemplo, os ativos implícitos são freqüentemente estrangeiros. Além disso, os dados referentes a esse tópico são demasiadamente escassos. Um observador bem informado (funcionário dos EUA) sustenta que as transações de instrumentos derivados baseados em valores mexicanos aumentaram rapidamente e são extremamente ativas. Existe ainda a possibilidade de grande instabilidade no mercado. Esse mesmo observador afirma que houve perdas avaliadas em US\$ 6 bilhões por causa das transações de instrumentos derivados em 1992. A conclusão disso tudo é que existe a necessidade de uma maior transparência e informação em relação ao volume e à natureza das transações de instrumentos derivados, como também de novas análises das necessidades para uma fiscalização prudente.

Clima regulador, tributação e afluições de investimentos de carteira dos EUA

Até que ponto a regulamentação que rege as transações dos mercados internos de capital dos EUA impede o acesso aos emitentes de valores dos países em desenvolvimento que queiram integrar esses mercados? Dois tipos de regulamentação são relevantes: a que rege todas as transações do mercado e a que rege o comportamento de determinados atores. Na primeira categoria, incluem-se as normas Comissão de Bolsa e Valores (SEC, na sigla em inglês), órgão federal e, na segunda, as leis ou, inclusive, regras auto-impostas que afetam a atividade dos investidores institucionais, como as companhias de seguro e os fundos de pensões. Ambas as categorias de regulamentação inibem o volume e a natureza dos valores emitidos no mercado americano.

No que tange às regras no âmbito do mercado como um todo, a mais importante “barreira para o ingresso” das entidades latino-americanas (sobretudo as sociedades anônimas) no mercado público interno (inclusive o mercado “ianque” de bônus e as cotações públicas das emissões de ações nas bolsas de valores), são os pré-requisitos de matrícula da SEC para uma divulgação plena da informação financeira. Esses pré-requisitos compreendem a adesão aos princípios de contabilidade geralmente aceitos nos EUA. Poucas entidades empresariais que não são dos EUA, se é que existem, conseguiram até hoje cumprir essa norma. Muitas empresas da América Latina são estatais ou com poucos acionistas (por exemplo, de propriedade privada), mas administradas pelos acionistas majoritários. De modo geral, a administração de ambos os casos opõe-se a ser transparente e direta como as empresas privadas cujas ações são negociadas na Bolsa dos países da OCDE.¹¹ Por essa razão, o ingresso inicial no mercado dos EUA começa geralmente com a colocação privada de valores, que pressupõe a necessidade de um pleno cadastro e divulgação segundo estipula a SEC.

No entanto, o ingresso ao mercado de aplicações privadas estava restrito até a implementação da chamada Norma 144-A, em abril de 1990, por parte da SEC. As aplicações privadas estão limitadas aos investidores que preenchem os pré-requisitos e são conhecidos historicamente como “investidores sofisticados”. Antes da implementação da Norma 144-A, o problema com tais aplicações privadas consistia em que os compradores tinham que manter os valores pelo menos por dois anos antes de vendê-los a outros investidores idôneos. Mesmo assim o processo pressupunha um caminho tortuoso e de elevados custos no qual a SEC tomava decisões caso a caso. A conseqüente perda de liquidez do mercado, a incerteza administrativa e os custos de transação acabaram inibindo os emitentes de valores e investidores. A Norma 144-A e a Norma S, que esclarece a sua aplicação, permite que os “compradores institucionais idôneos” (cerca de 3300 instituições e corretores-agentes de valores que preenchem certos pré-requisitos mínimos de tamanho ou valor líquido) comprem e vendam valores emitidos em forma privada em um período restrito de dois anos (Bank of New York, 1992). Em virtude da Norma 144-A, muitas companhias da América Latina ingressaram no mercado da Bolsa de Valores dos EUA emitindo títulos de depósito do mercado americano sob sua forma original, os ADRs (*American Depositary Receipts*),¹² no mercado privado de aplicações. Essa lei reduziu o tempo e os custos do acesso ao mercado de valores americano. A tramitação de uma emissão de ADRs, segundo a Norma 144-A, geralmente custa por volta de US\$ 500 mil e demora seis semanas, em comparação aos ADRs cotados na Bolsa cuja tramitação é de milhões de dólares e demora de seis a oito meses (Chuan, 1993).

Outra regulamentação do âmbito do mercado como um todo que pode restringir o ingresso ao mercado americano de capitais é a Norma 17f-5 da lei de companhias de investimentos de 1940. Essa norma estipula que a proteção de valores estrangeiros só pode ser dada por aquelas instituições que possuam um patrimônio líquido avaliado no mínimo em US\$ 200 milhões e afeta os fundos mútuos menores, que formam parte dos investidores mais dinâmicos dos mercados emergentes. A SEC vem examinando atualmente a norma e é possível que reduza o valor mínimo exigido de US\$ 200 milhões (FMI, 1993b).

A respeito do comportamento dos investidores institucionais há leis e regulamentação auto-impostas que limitam o conteúdo estrangeiro das carteiras de investimento. O

clima regulador fica complicado pela participação das autoridades legislativas federais e dos estados. Por exemplo, a atividade dos seguros de vida é regulada pelos estados e as leis mudam de estado para estado.

No caso dos seguros de vida, existem normas que regem o conteúdo estrangeiro e a qualidade dos ativos das carteiras de investimento. Essas normas ficam sob a autoridade dos governos estaduais. O estado de Nova York, o mais influente nessas matérias, limita os investimentos externos das companhias de seguro em 6% dos ativos, teto que só mais recentemente aumentou em relação ao anterior, de 3%. Já que os “investimentos externos” incluem valores de outros países desenvolvidos (exceto o Canadá, que está isento), o efeito desse teto é limitar os investimentos nos mercados emergentes a um percentual diminuto. Além disso, existem leis dos estados que controlam a qualidade dos investimentos. Geralmente restringem os valores cuja qualificação é inferior à categoria de investimento. O sistema de qualificação usado é o da NAIC, Associação Nacional de Comissários de Seguros (National Association of Insurance Commissioners) e difere daquele dos organismos nacionais de qualificação, como o Standard and Poor’s e o Moody’s. Devido a problemas recentes que afetaram a atividade, a NAIC rebaixou alguns valores que antes se encontravam na categoria de investimento (Chuan, 1993). Depreende-se dessas normas que estariam descartados os valores dos países em desenvolvimento, quase todos situados na categoria de investimento. No entanto, um estudo recente sobre investimentos demonstrou que as companhias de seguros ocupavam o segundo lugar, depois dos fundos mútuos, dentre os participantes dos mercados emergentes (Global Derivates Study Group, 1993).

Em contraposição, os fundos de pensões dos EUA, sobretudo os privados, estão menos restritos pela regulamentação interna quanto ao seu desempenho em matéria de investimentos externos. Uma lei federal (a lei de garantia da aposentadoria dos funcionários) de 1974 estabelece que os administradores dos planos de pensões devem ser prudentes na hora de investir, embora devam também diversificar as suas aplicações com o intuito de diminuir os riscos. Não há restrições quantitativas aos investimentos externos. E, no que tange aos fundos públicos de pensões, estes estão regulamentados em nível estadual, com graus variados de restrição aos investimentos externos (Banco Mundial, 1993a; Chuan, 1993).

As normas reguladoras são impostas aos fundos de pensões e às companhias de seguros de vida por razões de prudência: a ação dos administradores dos fundos está restrita por lei com o intuito de limitar o risco ao qual podem ficar expostos os beneficiários. Porém o problema é a congruência dessas normas reguladoras pelo país afora e a padronização dos grupos de investidores (Banco Mundial, 1993a).¹³

É preciso acrescentar que o clima regulador e a falta de informação nos próprios países da América Latina são fatores importantes que afetam o comportamento dos investidores americanos. Representantes do setor privado e funcionários do setor público afirmaram em entrevistas que a especulação aproveitando informação interna (*insider trading*) é comum em muitos mercados. Além disso, os mercados são pouco ativos e apenas algumas transações podem provocar fortes variações nos preços das ações. Finalmente, os in-

vestidores dos EUA seriam beneficiados se se fizesse uma pesquisa mais objetiva das companhias cujas ações estão em oferta ou são cotáveis.

A falta de transparência e informação sobre as perspectivas do investimento talvez seja motivo de preocupação. Não existem razões para acreditar que os administradores profissionais de carteiras de investimentos (responsáveis pelos fundos mútuos e pelas carteiras de fundos de pensões e companhias de seguros) possuam melhores informações ou maior acesso a estas do que temos ao nosso alcance normalmente. Por outro lado, esses “investidores profissionais” são um grupo diferente dos bancos comerciais, os “credores profissionais” dos países em desenvolvimento da década de 1970, que não encararam as conseqüências do excesso de empréstimos que os bancos experimentaram. Assim, os investidores profissionais podem estar “aplicando em excesso” sem dar a devida importância ao risco, quase como aconteceu com os bancos há vinte anos. As circunstâncias são inquietantemente semelhantes: baixa rentabilidade e excesso de liquidez nos mercados dos países industrializados, ao lado da convicção de que os ingressos na América Latina e em outros mercados emergentes terão de ser necessariamente maiores.

A própria falta de informação pode, de fato, limitar o bom juízo de outros participantes na avaliação dos riscos do investimento, especialmente os organismos de qualificação de valores. Podem ser defendidas argumentações para ambas as posições: os organismos de qualificação são excessivamente conservadores (como fica demonstrado na sua rejeição em dar qualificações correspondentes à categoria de investimento) ou demasiadamente liberais (pelo fato de não levar em conta a história recente e a margem do risco de deterioração da situação). No primeiro caso, o investimento institucional está restrito de forma incorreta nos EUA; no segundo, é dada uma sensação enganosa de segurança.

Créditos bancários

Entre 1985 e 1991, as carteiras de créditos dos bancos dos EUA nos países em desenvolvimento, inclusive os da América Latina, diminuíram em 50% (Quadro 10). Em 1992 existiam indícios de uma retomada gradativa dos créditos bancários, na medida em que o volume de empréstimos ia recuperando-se dos seus baixos níveis de 1991. Além disso, em 1993 a tendência do aumento dos créditos para a região prosseguia, segundo o Banco de Pagamentos Internacionais (BPI, 1993).

Apesar disso, a maior parte dos novos compromissos creditícios bancários da década de 1990 parece estar dirigida mais para a Ásia do que para a América Latina. Os países subdesenvolvidos da Ásia atraíram aproximadamente US\$ 36 bilhões em novos compromissos bancários durante o triênio de 1990 a 1992, em relação aos US\$ 5,2 bilhões dos devedores da América Latina. Foram estabelecidos alguns mecanismos de crédito para empresas latino-americanas dos setores público e privado do Chile, do México, da Colômbia e da Venezuela (FMI, 1993b). Devido aos problemas que o setor bancário dos EUA teve no país, à recente experiência com a crise da dívida e à sua solução por meio da “titularização” e das conversões, é improvável que os bancos constituam uma fonte importante de capital privado para a região em um futuro previsível.

Quadro 10
Créditos dos bancos comerciais dos Estados Unidos
nos países em desenvolvimento
(em bilhões de US\$)

	1985	1987	1989	1990	1991	1992
Todos os países em desenvolvimento	134,2	110,8	82,2	71,8	67,0	73,0
América Latina e Caribe	82,4	74,7	53,2	44,3	41,1	45,7
Argentina	8,4	8,8	4,5	3,5	3,8	5,8
Brasil	22,8	22,7	16,3	11,4	6,9	7,4
Chile	6,6	6,0	5,0	3,9	2,7	3,2
México	24,9	22,7	16,1	15,2	16,5	17,3

Fonte: Banco Mundial (1993), Quadro 7a, p. 30.

Investimento externo direto dos EUA

As publicações sobre o investimento externo direto reconheceram por algum tempo que esse tipo de investimento pode ser melhor compreendido por meio das teorias da organização industrial, do ciclo do desenvolvimento de produtos e do comércio internacional. Mas também do ponto de vista do desempenho da empresa (sobretudo, as multinacionais) e não tanto do ponto de vista das teorias sobre os movimentos do capital de carteira.¹⁴ Portanto, na tentativa de entender as afluências de investimento externo direto a partir da América do Norte rumo à América Latina, é preciso utilizar um quadro de referência um tanto diferente do utilizado para explicar as afluências de carteira de financiamento via ações e via dívida. Essas afluências de carteira de financiamento podem ser melhor compreendidas no contexto dos mercados mundiais de capitais, enquanto o investimento externo direto deve ser situado no contexto das relações comerciais e do comportamento no mercado das empresas multinacionais. Entretanto ambos os tipos de afluências financeiras respondem às oportunidades de rentabilidade e dependem do clima de investimento propício dos países receptores.

O investimento externo direto foi uma forma de investimento internacional utilizada, talvez, mais por empresas com sede nos EUA do que por companhias instaladas em outros países desenvolvidos. Historicamente vem predominando sobre todas as outras formas de investimento internacional privado dos EUA, inclusive as afluências de valores em carteira (bônus e ações) e os créditos de bancos dos Estados Unidos com mutuários estrangeiros. Houve algumas exceções: em um curto período na década de 1920, quando os créditos de carteira estiveram brevemente acima do investimento externo direto; na década de 1970, quando as afluências financeiras dos bancos aumentaram com maior rapidez; e, mais recentemente, quando as afluências de carteira aparecem novamente como sendo predominantes (Departamento do Comércio dos Estados Unidos, 1988).

Vale a pena assinalar que a distribuição mundial do investimento externo direto dos EUA mudou visivelmente após a Segunda Guerra Mundial. Em 1950, o volume do investimento direto dos EUA no exterior estava dividido de igual forma entre países em desenvolvimento e desenvolvidos. Uma boa porcentagem (cerca de 39%) do volume desse investimento estava localizada na América Latina, em 1950, em relação aos percentuais localizados no Canadá (30%) e na Europa (menos de 15%). Já em 1966, a porcentagem da América Latina diminuiu para menos de 19%, enquanto a da Europa se duplica e a do Canadá se mantém em 30%. Tais tendências irão continuar até a década de 1980, com exceção do percentual do Canadá que sofre uma queda (Quadro 11).

Quadro 11
Investimentos diretos dos Estados Unidos no exterior
(ações), por destinação

	(bilhões de US\$)			(% de distribuição)		
	1950	1966	1986	1950	1966	1986
Todos os países	11,8	51,8	259,9	100,0	100,0	100,0
Canadá	3,6	15,7	50,2	30,4	30,3	19,3
Europa	1,7	16,4	123,2	14,7	31,6	47,4
América Latina	4,6	9,8	35,0	38,8	18,8	13,5
Argentina	0,4	0,8	3,0	3,0	1,5	1,1
Brasil	0,6	0,9	9,1	5,5	1,7	3,5
Chile	0,5	0,8	0,2	4,6	1,5	0,1
México	0,4	1,3	4,8	3,5	2,6	1,9
Venezuela	1,0	2,1	1,8	8,4	4,1	0,7

Fonte: Estados Unidos, Departamento de Comércio, (1988). Quadros 31 e 32, p. 100.

Fundamentalmente, o investimento direto dos EUA no exterior estava, até antes da Segunda Guerra Mundial, fortemente concentrado nos setores primários (petrolífero, minérios, além do agrícola). O investimento direto na América Latina e outros países em desenvolvimento visava produtos primários e matérias-primas para o setor manufatureiro dos EUA, que crescia rapidamente.

Após a guerra, contudo, as empresas norte-americanas estabelecem fábricas filiais na Europa e no Canadá com uma frequência maior do que nos países em desenvolvimento. Além disso, durante as décadas de 1950 e 1960, a maioria desses investimentos estava concentrada no setor manufatureiro. Isso acontecia com o intuito de aumentar ou de estabelecer a presença das empresas dos EUA nos mercados de consumidores de rápido crescimento nos países desenvolvidos, em regra geral por trás de barreiras afandegárias nacionais ou regionais. No entanto, durante os primeiros trinta anos dos pós-guerra, os países em desenvolvimento foram cada vez mais cautelosos diante do investimento externo direto, colocando barreiras ao ingresso via regulamentos, regimes tributários desfavoráveis etc. Em

alguns casos até os governos anfitriões acabaram expropriando ou nacionalizando as instalações de empresas multinacionais com o propósito de assumir um controle maior e exercer a soberania sobre os recursos de dentro das suas próprias fronteiras.

Na década de 1980, a crise da dívida reduziu, e em alguns casos fez recuar, os investimentos diretos dos EUA nos países em desenvolvimento. A dívida pendente reduziu radicalmente os resultados em matéria de ingressos das filiais estrangeiras, ao limitar a disponibilidade de divisas. De modo mais geral, os ingressos diminuíram devido à grave contração da atividade econômica que reinava nos países acuados pela dívida. Assim, o investimento direto dos EUA no exterior atingiu o seu ápice no México, em 1981, mas depois despencou. Depois de 1986, entretanto, os investimentos em operações de empresas montadoras são importantes. Da mesma forma, o investimento direto na Argentina e no Brasil cai após 1980 mas se recupera em 1986 e posteriormente (Departamento do Comércio dos Estados Unidos, 1988). Por outro lado, após 1986, as “microsoluções” à crise da dívida baseadas no mercado começaram a aflorar de forma *ad hoc*, caso a caso. Uma dessas soluções foi a conversão da dívida em capital, tornando-se o meio principal de muitos países da América Latina para a reativação do investimento externo direto.

Durante a década de 1980, portanto, o volume de investimento externo direto dos EUA na América Latina e no Caribe cresceu, mas a região não manteve a sua porcentagem desse tipo de investimento em âmbito mundial, que acabou diminuindo aproximadamente de 20% para 17,5% (Quadro 12). Em 1991, a América Latina e o Caribe representavam 11,2% dos ativos do investimento externo direto dos EUA no mundo inteiro,¹⁵ 13,6% dos ingressos líquidos totais e 19,4% do emprego total.

Quadro 12
Distribuição do volume de investimento externo direto
dos Estados Unidos, 1980 e 1990
(em milhões de US\$)

	1980	1990
Europa Ocidental	96 065	203 613
Canadá	45 119	68 431
América Latina e Caribe	43 564	74 156
Argentina	2 540	2 889
Brasil	7 704	15 416
Chile	536	1 341
México	5 986	9 360
Venezuela	1 908	1 581
Mundo	220 178	423 183

Fonte: ONU (1993).

Nas décadas de 1980 e 1990, o investimento externo direto fluiu cada vez mais em direção aos setores de serviços do que em direção às indústrias primárias ou manufatureiras. Esses investimentos foram destinados às telecomunicações, transporte, bancos e serviços públicos (ONU, 1993). As empresas multinacionais vêm adotando atualmente estratégias de integração “profunda” e “complexa”, a partir das quais o processo total de produção se divide e distribui pelo mundo inteiro. Os bens intermediários e os serviços (inclusive os serviços de informação, de rápido crescimento) são produzidos ou montados em várias montadoras pelas multinacionais, pelas suas filiais ou companhias alheias. O lugar da produção intermediária, da montagem final e da distribuição é determinado pelos custos relativos, pelo clima das políticas econômicas do país e pela configuração dos mercados finais.¹⁶

Apesar de os EUA serem ainda o principal país de origem do investimento externo direto, sua posição em relação aos outros países industrializados importantes vem declinando desde 1987, quando representava cerca de um terço do volume de investimento no exterior. Em 1992, essa porcentagem tinha diminuído para menos de um quarto (UNCTAD, 1993b; Quadro 11). O declínio dos EUA em relação aos outros países industrializados do G-5 (Grupo dos 5) fica patente nos dados sobre as afluências de investimento externo direto durante o mesmo período. Somente no ano de 1992 os EUA foram a fonte mais importante desse tipo de investimento (Quadro 13).

Quadro 13
Afluências de investimento externo, 1987-1992
(em bilhões de US\$)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
França	9	14	19	35	24	17
Alemanha	9	13	18	28	21	17
Japão	20	34	44	48	31	16
Reino Unido	31	37	35	18	18	15
Estados Unidos	26	14	26	29	29	36

Fonte: UNCTAD (1993), Quadro 13.

Do ponto de vista da sua distribuição mundial, uma pequena parcela do investimento direto dos EUA no exterior fluiu, indubitavelmente, para os países em desenvolvimento. Entretanto, dessa parcela, uma parte importante fluiu para a América Latina e o Caribe (Quadro 14).

É evidente que as empresas multinacionais com sede nos EUA, na Europa e no Japão, a famosa “tríade”, vêm implementando na década de 1990 estratégias regionais, por meio das quais o investimento externo direto de um destes três investidores domina o investimento direto dos outros dois (isso é medido a partir dos fluxos recentes de investimento externo direto ou da propriedade dos volumes acumulados). No entanto a divisão do mun-

do em três partes tem, mesmo assim, concorrência ou rivalidades. Por exemplo, as multinacionais dos EUA dominam a maior parte da América Latina, mas não totalmente, já que as multinacionais da Comunidade Européia também participam ativamente nesse mercado. O Brasil, o Paraguai e o Uruguai são três países latino-americanos onde o investimento externo direto da Europa ultrapassa o dos EUA (isso é medido segundo as afluências financeiras recentes). Está confirmado pelos “coeficientes de intensidade” que a América Latina recebe uma porcentagem maior das correntes de investimento externo direto dos EUA em todo o mundo do que a sua porcentagem de investimento total desse tipo, embora, curiosamente, o investimento direto dos EUA não esteja tão fortemente inclinado para a América Latina como acontece com o seu comércio exterior (UNCTAD, 1993).

Quadro 14
Distribuição das afluências de investimento externo direto
dos Estados Unidos, 1987-1990
(em milhões de US\$)

	1987	1988	1989	1990
Desenvolvidos	21 269	13 307	21 833	21 318
Em desenvolvimento	6 769	975	6 893	7 639
América Latina e Caribe	5 115	287	4 578	4 797
Argentina	-125	-82	43	164
Brasil	800	1 676	1 892	1 054
Chile	78	223	368	293
México	328	608	1 455	1 949
Venezuela	-85	-188	-96	39

Fonte: ONU (1993), pp. 487-489.

É interessante observar que a recente composição setorial do investimento externo direto dos EUA na América Latina e no Caribe esteve firmemente endereçada à indústria secundária (ou seja, manufatureira) em comparação à sua predisposição para as atividades terciárias (serviços) da sua principal área de destino, a Europa Ocidental (Quadro 15).

Apesar das tendências recentes das correntes de investimento externo direto vindas dos EUA, seu volume acumulado na América Latina e no Caribe está fortemente orientado para o setor terciário, mais do que na Europa Ocidental ou no mundo como um todo (Quadro 16). Isso talvez aconteça por causa dos fortes investimentos anteriores dos EUA em serviços financeiros e serviços públicos.¹⁷

Dois conjuntos de fatores interligados explicam as recentes tendências do investimento externo direto dos EUA para a América Latina e o Caribe, a saber: a estratégia regional das empresas multinacionais americanas e a evolução do clima político em âmbito tanto nacional quanto internacional. No âmbito nacional, as reformas econômicas de

vários países latino-americanos traduziram-se em uma depreciação real (sobretudo na década de 1980) e na eliminação da tendência antiexportadora no setor manufatureiro. Esses acontecimentos estavam apoiados na desregulamentação e na maior facilidade para repatriar as rendas. Como consequência disso, a manufatura de bens comerciáveis torna-se mais competitiva.

Quadro 15
*Distribuição setorial da média de correntes de investimento
externo direto dos Estados Unidos, 1988-1990*
(em milhões de US\$)

	Primária	Secundária	Terciária
Europa Ocidental	199	3 413	9 701
América Latina e Caribe	371	2 530	813

Fonte: ONU (1993), p. 490.

Quadro 16
*Distribuição setorial do estoque de investimento
externo direto dos Estados Unidos, 1990*
(em milhões de US\$)

	Primária	Secundária	Terciária	Total
Europa Ocidental	24 183	83 875	91 730	203 613
América Latina e Caribe	5 275	23 802	41 162	74 156
Mundo	35 053	187 403	200 727	423 183

Fonte: Nações Unidas, (1993), p. 497.

No que concerne à estratégia regional das empresas multinacionais, está comprovado que mesmo antes da negociação do NAFTA, em 1993, as empresas dos EUA investiam no setor das montadoras do México com o intuito de conseguir uma fonte de baixo custo de produção intermediária e final para o mercado americano (Quadro 14). Grande parte desse investimento foi realizada no setor manufatureiro, especialmente no ramo de automóveis e peças de reposição.

Esse investimento foi motivado pela liberalização dos regimes comercial e de investimento externo do México na segunda metade da década de 1980, como também pela desvalorização da taxa de câmbio. A chegada do NAFTA serviu, portanto, para formalizar as relações comerciais e de investimento¹⁸ entre os EUA, o México e o Canadá e apressar o ritmo de investimento externo dos EUA, a partir da previsão do mercado mais integrado ao qual o NAFTA daria origem.

Quanto ao NAFTA em si, esse tratado possui amplas disposições (Parte 5) para a regulamentação dos investimentos, dos serviços e assuntos afins. Nesse sentido, e em outros, vai muito além do seu antecessor, o acordo de livre comércio entre o Canadá e os EUA. Por exemplo, além da proibição de estabelecer pré-requisitos de exportação e exercer controle sobre o conteúdo local e a repatriação dos benefícios, esse acordo contém outras proibições aplicadas à balança comercial, aos mandatos de produtos mundiais/regionais e pré-requisitos de transferência de tecnologia.

A importância das disposições sobre os investimentos é um reflexo da sua transcendência nas relações econômicas entre os países. As disposições estipulam o “tratamento nacional” aos investidores estrangeiros, isto é, não haverá um tratamento menos favorável do que o dado aos investidores nacionais. Outras disposições que merecem destaque dizem respeito à repatriação das rendas, dos dividendos, dos lucros, dos direitos sobre patentes e outras contas. Prescrevem ainda leis que devem ser aplicadas no caso de uma expropriação e contêm medidas para o acordo das diferenças entre investidores e governos anfitriões (UNCTAD, 1993). Essas medidas dão aos investidores estrangeiros uma margem significativa de alívio a respeito das “regras do jogo”, em comparação ao clima de incerteza e imprevisibilidade que tradicionalmente reina nos países em desenvolvimento.

Provavelmente a concretização do NAFTA incentive o investimento externo direto na região inteira visando à ampliação da zona econômica. Caso isso ocorra, poderá prever-se um grande volume de investimento externo direto nos setores de manufaturas e serviços na medida em que as empresas multinacionais integrem a sua produção de bens e serviços em todo o continente.

Caso os países das Américas se desloquem coletivamente rumo à integração regional em nível político, provavelmente se dará a integração econômica “profunda”¹⁹ por meio das estratégias de investimento das empresas multinacionais. Se tomarmos como antecedente o desempenho dessas empresas em matéria de investimentos nas regiões já integradas da Europa e América do Norte (Canadá e EUA), isso se traduzirá na racionalização da produção por intermédio dos investimentos em novas instalações, em uma maior especialização e concentração da produção com o intuito de atender aos novos mercados de forma mais competitiva. Acrescente-se que o crescimento contínuo na América Latina, demograficamente mais jovem, talvez deslocasse as oportunidades de mercado para as multinacionais de um crescimento mais lento e populações envelhecidas dos EUA e Canadá para esses membros “meridionais”.

Políticas reguladoras e de outro tipo que afetam o investimento externo direto dos EUA

Políticas internas básicas

Praticamente inexistente uma regulamentação per se que regule o investimento externo direto dos EUA. No entanto as políticas reguladoras que afetam os investimentos internos podem influenciar indiretamente o volume ou a direção do investimento direto de empresas do país. Particularmente, as leis que regem as condições de saúde, segurança e trabalho

e o efeito ambiental das atividades das empresas dos EUA tornaram-se todas mais rigorosas a partir da última década. Essas leis aumentam o custo das operações no país comparado ao das realizadas no exterior, naqueles países onde são menos rigorosas ou inexistem, como em quase toda a América Latina. Portanto, as empresas que queiram realizar novos investimentos nos EUA ou em algum lugar da América Latina, que em outras circunstâncias seriam indiferentes, poderão escolher o último caso pelas razões já citadas (Dreyer *et al.*, 1991).

Existem provas de tipo anedótico que sustentam a hipótese do desvio dos investimentos. Sabe-se, por exemplo, que as empresas canadenses que investem no setor de recursos naturais (minérios e produtos florestais) optaram por estabelecimentos chilenos no lugar de canadenses porque os procedimentos de avaliação ambiental eram mais demorados e rigorosos no Canadá. Talvez o indício mais importante seja dado pela negociação feita entre o governo de Clinton e o México dos chamados "acordos secundários" no contexto do NAFTA, que tratam das leis trabalhistas e ambientais. Esses acordos foram incentivados por dois fatores: a preocupação com a perda de empregos causada pelo fato de que as companhias dos EUA tentariam investir no México (devido ao seu clima regulador de mais baixo custo e o desejo de melhorar as condições de trabalho) e o efeito ambiental da indústria mexicana.

Nesse sentido, ao se integrarem cada vez mais as economias das Américas, provavelmente o clima regulador dos países industrializados terá mais conotações internacionais. Embora seja possível que as leis nos EUA e no Canadá se flexibilizem com o intuito de tornar mais competitivos os investimentos nesses países, é mais provável que os grupos de interesses comuns trabalhistas e públicos exerçam pressão para estender as normas reguladoras para toda a região, fazendo-as assim mais compatíveis com as da América do Norte.

Políticas tributárias

Dentre as políticas que afetam o investimento externo direto dos EUA, a tributária é a mais importante potencialmente.²⁰ Disposições tributárias vigentes antes de 1981 apresaram os planos de depreciação e aumentaram os limites dos gastos de capital admissíveis. Além disso, acabaram aumentando a rentabilidade prevista dos investimentos no país em relação aos investimentos no exterior, uma vez descontados os impostos. Entre 1981 e 1987, essas disposições foram sendo eliminadas paulatinamente e o sistema tributário dos EUA tornou-se gradativamente neutro a respeito do lugar do investimento. No entanto, de maneira paradoxal, quando os incentivos ao investimento no país foram implementados, o investimento externo direto dos EUA nos países em desenvolvimento cresceu rapidamente, mas, quando estes foram eliminados, continuou caindo (Dreyer *et al.*, 1991). Desse modo, enquanto o sistema tributário dos EUA podia ter repercussões no investimento externo direto, outros fatores mostraram-se abertamente mais importantes.

Estudos empíricos mais recentes sugerem que as taxas tributárias dos países de origem afetam em grande medida e de forma negativa o investimento externo direto, e que essas taxas são mais importantes do que as do país-anfitrião (Jun, 1992). Contudo, essa análise baseia-se nas afluências de investimento externo direto entre os países industrializados. É preciso uma maior elaboração para colocar à prova a relação entre os níveis de

tributação e as correntes de investimento externo direto entre os países em desenvolvimento e desenvolvidos.

Políticas promocionais

Finalmente os EUA, ao lado de outros países industrializados, dão apoio ao investimento externo direto nos países em desenvolvimento mediante determinadas políticas promocionais. Por exemplo, a OPIC (Corporação de Investimentos Privados no Exterior) foi estabelecida em 1971 com o intuito de incentivar o investimento externo direto dos EUA nos países em desenvolvimento, dando cobertura de seguro contra os riscos da inconversibilidade monetária, as expropriações e a violência política. Na medida em que esse seguro reduza os riscos dos investimentos diretos nos países em desenvolvimento, o cálculo riscos-rentabilidade melhorará, além de propiciar maior investimento externo direto de forma marginal. Mesmo assim, é dada cobertura de seguro a uma parcela muito pequena do investimento direto dos EUA nos países em desenvolvimento. No final de 1988, as obrigações de seguros da OPIC eram avaliadas em US\$ 3,1 bilhões, o equivalente ao 3,5% do volume de investimento externo direto dos EUA nos países em desenvolvimento (Dreyer *et al.*, 1991).

Além da OPIC, outros organismos (principalmente a USAID — Agência para o Desenvolvimento Internacional dos Estados Unidos, por meio do seu programa de comércio e investimento) vêm apoiando o investimento direto dos EUA via programas de fortalecimento institucional ou aperfeiçoamento das capacidades nos países em desenvolvimento, de modo que possam atrair o investimento externo de forma mais eficiente. As atividades que recebem esse apoio incluem a assistência técnica para o estabelecimento de organismos de promoção das exportações e dos investimentos. Além disso, o programa financia estudos de viabilidade e programas de capacitação relacionados a projetos importantes. Embora os fundos devam ser concedidos a companhias dos EUA e devam ajudar a consolidar a posição das empresas do país para futuros investimentos, os projetos são escolhidos pelo país-anfitrião e refletem as suas prioridades de desenvolvimento. As missões da USAID nos países da América Latina e do Caribe têm sido particularmente ativas na ajuda a tais organismos, como na Costa Rica, El Salvador, Jamaica e Haiti. Calcula-se que esteja entre US\$ 30 milhões e US\$ 40 milhões anuais o valor destinado a essas atividades (Bélot e Weigel, 1992; Dreyer *et al.*, 1991).

Tratados bilaterais de investimento

Os EUA estabeleceram um programa de tratados bilaterais de investimento em 1981 com o intuito de reduzir as barreiras ao investimento externo direto e protegê-lo. Tais tratados contêm, por regra geral, os seguintes itens: disposições para o tratamento nacional ou o tratamento de nação mais favorecida (ou mais favorável) aos investidores estrangeiros; indenização rápida, suficiente e eficaz nos casos de expropriação; transferências ilimitadas das rendas de todo tipo financeiro que estejam relacionadas a um investimento; e procedimentos entre os países para a superação das diferenças internacionais. Em janeiro

de 1993, os EUA tinham celebrado 22 tratados, principalmente com países da Europa Oriental, ex-União Soviética e países em desenvolvimento.

Vale a pena assinalar, entretanto, que a Argentina é o único país latino-americano com o qual os EUA negociaram um tratado (em novembro de 1991).²¹ Isso significa que as políticas comerciais dos EUA para a região podem estar em um nível um pouco diferente, questão reforçada pela Iniciativa para as Américas, lançada pelo então presidente Bush. Naturalmente, as disposições do NAFTA incluem, entre outras coisas, todos os elementos de um tratado bilateral de investimentos, de modo que um tratado com o México seria supérfluo. Portanto, os novos tratados de investimento com os países latino-americanos podem muito bem ficar sob a égide de uma comunidade econômica cada vez mais ampla, formada mediante a integração de novos membros da região no NAFTA.

Conclusões

Melhor do que resumir as principais conclusões, talvez seja mais proveitoso sistematizar os fatores que parecem implícitos nas tendências principais e as repercussões que podem trazer à formulação das políticas nos EUA.

Em primeiro lugar, é preciso assinalar que os dados sobre as afluências de carteira deixam muito a desejar. Isso acontece especialmente com o caso das transações nos mercados secundários, em contraposição às novas emissões de ofertas públicas ou privadas iniciais, dados esses que freqüentemente são necessários para satisfazer às exigências reguladoras (da SEC, por exemplo). Acontece ainda, e em maior proporção no caso do comércio de derivados, que, na sua maioria, ocorre fora dos mercados da Bolsa de Valores. Uma apresentação de relatórios mais completa, conseqüente e rápida sobre as transações do mercado secundário e de derivados beneficiaria a todos os participantes por igual (países originários, receptores, poupadores, investidores e mutuários). As autoridades de bolsas e valores das Américas já tentaram coordenar as suas atividades e trabalhar em prol da harmonização das normas (Schapiro, 1993), mas as organizações regionais como a CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina) e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) podem exercer um papel quanto à elaboração de um sistema padronizado de apresentação de relatórios e informação para a região.

Em segundo lugar, o fato de que os créditos bancários para a região tenham diminuído e sido substituídos pelas correntes de valores em carteira é tanto um reflexo da transformação dos mercados financeiros da América do Norte e outros países industrializados quanto uma reação diante dos problemas da dívida na década de 1980. Os empréstimos internacionais feitos pelos bancos comerciais tinham sido uma aberração provocada pela expansão do sistema bancário incentivada pela concorrência das instituições não-bancárias e por suposições acerca da segurança "relativa" dos bancos. O distanciamento dos bancos dos créditos internacionais caminhou paralelamente à desintermediação e à "titularização" nos próprios mercados financeiros dos países industrializados e, com o decorrer do tempo, à "titularização" de grande parte da dívida bancária dos países em desenvolvimento. No momento em que os empréstimos bancários começaram a ser convertidos em bô-

nus, o caminho para que os mercados dos países em desenvolvimento conseguissem acesso diretamente aos mercados de bônus do mundo industrializado ficou aberto.

No que tange às correntes de capital acionário, trata-se de um fenômeno historicamente novo, que reflete o aumento secular das instituições de investimento coletivo administradas profissionalmente (fundos de pensões, companhias de seguros de vida e, especialmente, fundos mútuos). Essa tendência pode ser atribuída, em parte, ao envelhecimento das populações dos países industrializados, mas também a uma mudança nas preferências e comportamentos dos poupadores. Tais poupadores foram-se distanciando dos instrumentos de dívida captadores de depósitos e geradores de juros para logo procurarem canais de investimento orientados para a valorização do capital e do crescimento a longo prazo. É provável que os investidores/poupadores dos EUA percebam superficialmente que essas oportunidades a longo prazo são cada vez maiores na América Latina e no Caribe do que no seu país. Essas percepções baseiam-se nas populações mais jovens da região, mas também no surgimento de um clima econômico e político mais estável.

Uma maior integração por meio do NAFTA e sua extensão para o Sul, fortalecendo as perspectivas de crescimento na região, aprofundará a confiança dos investidores de valores em carteira para assumir compromissos a longo prazo. É factível ainda que a diversificação seja um elemento estratégico cada vez mais importante, na medida em que os investidores internacionalizem as suas carteiras para aumentar a sua rentabilidade e cobrir os seus riscos.

Dada a quantidade de carteiras de ativos dos EUA e a parcela ainda visivelmente pequena de investimentos em carteira dos EUA designada para os mercados emergentes, mesmo as redesignações de pequeno montante podem proporcionar à região uma considerável afluência adicional de capital.

Portanto, mesmo aumentando as taxas de juros e a rentabilidade financeira dos EUA e de outros países industrializados (moderadamente, em todo caso) em relação aos baixos níveis atuais, temos razões para prevermos que os investidores dos EUA procurarão cada vez com mais frequência oportunidades de investimento de carteira na América Latina e no Caribe (Financial Times, 7 de fevereiro de 1994).

Contudo a estabilidade desses fluxos não está garantida de maneira alguma. A história recente convida à reflexão. A “diversificação” internacional foi também uma estratégia aplicada pelos bancos comerciais na década de 1970, mas, na década seguinte, os empréstimos aos países em desenvolvimento em poder dos bancos pareciam menos sólidos. Quando deixaram de conceder créditos, os bancos aprofundaram a própria crise de serviço da dívida que tentavam evitar. Uma fonte bastante particular de instabilidade, que precisa ser mais pesquisada, é o papel dos derivados; esse tipo de investimento vem crescendo de forma considerável.

No que se refere à dívida e ao capital acionário, o acesso aos mercados de valores em carteira e aos investidores dos EUA provavelmente não poderia ser mais livre. As principais restrições impostas aos emitentes de ações ou bônus parecem ser hoje a transparência da apresentação de relatórios por parte das empresas ou entidades emissoras. A formulação e implementação de princípios de contabilidade geralmente aceitos (Generally Accepted Accounting Principles — GAAP) em toda a região é a iniciativa mais poderosa que dá às entidades regionais um maior acesso ao mercado americano. Tornar-se-ia mais fácil ainda

garantir uma classificação de “categoria de investimento” se esses princípios fossem adotados pelas companhias.

Nesse sentido, pode-se dar margem à assistência técnica prestada pelos organismos regionais, como o Banco Interamericano de Desenvolvimento. Algumas iniciativas complementares, que dependem mais do setor privado, poderiam incluir o aprofundamento da pesquisa de mercado sobre a capacidade e as perspectivas das empresas nacionais com o intuito de informar melhor os investidores dos EUA para que estes possam tomar suas decisões em matéria de carteira de investimentos.

Assim, uma maior pesquisa sobre o comportamento dos principais agentes do mercado poderia contribuir com úteis elementos de avaliação. Dadas as limitações da informação, ficam registradas aqui as seguintes questões: Como são tomadas as decisões pelos investidores profissionais? A partir de quais informações se baseiam para designar as suas carteiras para os mercados emergentes? Essas decisões podem ser comparadas às decisões de carteira para investimentos no mercado nacional, onde a base das informações é mais sólida? Da mesma maneira, podemos formular perguntas a respeito dos organismos de qualificação. Como dão esses organismos as suas qualificações aos mercados emergentes na falta de uma informação tão completa como a que existe em relação ao risco nos países industrializados? Devem os próprios organismos se sujeitar às mesmas normas de responsabilidade, prestação de contas e transparência, de modo que tanto mutuários como investidores sejam melhor informados da fundamentação das suas decisões de qualificação?

Finalmente, talvez a avalanche mais poderosa de que dispõem os EUA e demais países industrializados seja a de suas taxas internas de juros. Provas conclusivas apontam que a retomada das afluições de valores em carteira para os mercados emergentes é devida em parte à importante queda das taxas de juros dos EUA depois de 1990 (Calvo *et al.*, 1993). Daí que um aumento significativo eliminaria o diferencial de rentabilidade do qual gozam os investidores estrangeiros e um êxodo em grande escala talvez pudesse se desencadear.

Se bem que o efeito poderia não ser tão “sistêmico” (como no caso da crise da dívida da década de 1980, que inclusive ameaçou a integridade dos sistemas financeiro e bancário), poderia, de qualquer forma, ser trágica para os países em desenvolvimento a fuga de capitais, e para os investidores em valores de carteira. Tais investidores poderiam incluir inúmeros investidores antigos que talvez tivessem que encarar perdas de capital e cujos ativos de pensões e ingressos de aposentadoria se veriam seriamente prejudicados. Por conseguinte, na medida em que o sistema financeiro mundial estenda o seu poder para os mercados de valores em carteira, as conseqüências para a estabilidade macroeconômica mundial das políticas de taxas de juros internas dos EUA e de outros países industrializados não podem ser subestimadas. Além disso, a experiência da década de 1980 convida à meditação. A crise da dívida foi precipitada, em parte, pela extraordinária escalada das taxas de juros dos EUA e de outros lugares no período de 1980 a 1981. Embora os imperativos internos daquele país indubitavelmente continuem dominando a formulação das políticas de taxas de juros dos países industrializados, hoje mais do que nunca existem razões de cunho internacional que sugerem que as taxas de juros vão permanecer relativamente baixas e estáveis.

É incontestável que o investimento externo direto está mais incentivado com as perspectivas de uma maior integração econômica da região como um todo. Politicamente, a

concretização do NAFTA é evidentemente um importante passo adiante nessa direção. O NAFTA cria um contexto no qual as empresas multinacionais podem começar investimentos por toda a região e se deslocar para estruturas de produção de integração “profunda”, como acontece atualmente na Comunidade Européia e no âmbito do Canadá/Estados Unidos.

Portanto, uma extensão do NAFTA para o Sul incentivaria aumentos significativos do investimento externo direto dos EUA na região, como vem acontecendo de forma semelhante com o México nos últimos seis anos. Nos próximos vinte anos, entretanto, é igualmente provável que a orientação de mercado definitiva do investimento siga progressivamente para a própria região, mais do que para os EUA ou o Canadá.

É verdade que o marco regulador no qual se dá a integração econômica representa um problema político crescente para toda a região. Um primeiro debate sobre essa questão foi emergindo com os “acordos secundários” entre EUA e México relacionados com o NAFTA. Concomitantemente, o novo governo liberal do Canadá expressou a sua intenção de analisar a implementação de um código de subsídios junto com os EUA. As conversas sobre a regulamentação social e ambiental que afeta os investimentos e o comércio da região vão reduzir a incerteza dos investidores, bem como a oposição política que existe nos EUA e no Canadá.

Notas

1. Uma versão anterior deste trabalho foi apresentada no seminário realizado na sede da CEPAL/ONU (Comissão Econômica Para a América Latina/Organização das Nações Unidas) de Santiago do Chile, nos dias 6 e 7 de dezembro de 1993. Os participantes desse seminário, William Gruben, do Banco da Reserva Federal de Dallas, Vittorio Corbo, Stephany Griffith-Jones e Robert Devlin, entre outros, contribuíram com inúmeros e úteis comentários. Recebemos também valiosas sugestões de Charles Collyns, do Fundo Monetário Internacional. Queremos agradecer a todos eles, como também os comentários dos meus colegas Ann Weston e Andrew Clark e as conversas com funcionários do Departamento do Tesouro dos Estados Unidos, da Comissão de Bolsa e Valores, do Banco da Reserva Federal de Nova York e de sociedades de valores com sede em Wall Street. No entanto, as opiniões expressas neste trabalho são do autor e não necessariamente das pessoas consultadas durante a sua elaboração. Quero agradecer ainda a Sarah Matthews pela preparação do texto final.
2. Ver uma excelente análise da dívida e dos créditos internacionais a partir de um enfoque histórico em Stallings (1987).
3. Bryant cita um discurso de Keynes de 1944, no qual dizia o seguinte: “Determinamos continuar controlando a nossa taxa interna de juros, de modo que possamos mantê-la tão baixa como melhor convenha aos nossos próprios fins, sem interferência do vaivém dos movimentos internacionais de capital ou fugas de capital especulativo [...]”.
4. No entanto a existência de regras da SEC referente às emissões de bônus nos EUA acabou incentivando, na década de 1960, a expansão do euromercado. Iniciou-se em Londres e depois expandiu-se por outros mercados financeiros extraterritoriais nos quais eram tomados em empréstimos e se emprestavam dólares americanos sem restrições reguladoras. Os países latino-americanos tiveram um certo acesso aos mercados de eurobônus.
5. Deficiências semelhantes acuaram as infelizes instituições conhecidas como associações de poupança e empréstimo (*Savings and Loan Associations — S&L*), que investiram fortemente em bens e ficaram presas em um emaranhado de risco das taxas de juros, deflação do ativo e fraudes ocasionais. Tudo isso foi exacerbado por iniciativas para desregularizar essa atividade e aumentar a garantia do seguro dado aos depositantes. Em 1993, o custo total pela proteção aos depositantes com seguro contra perdas era avaliado em até US\$ 175

- bilhões, isto é, 3% do PNB (Produto Nacional Bruto) dos EUA (*National Commission on Financial Institution Reform, Recovery and Enforcement*, julho de 1993, p. 4).
6. Em 1992, dos US\$ 33,7 bilhões das vendas brutas em bônus para a região, US\$ 26,5 bilhões foram originados nos seguintes países: Antilhas Holandesas (US\$ 11,7 bilhões), Bermudas (US\$ 7,6 bilhões), Índias Ocidentais Britânicas (isto é, Ilhas Cayman, US\$ 4,5 bilhões) e Bahamas (US\$ 2,7 bilhões).
 7. De acordo com estudo recente sobre essa atividade, 16% dos fundos mútuos examinados já incluíam nas suas carteiras bônus dos mercados emergentes, e mais 16% planejavam incluí-los no futuro. As companhias de seguros ocupavam o segundo lugar com pouca diferença. Destas, 14% incluíam os bônus atualmente e 3% planejavam participar no futuro (Global Derivatives Study Group, 1993).
 8. Em setembro de 1993, o Banco Mundial realizou um simpósio em Washington, D.C., sobre "Investimentos de carteira nos países em desenvolvimento", que reuniu vários analistas importantes, dentre os quais representantes das principais empresas de valores.
 9. Os centros extraterritoriais são pontos menos importantes para as transações de ações do que para as de bônus. Portanto, o viés dos dados é menor. Mesmo assim, as Antilhas Holandesas, Ilhas Cayman, Bermudas e Bahamas registraram, em 1992, vendas no valor de US\$ 8 bilhões de um total de vendas brutas de ações (da América Latina e do Caribe) de US\$ 19,7 bilhões.
 10. Os instrumentos de investimento derivados são instrumentos de garantia contra o risco e incluem os swaps (ou intercâmbios de moedas), as opções, as operações a prazo e os futuros. Tais instrumentos "derivam" do valor de um ativo implícito e, de modo geral, protegem o ativo contra um determinado aspecto, seja sua taxa de juros, seja seu preço, seja sua denominação monetária.
 11. De acordo com informações, a Pemex, companhia petrolífera estatal do México, vem implementando os princípios de contabilidade geralmente aceitos nos EUA com o intuito de poder cotar as suas ações no mercado deste país (Banco Mundial, 1993a).
 12. Os ADRs são instrumentos baseados no patrimônio líquido e fixados em dólares, com o apoio de um fideicomisso que contém ações de uma companhia estrangeira. Os ADRs são comercializados nos principais mercados de bolsas de valores e em mercados extrabursáteis. (FMI, 1993b).
 13. Segundo Chuan (1993), a NAIC tenta conciliar as leis dos estados que regem as atividades das companhias de seguros.
 14. Ver resumo das publicações teóricas em Dunning (1993, Capítulo 4).
 15. Somente filiais não-bancárias de empresas matrizes não-bancárias dos EUA.
 16. Ver análise da produção internacional integrada em UNTACD (1993b, Parte II).
 17. No entanto, os dados relativos ao investimento externo direto são enviesados, já que estão baseados mais no custo histórico do que no valor atual. Por conseguinte, o valor real do investimento externo direto dos EUA nos setores primários da América Latina poderia estar sendo subestimado em relação ao investimento direto nos setores secundário e terciário. Isso ocorre na medida em que a maioria do investimento primário foi feito há muitos anos, enquanto os investimentos secundário e terciário podem ser mais recentes.
 18. "NAFTA" é um nome errôneo, já que o tratado abrange inúmeras questões que incluem o comportamento referente aos investimentos fora do âmbito das relações "comerciais".
 19. A integração "superficial" se dá no nível do comércio, enquanto a integração "profunda" acontece no processo de produção, isto é, dentro das empresas multinacionais e entre elas e as companhias não-filiadas. Os antecedentes são a Comunidade Européia e o caso dos Estados Unidos/Canadá (inclusive antes do tratado de livre comércio entre os dois países). Em ambos os casos, as empresas multinacionais racionalizaram as suas instalações de produção entre os países do grupo com o intuito de obter vantagens quanto a custos, localização, tecnologia etc. Por exemplo, na Comunidade Européia, a Unilever reduziu e concentrou as suas treze instalações de produção de sabonete em quatro unidades-chave, como também as suas atividades de produção de produtos de limpeza e higiene em uma unidade da Itália. Já no caso dos Estados Unidos/Canadá, o acordo automobilístico criou uma zona de livre comércio para as três grandes firmas fabricantes de carros em 1965. Posteriormente, foi racionalizada a produção de modo que determinados modelos e peças de reposição eram fabricados tanto no Canadá quanto nos EUA (ONU, 1993).

20. Entretanto as políticas monetárias tiveram talvez o efeito mais notável nas afluências de investimento externo direto provenientes dos EUA. As políticas monetárias restritivas da década de 1980 tinham o efeito de aumentar a taxa de rentabilidade do capital dos EUA. A consequência disso em relação aos outros países consistiu em atrair um fluxo líquido de capitais, incluídas as afluências de investimento externo direto, que durante a década de 1980 atingiram níveis jamais imaginados. Apesar disso, outros fatores relacionados com a propriedade, localização e integração internacional da produção entre as empresas multinacionais foram provavelmente, no mínimo, tão importantes quanto a taxa de juros.

21. No entanto, dois países caribenhos assinaram também tratados bilaterais de investimento com os EUA: o Haiti e Granada.

Referências bibliográficas

- AGTMAEL, A. VAN (1993), "Portfolio investment in emerging markets: the view of a practitioner", trabalho apresentado no simpósio realizado pelo Banco Mundial sobre "Portfolio Investment in Developing Countries", setembro.
- BANCO DE PAGAMENTOS INTERNACIONAIS — BPI (1993), *63rd Annual Report*, Basileia, junho.
- BANCO MUNDIAL (1993a), *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, Washington, D.C.
- (1993b), "U.S. direct investment abroad: Operations of U.S. parent companies and their foreign affiliates", Washington, D.C., Escritório de Análises Econômicas.
- (1993c), *Financial Flows to Developing Countries Quarterly Review*, Washington, D.C., julho.
- BANCO MUNDIAL (1991), *Informe sobre el desarrollo mundial*, 1991, Nova York, Oxford University Press.
- BANK OF NEW YORK (1992), "Rule 144A & Regulation S: Regulatory developments impacting depositary receipts", *Bulletin*, Nova York, junho.
- BÉLOT, T. E WEIGEL, D. (1992), "Programs in industrial countries to promote foreign direct investment in developing countries", Washington, D.C., Corporação Financeira Internacional (CFI).
- BRYANT, R. C. (1987), "International financial intermediation", Washington, D.C., *The Brookings Institution*.
- CALVO, C., LEIDERMAN, L. E REINHARDT, C. (1993), "Capital inflows and the real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors", *INF Staff Papers*, v. 40, n.º 1, março.
- CHENERY, H. E SRINIVASAN, T. N. (comps.) (1989), *Handbook of Development Economics*, v. 2, Amsterdã, Elsevier.
- CHUAN, P. (1993), "Source of portfolio investment in emerging markets", Washington, D.C., Banco Mundial, setembro (inédito).
- CHUAN, P., Claessens, S. e Mamingi, N. (1993), "Equity and bond flows to Asia and Latin America: the role of global and country factors", *Policy Research Working Papers*, n.º 1160, Washington, D.C., Departamento de Economia Internacional, Banco Mundial, julho.
- DEPARTAMENTO DE COMÉRCIO DOS ESTADOS UNIDOS (1988), *International Direct Investment: Global Trends and the U.S. Role*, Washington, D.C., Government Printing Office, novembro.
- CORPORAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL — CFI (1993), *Emerging Stock Markets Factbook*, 1993, Washington, D.C.
- CULPEPER, R. E GRIFFITH-JONES, S. (1992), "Rapid return of private flows to Latin America. New trends and new policy issues", Santiago, Chile, outubro (inédito).
- (1992), *Treasury Bulletin*, Washington, D.C., junho.
- DEVLIN, R. (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton, N.J., Princeton University Press.
- DREYER, J.S. ET AL. (1991), "Industrialized countries' policies affecting foreign direct investment in developing countries", *Country Studies*, v. 2, Washington, D.C., Banco Mundial/Organismo Multilateral de Garantia de investimentos (OMGI).
- DUNNING, J. H. (1993), *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Wokingham, Addison-Wesley.

- EICHENGREEN, B. (1991), "Historical research on international lending and debt", *The Journal of Economic Perspectives*, v. 2.
- (1992), *Treasury Bulletin*, Washington, D.C., Junho.
- FEDDER, M. J. E MUKHERJEE, M. (1992), "The reemergence of developing countries in the international bond markets", *Beyond Syndicated Loans: Sources of Creditor Developing Countries*, J.D. Shilling (org.), Washington, D.C.
- FISCHER, B. E REISEN, H. (1993), "Liberalising capital flows in developing countries", Paris, Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE).
- FISHLOW, A. (1985), "Lessons from the past: capital markets during the 19th century and the interwar period", *International Organization*, v. 39, n.º 3.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL — FMI (1993a), *International Capital Markets. Part II: Systemic Issues in International Finance*, Washington, D.C., agosto.
- (1993b), *Private Market Financing for Developing Countries*, Washington, D.C., dezembro.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL — FMI (1991), *International Capital Markets: Developments and Prospects*, Washington, D.C., maio.
- GLOBAL DERIVATIVES STUDY GROUP (1993), *Institutional Fixed — Income Investors*, Greenwich.
- Howell, M. (1993), "Institutional investors as a source of portfolio investment in developing countries", trabalho apresentado no simpósio realizado pelo Banco Mundial sobre "Portfolio Investment in Developing Countries", setembro.
- JUN, J. (1992), "The effects of taxation on foreign direct investment: evidence from country specific data", Washington, D.C., Banco Mundial, setembro.
- LITAN, R. E. (1991), *The Revolution in U.S. finance*, Washington, D.C., The Brookings Institution.
- MULLIN, J. (1993), "Emerging equity markets in the global economy", *Quarterly Review*, Banco da Reserva Federal de Nova York, Nova York.
- NATIONAL COMMISSION ON FINANCIAL INSTITUTION REFORM, RECOVERY AND ENFORCEMENT (1993), "Origins and causes of the S&L debacle: a blueprint for reform", *A Report to the President and Congress of the United States*, Washington, D.C., julho.
- O'BRIEN, R. (1992), "Global financial integration: the end of geography", Nova York, Council on Foreign Relations Press.
- O'BRIEN, R. E HEWIN, S. (orgs.) (1991), "Finance and the international economy", n. 4, Nova York, Oxford University Press.
- ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS — ONU (1993), *World Investment Directory: Foreign Direct Investment, Legal Framework and Corporate Data, Volume III: Developed Countries (ST/CTC/138)*, Nova York, Publicação da Organização das Nações Unidas, n.º para venda: E.93.II.A.9.
- ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO — OCDE (1993), *Financial Market Trends*, n.º 55, Paris, junho.
- PIERCE, J. L. (1991), "The future of banking", New Haven, Yale University Press.
- SALOMON BROTHERS/SOVEREIGN ASSESSMENT GROUP (1992), "Private capital flows to Latin America: volume triples to US\$40 billion in 1991", Nova York, fevereiro.
- SCHADLER, S. et al. (1993), "Recent experiences with surges in capital inflows", Occasional Paper, n.º 108, Washington, D.C., Fundo Monetário Internacional (FMI), dezembro.
- SCHAPIRO, M. L. (1993), "Remarks before the Council of Securities Regulators for the Americas", Buenos Aires, Comissão de Bolsa e Valores dos Estados Unidos (SEC), junho.
- SCHILLING, J. D. (org.) (1992), "Beyond syndicated loans: sources of credit for developing countries", *World Bank Technical Paper*, n.º 163, Washington, D.C.
- STALLINGS, B. (1987), *Banker to the Third World*, Berkeley, University of California Press.
- TESAR, L. E WERNER, I. (1993), "U.S. equity investment in emerging stock markets", trabalho apresentado no simpósio realizado pelo Banco Mundial sobre "Portfolio Investment in developing Countries", setembro.
- THE ECONOMIST (1993), "Up and up until it popped", *The Economist*, 14 de agosto.

- VRIES, M.G. DE (1986), *IFM in a Changing World, 1945-85*, Washington, D.C., Fundo Monetário Internacional (FMI).
- UNCTAD (1993), *World Investment Report, 1992: Transnational Corporations and Integrated International Production (ST/CTC/156)*, Nova York, Publicação da Organização das Nações Unidas, número para venda: E.93.II.A.14.
- WHITE, L. J. (1992), "Why now? Change and turmoil in U.S. banking", *Occasional Paper, n.º 38*, Washington, D.C., Grupo dos Trinta.

*AFLUÊNCIAS DOS FUNDOS PRIVADOS EUROPEUS
PARA A AMÉRICA LATINA:
Fatos e Idéias¹*

Stephany Griffith-Jones

Introdução

Este trabalho faz inicialmente uma breve descrição das atuais tendências dos mercados privados em nível global e dos fluxos dirigidos para os países em desenvolvimento, particularmente, os direcionados à América Latina.

Em seguida são apresentadas informações detalhadas sobre os fluxos provenientes dos países da CEE (Comunidade Econômica Européia) para a América Latina. Nessa parte são examinadas ainda algumas características fundamentais dos próprios investidores e, quando possível, a diferenciação entre os países de origem (Europa e Estados Unidos). A análise começou em um nível mais amplo devido à integração e globalização crescentes dos mercados. Tornava-se pertinente examinar as tendências (como a intensificação do uso de valores) e as forças que operavam em nível global para entender o que ocorria com as afluências específicas, como as que a Europa destinava à América Latina. De fato, em alguns mercados é praticamente impossível distinguir com clareza as afluências "européias". Por exemplo, um fundo de pensões dos Estados Unidos podia adquirir bônus latino-americanos em Luxemburgo. Quer dizer, embora o fluxo aparecesse inscrito como originário da Europa, sua verdadeira fonte era americana. Assim, um fundo de pensões dos EUA podia contratar um gerente de investimentos de Londres ou Edimburgo para que o administrasse destinando-o aos mercados emergentes, principalmente aos países da Bacia do Pacífico.

Neste trabalho são analisadas a fundo as motivações que levam os diferentes tipos de investidores europeus a canalizar fluxos de fundos para a América Latina. É feita, na sua oportunidade, a diferenciação entre as nacionalidades na CEE. Baseados principalmente nas informações colhidas durante as entrevistas, analisam-se as motivações dos investidores em relação aos diferentes tipos de instrumentos, como também os fatores que estimulavam esses fluxos para a América Latina e suas possibilidades de sustentação.

A seguir é estudada a regulamentação que se implementa às aplicações dos diferentes tipos de investidores europeus nos chamados mercados emergentes. Mais adiante são apresentadas as conclusões extraídas das informações disponíveis sobre as condições dessas afluências e sua idoneidade quanto à satisfação das necessidades da América Latina. Também é avaliado o risco que essas afluências representam.

Tendências globais dos fluxos destinados aos países menos desenvolvidos da América Latina nos mercados privados

A dívida global continuou crescendo rapidamente pelo terceiro ano consecutivo em 1993 no mercado internacional de capitais. O volume acumulado dos fluxos internacionais de capital, que teria aumentado significativamente em 1991 (20,7%), subia novamente no ano seguinte (16,2%) e, para 1993, o volume total da dívida superava o patamar dos US\$ 810 bilhões. A sua taxa de crescimento (33%), medida anualmente, era ainda maior do que nos anos anteriores (Quadro 1). Se se considerem os últimos cinco anos (1987 a 1993), a dívida global apresenta um aumento de 82%.

Quadro 1
O endividamento dos mercados internacionais de capital
(composição dos devedores; bilhões de US\$)

	1989	1990	1991	1992	1993
Países da OCDE	426,5	384,4	457,9	535,7	690,6
Países em desenvolvimento	21,8	28,6	46,2	47,3	84,4
Países centro-europeus e orientais	4,7	4,6	1,8	1,5	6,2
Outros	13,5	17,3	19,0	25,2	29,3
Total	466,5	434,9	524,9	609,7	810,5
Câmbio percentual anual	+2,8	-6,8	+20,7	+16,2	+33,0

Fonte: OCDE, 1993 e 1994.

A tendência observada no período de 1990 a 1992 se manteve, quando a dívida dos países em desenvolvimento no mercado internacional de capitais cresceu significativamente. Em 1990 aumentou 31%, cresceu ainda mais em 1991 (62%) para depois despencar em 1992 (2%). Em 1993, a dívida alcançou níveis ainda maiores (Quadro 2). Como consequência disso, a participação dos países em desenvolvimento no montante total, que tinha subido de 4,7% em 1989 para 6,6% em 1990 e quase 9% em 1991, cai em 1992 e retoma o fôlego em 1993 com uma alta de cerca de 10%. Persiste, portanto, o aumento significativo das emissões de bônus iniciado em 1990 (Quadro 2).

Segundo outras fontes — como o estudo realizado pelo Banco Mundial (1993), que faz uma completa cobertura desses novos fluxos dirigidos aos países menos desenvolvidos —, os números relativos à América Latina são um pouco maiores. Calcula-se, por exemplo, que o valor dos bônus latino-americanos subia para US\$ 11,7 bilhões em 1992 em contraposição aos US\$ 8,2 bilhões fornecidos pela OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico). O investimento em ações na América Latina atingia a casa dos US\$ 5,5 bilhões em 1992. Já para a OCDE, esse valor era de US\$ 4,5 bilhões. Mas as tendências assinaladas por ambas as fontes são semelhantes e demonstram o rápido e con-

tínuo crescimento dos bônus em geral (a OCDE diagnosticava também um aumento adicional da oferta de bônus latino-americanos na medida em que diversos países fossem ascendendo a categorias superiores na classificação dos efeitos segundo a qualidade do risco).

A dinâmica das tendências globais, observada em 1993, não foi gerada principalmente devido aos créditos concedidos, como pode ser observado no quadro 4, mas pelos bônus e ações, que cresceram 46% nesse ano (Quadro 4).

Quadro 2
Endividamento dos países em desenvolvimento
(bilhões de US\$)

Instrumentos	1989	1990	1991	1992	1993
Bônus	2,6	4,5	8,3	14,0	45,6
Ações	0,1	1,0	5,0	7,2	10,7
Empréstimos sindicatos	16,2	19,8	26,7	16,5	18,4
Linhas de crédito comprometidas	0,9	2,1	4,5	1,7	1,2
Emissões não-garantidas ^a	2,0	1,2	1,7	7,9	8,5
Total	21,8	28,6	46,2	47,3	84,4
Aumento percentual referente ao ano anterior		31%	62%	2%	78%

^a Inclui papéis eurocomerciais e de médio prazo.

Fonte: OCDE, 1993 e 1994.

Quadro 3
Endividamento dos países latino-americanos
(bilhões de US\$)

Instrumentos	1989	1990	1991	1992	1993
Bônus	—	1,0	4,6	8,2	23,7
Ações ^a		—	4,4	4,5	5,5
Empréstimos sindicatos	1,9	3,3	0,9	1,0	2,2
Linhas de crédito comprometidas	0,1	—	2,8	0,3	—
Emissões não-garantidas ^b	—	—	1,2	6,1	6,8
Total dos países latino-americanos	2,0	4,3	13,9	20,1	38,2
Porcentagem do endividamento dos países latino-americanos em relação ao endividamento total dos países em desenvolvimento	9,2	15,0	30,1	42,5	45,3

^a Novas emissões e ofertas públicas iniciais de ações correntes e preferenciais.

^b Inclui papéis eurocomerciais e papéis de médio prazo.

Fonte: OCDE, 1993 e 1994.

Ao comparar os Quadros 2 e 4, podemos notar que a dívida dos países subdesenvolvidos segue tendência semelhante à global, especialmente no que concerne à queda de créditos concedidos e ao rápido aumento dos valores (tanto bônus como ações).

As informações referentes ao Quadro 5 permitem analisar a importância relativa dos diferentes tipos de fluxos privados direcionados à América Latina e ao Caribe, a sua evolução no decorrer do tempo e compará-los com os que os países asiáticos recebem.

Quadro 4
O endividamento nos mercados internacionais de capital
(bilhões de US\$; porcentagem)

	1989	1990	1991	1992	1993
Valores	263,8	237,2	321,0	357,2	521,7
Empréstimos	121,1	124,5	116,0	117,9	130,1
Linhas de crédito contingente comprometidas	8,4	7,0	7,7	6,7	8,2
Emissões não-garantidas ^a	73,2	66,2	80,2	127,9	150,5
Total	466,5	434,9	524,9	609,7	810,5
Aumento percentual anual	+2,8	-6,8	+20,7	+16,2	32,9

^a Incluídos os papéis eurocomerciais e papéis de médio prazo.

Fonte: OCDE, 1993 e 1994.

Comparando-se os períodos de 1977 a 1981 e 1989 a 1992 do Quadro 5, percebe-se que, no caso da América Latina e do Caribe (Hemisfério Ocidental) os fluxos de investimento externo direto experimentaram um notável aumento no total dos fluxos de capitais (de 10,6% para 24%). Aumentou rapidamente a importância dos valores de carteira (de 0% para 6,3%); a participação dos bônus subiu ligeiramente (de 4,5% para 6,3%); e os empréstimos dos bancos comerciais caíram visivelmente (de 66,9% para 14,7%). Já no caso da Ásia, observam-se mudanças semelhantes, mas não tão drásticas. Nesses países, por exemplo, a participação dos empréstimos dos bancos comerciais declinou, mas menos dramaticamente do que no caso dos países latino-americanos. A proporção dos valores de carteira, que era nula, subiu para 3,6% do montante total dos fluxos de capitais. E, segundo o FMI, as mudanças nos países da Ásia foram mais radicais do que nos da América Latina em relação ao aumento da participação do investimento externo direto e dos bônus.

Fluxos europeus privados destinados à América Latina

Investimento externo direto

Pode-se observar no Quadro 6 que, durante o período de 1987 a 1990, o investimento direto na América Latina oriundo dos países da Europa representou 25% do investimento

mundial total. Cabe assinalar que a afluência europeia mais importante surgiu do Reino Unido (US\$ 2,5 bilhões), seguindo-se, em ordem de importância, a Alemanha (US\$ 1,4 bilhão), a Espanha (US\$ 700 milhões) e a França (US\$ 600 milhões). Essa distribuição por país de origem difere da existente anteriormente, já que no período de 1979 a 1982 a Alemanha era a fonte principal, seguida da França, enquanto o Reino Unido ocupava o terceiro lugar (Quadro 6).

Quadro 5
Países em desenvolvimento: fluxos de capital^a
(como porcentagem do total)

	1971-1976	1977-1981	1982-1988	1989-1992
Hemisfério Ocidental				
Investimento estrangeiro direto	11,8	10,6	14,2	24,0
Valores de carteira	—	—	—	6,3
Bônus	2,6	4,5	2,3	6,3
Empréstimos dos bancos comerciais	60,0	66,9	36,2	14,7
Créditos de fornecedores e exportadores	8,9	6,2	8,8	7,7
Empréstimos oficiais	15,9	11,2	35,1	35,9
Doações	0,8	0,6	3,4	5,1
Total em bilhões de dólares dos Estados Unidos	17,5	49,5	36,8	42,8
Total em bilhões de dólares constantes ^b	36,2	57,8	35,8	34,8
Ásia				
Investimento estrangeiro direto	7,1	6,1	9,8	18,4
Valores de carteira	—	—	—	3,6
Bônus	0,8	1,4	5,6	4,4
Empréstimos dos bancos comerciais	23,5	32,1	32,5	23,5
Créditos de fornecedores e exportadores	12,5	14,8	11,8	13,3
Empréstimos oficiais	44,8	35,5	33,3	30,9
Doações	11,4	10,1	7,0	5,9
Total em bilhões de dólares dos Estados Unidos	9,6	23,2	39,8	66,5
Total em bilhões de dólares constantes ^b	17,8	24,3	37,5	53,4

a Fluxos brutos de longo prazo.

b Utilizou-se o valor unitário das importações totais em dólares dos Estados Unidos (1985 = 100) para calcular as cifras deflacionadas.

Fonte: FMI, (1993).

Quadro 6
Fluxos de IED procedentes da Europa, Estados Unidos e
Japão destinados à América Latina e ao Caribe
(milhões de US\$)

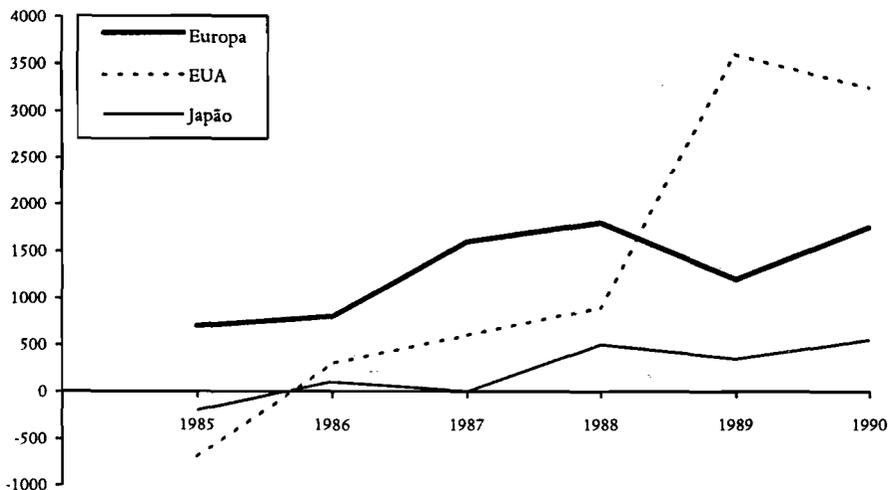
	1979-82	1983-86	1987-90	1987	1988	1989	1990	1991
Alemanha	1 458	721	1 366	377	398	302	289	373
Bélgica	69	24	136	26	57	-5	58	34
Espanha	722	303	706	89	148	187	282	580
França	1 161	394	588	84	111	112	281	-12
Itália	322	473	477	97	210	114	56	123
Países Baixos	204	350	480	48	17	122	293	314
Reino Unido	1 141	1 241	2 561	805	842	437	477	n.a.
Suíça	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Total da Europa	5 097	3 506	6 314	1 526	1 783	1 269	1 736	n.a.
Estados Unidos	8 542	-415	8 412	708	943	3 544	3 217	n.a.
Japão	2 058	555	1 364	-23	471	343	573	560
Total mundial	23 870	13 259	25 652	5 356	7 553	6 266	6 477	10 939

Nota: As cifras do IED correspondentes à Espanha não são estritamente comparáveis às cifras publicadas pela OCDE. O Fundo Monetário Internacional (que é a fonte dos dados do total mundial) contém informações sobre a saída e entrada de IED e também a OCDE (de onde se obtiveram os dados por países) só informa a saída de IED. Diferem também o FMI e a OCDE quanto aos procedimentos de cobertura e de apresentação de dados.

Fonte: O quadro (com exceção do total mundial) foi obtido por meio do BID/IRELA (1992). Fonte dos dados: Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), Paris; Direção de Desenvolvimento de Ultramar (ODA) do Reino Unido, Departamento de Estatísticas, Londres, dados inéditos: Ministério da Indústria, Comércio e Turismo, Secretaria de Estado do Comércio, Setor Exterior 1990, Madri, 1990; e Fundo Monetário Internacional (FMI), fitas magnéticas sobre a balança de pagamentos.

Ao compararmos a participação do investimento externo direto destinado à América Latina, proveniente da Europa e os vindos de outras regiões, observa-se que, especialmente de 1988 em diante, a porcentagem desse investimento proveniente dos BUA aumentou notavelmente, enquanto a participação das afluências originárias da Europa sofreram um ligeiro declínio. De fato, em 1989 caiu o valor nominal em dólar americano do investimento externo direto da Europa destinado à América Latina, embora em 1990 tenha recuperado o nível de 1988. É interessante assinalar que os investidores europeus não suspenderam as suas aplicações na América Latina quando as circunstâncias se tornaram adversas. No período de 1983 a 1988, quando os fluxos do investimento externo direto vindos do Japão reduziram-se de forma sensível e os originários dos Estados Unidos tornaram-se negativos como conseqüência da crise econômica e da dívida na América Latina, o investimento externo direto europeu na região caiu menos do que o do Japão e chegou a ser a fonte mais importante de fluxos de investimento externo direto para a América Latina. Quer dizer, os investidores europeus foram bons amigos em tempos ruins.

Gráfico 1
Correntes de investimento estrangeiro direto da Europa,
Estados Unidos e Japão para a América Latina (em milhões de US\$)



Fonte: Bertz e Ryckeghen (1993).

No período de 1987 a 1990, a maior participação do investimento externo direto na América Latina e no Caribe proveniente dos Estados Unidos pode ser atribuída ao fato de existir uma maior integração das Américas. Nesse sentido, as perspectivas oferecidas pelo NAFTA (Tratado de Livre Comércio da América do Norte) vêm influenciando visivelmente. Por outro lado, o declínio da participação do investimento externo direto europeu nessa região é, no mesmo período, atribuível de certa forma aos efeitos da criação do Mercado Comum Europeu em 1992, já que as perspectivas que oferece vêm influenciando o aumento dos fluxos de investimento intrazonais da CEE (Irela, 1993)

A distribuição setorial das correntes do investimento externo direto muda de acordo com as regiões de origem. Segundo informações disponíveis (Irela, 1993), os investimentos externos diretos da Europa na América Latina estão concentrados principalmente no setor manufatureiro, em contraste com os dos EUA e do Japão, que se mostram principalmente dinâmicos nos setores primários. O investimento externo direto europeu revela a sua preferência pelos seguintes setores: automobilístico, químico e petroquímico, de minérios, eletrônico, de aeronaves e alimentício (Bertz e Van Ryckeghem, 1993).

Finalmente, o Quadro 7 mostra a distribuição dos fluxos europeus de investimento externo direto, por países, para a América Latina no período de 1987 a 1990. O Brasil é, de longe, o principal beneficiário das afluências européias (US\$ 3,2 bilhões), seguido da Argentina (US\$ 900 milhões), do México (US\$ 800 milhões) e do Chile, em quarto lugar, com US\$ 600 milhões. O Reino Unido foi a principal fonte dos investimentos destinados ao Brasil, à Argentina e ao Chile; no caso do México, a fonte principal foi a Alemanha.

Como ficou dito, é praticamente impossível fazer a diferenciação por regiões geográficas das fontes de investimentos em bônus devido ao fato de os bônus internacionais e os eurobônus serem negociados globalmente e não haver informações sobre os seus compradores. No entanto, a informação disponível permite identificar alguns indícios valiosos.

De fato, quando a América Latina tornou a colocar somas importantes no mercado de bônus em 1989. Como podemos ver no Quadro 8, os seus bônus eram fixados exclusivamente em dólares americanos. A porcentagem dos bônus fixados em dólares americanos caiu ligeiramente para 87% em 1991, mas subiu de novo para 96% no primeiro semestre de 1993. Não houve emissões de bônus latino-americanos em 1992 e, portanto, o restante foi estabelecido em moedas européias, especialmente em marcos alemães, ECUs (unidade monetária européia) e outras.

No conjunto dos países subdesenvolvidos, predominam também as emissões de bônus em dólares, mas em um percentual bem inferior ao da América Latina (Quadro 8). No âmbito global, é diferente a distribuição da dívida total entre as diversas moedas, já que o dólar americano representava durante os 18 meses seguintes a janeiro de 1991 aproximadamente 30%, o marco alemão, cerca de 8% e o ECU, por volta de 10%, enquanto as demais moedas, principalmente européias, aproximavam-se dos 37% (Collins, 1993).

A alta quantidade dos bônus fixados em dólares reflete tanto a preferência de moedas dos investidores (por exemplo, calcula-se que uma grande parcela do capital latino-americano em fuga está fixado em dólares americanos) quanto a composição de moedas dos ingressos das companhias latino-americanas. Além disso, os investidores dos EUA mostravam-se mais dispostos a comprar valores latino-americanos devido ao fato de as taxas de juros a curto prazo nesses países terem apresentado uma notável queda durante o triênio 1991 a 1993. Nesse contexto, os devedores latino-americanos conseguiram aproveitar também o crescente mercado de bônus "ianque", enquanto o mercado correspondente a obrigações em moedas européias não tem sido utilizado, como o da libra esterlina.²

Se, por um lado, os bônus internacionais latino-americanos são fixados basicamente em dólares americanos, por outro, são cotados praticamente na sua totalidade na Europa, sendo Luxemburgo o centro principal de concentração das cotações. Torna-se importante salientar ainda que o volume dos bônus fixados em marcos alemães é o maior de todos os bônus fixados em moedas européias. Essa situação é explicável em razão de que o interesse do investidor europeu pelos bônus latino-americanos continua restrito ao setor do marco alemão. Na Alemanha, os bancos — especialmente de poupança, dos quais muitos funcionam em nível municipal — desempenham um papel muito importante na distribuição de emissões de bônus entre o público nacional em geral. Assim, o público daquele país confia que os seus bancos irão aplicar controles de qualidade e os bancos, para manter a confiança dos seus clientes, evitam se expor diante dos riscos do não cumprimento do pagamento dos bônus. Portanto, os bancos alemães evitam fazer emissões ou aplicações de bônus de países que não têm ainda uma solução definitiva para o problema da dívida bancária. Dessa maneira, sabe-se que os investidores institucionais da Alemanha começaram a se mostrar interessados nos bônus latino-americanos.³

Quadro 7
Fluxos de IED dos países europeus
para a América Latina e o Caribe, 1987 a 1990
(milhões de US\$)

	Bélgica	França	Alemanha	Itália	Países Baixos	Espanha	Reino Unido	Europa
Argentina	-35	97	338	61	51	162	204	878
Barbados	0	1	0	2	1	--	-10	-6
Bolívia	-1	0	-3	--	1	--	--	-3
Brasil	143	102	482	337	410	73	1,706	3,253
Colômbia	0	29	17	4	31	14	81	175
Costa Rica	-1	0	3	6	3	2	--	13
Chile	5	62	16	5	39	215	285	626
Equador	12	36	-2	0	3	4	0	53
El Salvador	0	--	-6	0	--	--	--	-6
Guatemala	-1	--	-17	1	0	3	--	-15
Guiana	0	8	0	--	1	--	4	13
Haiti	0	0	0	--	--	--	--	0
Honduras	2	--	--	0	0	--	--	2
Jamaica	0	3	1	1	1	--	53	59
México	-20	113	431	30	14	109	74	752
Nicarágua	1	0	-6	0	2	--	--	-3
Paraguai	1	1	5	4	--	7	--	18
Peru	5	0	30	8	1	11	13	68
República Dominicana	0	0	1	1	2	23	--	27
Suriname	2	1	--	0	-81	--	--	-78
Trinidad e Tobago	--	4	0	-17	1	--	9	-3
Uruguai	-1	73	12	1	1	34	8	127
Venezuela	24	58	64	33	-1	51	134	363
Total	136	588	1,366	477	480	706	2,561	6,314

Nota: Incluem-se as cifras de IED correspondentes à Espanha, mas não são estritamente compatíveis com os dados sobre este investimento publicados pela OCDE. Para maiores informações, ver BID/IRELA, (1992).

Fonte: Quadro extraído do BID/IRELA (1992). Fontes dos dados: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) Paris; Direção de Desenvolvimento de Ultramar (ODA) do Reino Unido, Departamento de Estatística, Londres, dados inéditos; Ministério da Indústria, Comércio e Turismo, Secretaria de Estado do Comércio, Setor Exterior, 1990, Madri.

Quadro 8
Emissões de bônus internacionais por moeda de denominação
(participação percentual)

	1989	1991	1993 (Primeiro semestre)
Prestatários latino-americanos			
Dólares dos Estados Unidos	100%	87%	96%
Marcos alemães	—	5%	2%
Ienes	—	—	—
ECUs	—	2%	—
Outras Moedas	—	5%	2%
	1989	1991	1993 (Primeiro semestre)
Total	100%	100%	100%
Totalidade dos países em desenvolvimento			
Dólares dos Estados Unidos	56%	65%	75%
Marcos alemães	22%	17%	8%
Ienes	17%	9%	14%
ECUs	2%	5%	0%
Outras moedas	3%	5%	3%
Total	100%	100%	100%

Fonte: Cálculos próprios e informações obtidas de Collyns *et al.* (1993).

Os investidores institucionais ou individuais do Reino Unido não demonstram, de modo geral, muito interesse pelos bônus, em parte pelas graves perdas que tiveram durante a década de 1970 com os instrumentos de renda fixa em consequência da elevada inflação. Com efeito, é interessante assinalar o forte contraste que existe entre as preferências gerais pelos bônus, em comparação com as ações, nos diferentes países da Europa. Isso está demonstrado no Quadro 9, que contém informações relativas aos investidores de fundos de pensões dos diferentes países da Europa sobre os quais temos dados. Existe um contraste visível entre o Reino Unido — país no qual os fundos de pensões distribuem os seus ativos em moedas estrangeiras colocando 6% em bônus externos e 94% em ações externas — e a Alemanha, na qual os fundos de pensões distribuem os seus ativos em moedas estrangeiras aplicando 93% em bônus externos e apenas 7% em ações externas. Outro país europeu que revela a sua opção preferencial pelos bônus é a Suíça (Quadro 9). Esse fato coincide com as informações referentes à aplicação de uma porcentagem crescente — embora ainda pequena — de eurobônus latino-americanos via Suíça. Resulta interessante também o fato de ser relativamente alta a participação dos bônus nos ativos externos dos fundos de pensões dos Países Baixos. Em particular, são pertinentes as prefe-

rências que mostram os fundos de pensões dos Países Baixos, da Suíça e do Reino Unido a curto prazo dado o alto nível dos seus ativos externos. Já para médio prazo, contudo, é necessário compreender as preferências dessas instituições, especialmente as dos fundos de pensões da Alemanha, em cujos ativos totais é muito reduzida a percentagem dos investimentos estrangeiro, e, portanto, poderiam provavelmente aumentar bastante. Esse assunto será analisado mais adiante.

Quadro 9
Ativos estrangeiros de fundos de pensões, final de 1988

	Ativos estrangeiros (bilhões de US\$)	Porcentagem dos ativos totais	Bônus estrangeiros como percentagem dos ativos estrangeiros	Ações estrangeiras como percentagem dos ativos estrangeiros
Alemanha	0,2	0,4	93	7
França	1,2	4,0	15	85
Países Baixos	15,0	14,0	41	59
Reino Unido	53,8	14,0	6	94
Suíça	9,0	4,0	70	30
Estados Unidos	62,8	4,0	14	86

Fonte: Davies, (1993).

Ações

As estimativas dos fluxos secundários globais dirigidos para os mercados emergentes de ações da América Latina, da Bacia do Pacífico e da Europa indicam que, no final da década de 1980 e começo da de 1990, os investidores deslocaram para a América Latina uma parcela crescente do seu investimento total.

As emissões primárias latino-americanas eram as predominantes em 1993 entre os mercados emergentes, já que cerca de 50% das emissões totais originárias nos mercados emergentes eram oriundas da América Latina e, desse percentual, mais da metade (30%) correspondia ao México. Esses dados talvez indiquem que nessa fase não existiam problemas de saturação para as ações latino-americanas e que as ações provenientes dessa região continuavam despertando grande interesse nos investidores.

Não existem publicações sobre os fluxos europeus de investimentos em ações latino-americanas. Acredita-se, porém, que as aquisições européias de valores latino-americanos, como indica o Quadro 10, começaram em níveis muito baixos nos anos de 1986, 1987 e 1988, embora tenham subido gradativamente. Após terem crescido significativamente durante os anos de 1989, 1990 e 1991, declinaram, no entanto, em 1992. A esse respeito, os fluxos europeus refletem uma modalidade semelhante à dos fluxos totais orientados para a América Latina, ainda que com um certo atraso. Realmente, no começo as fontes localizadas nos EUA manifestaram mais interesse em adquirir ações latino-americanas (inclusive o capital latino-americano em fuga que retornava). Os investidores

européus, especialmente os do Reino Unido, inicialmente concentraram o seu interesse nos mercados emergentes da Bacia do Pacífico e, um pouco depois dos investidores americanos, investiram nos mercados emergentes da América Latina.⁴ Afirma-se, no entanto, que em 1991 os investimentos europeus tenham alcançado o patamar de 40% do total das afluências secundárias direcionadas aos mercados emergentes da América Latina (Quadro 10), embora a sua participação tenha declinado ligeiramente em 1992 para cerca de 30%.

Quadro 10
Fluxos estimados do mercado secundário europeu para América Latina
(milhões de US\$)

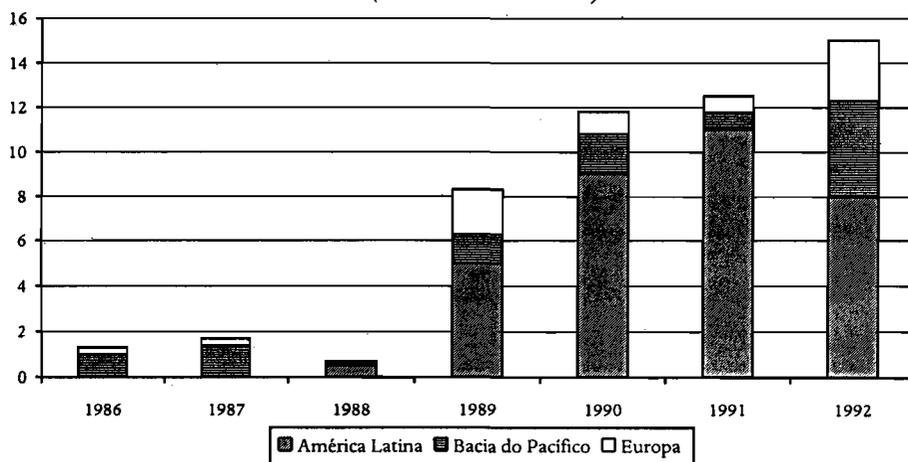
1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992 ^a
40	170	330	1700	3300	4500	2500

^a Valores estimados.

Fonte: Estimativas preparadas por Angela Cozzini com base em informações obtidas de dados da Baring Securities. Agradecemos especialmente a Ms. Cozzini as estimativas suprimidas, dada a escassez de informações sobre esse tema.

Podemos afirmar que esse tipo de comportamento está determinado em grande medida pela proximidade geográfica. Assim, os investidores americanos mostram-se de modo geral mais interessados pela América Latina, enquanto os investidores japoneses preferem os mercados do Sudeste Asiático. Os investidores europeus, especialmente os do Reino Unido, estão interessados em ambos, embora o Sudeste asiático tenha recebido mais atenção nas etapas iniciais. Mais recentemente têm investido na América Latina.⁵

Gráfico 2
Cálculo das correntes do mercado secundário para os mercados emergentes, 1986-92
(em bilhões de US\$)



Fonte: Baring Securities (1993).

Como apontamos acima, são inexistentes publicações com informações pormenorizadas que indiquem as fontes de fundos das diferentes regiões destinados aos mercados emergentes. Existem, porém, dados sobre cada investidor das afluências dirigidas para os seguintes mercados emergentes que, sem a Bacia do Pacífico, formam a totalidade: América Latina, subcontinente da Índia, Oriente Médio, Europa Oriental e outros (é provável que a maioria desses investimentos seja direcionada para a América Latina). No Quadro 11, observam-se três fenômenos: os fluxos originários da Europa representavam 40% dos fluxos dirigidos para os mercados emergentes no período de 1989 a 1992, o percentual maior dos fluxos europeus (23%) tinha a sua origem no Reino Unido e o segundo lugar das fontes européias era ocupado pela Suíça, com 9% do total dos fluxos canalizados aos mercados emergentes.

Evidentemente, o Reino Unido é a fonte mais importante dos investimentos europeus nos mercados emergentes, principalmente em relação aos destinados à América Latina. Os ativos externos do Reino Unido estão concentrados nos fundos de pensões, nas companhias de seguros de vida e nas sociedades de investimentos com número variável de ações.

Quadro 11

Valor líquido dos fluxos internacionais de ações (compra secundária) para os mercados emergentes, por investidores (valores acumulados 1986-1992)^a

Fontes	Bilhões de dólares	Porcentagem
América do Norte	10,21	23
Europa	17,85	40
Reino Unido	10,35	23
Suíça	4,26	9
Arco do Pacífico	13,57	30
Mercados emergentes	1,55	3
Outros	2,70	6
Total	45,88	103,00

^a Valores estimados.

Fonte: Cálculos baseados em Howell (1993).

A acumulação de ativos externos foi uma característica fundamental do desenvolvimento dos fundos de pensões do Reino Unido. Em 1975 esses ativos, que eram compostos na sua maioria por ações, representavam apenas 5% da carteira total. Após a eliminação dos controles do câmbio, em 1979, os ativos externos pertencentes aos fundos de pensões do Reino Unido cresceram visivelmente e a sua participação se multiplicou por três, passando para 18% em 1990. Como mostra o Quadro 12, esse é o índice mais elevado de ativos externos em mãos de fundos de pensões de todos os países desenvolvidos. Segundo a empresa Baring Security (1993), no final de 1991, estavam investidos em ativos externos 26% do total dos fundos de pensões do Reino Unido.

Quadro 12
Ativos estrangeiros dos fundos de pensão europeus
(porcentagem dos ativos totais)

	1975	1980	1985	1990
Alemanha	0	0	1	1
Países Baixos	8	4	9	15
Reino Unido	5	9	15	18
Suíça	—	—	3	5
Partida informativa:				
Estados Unidos	0	1	2	4
Japão	0	1	5	7

Fonte: Baseado nos quadros de correntes financeiras nacionais (Davies, 1993).

O aumento da participação das ações externas nos ativos dos fundos de pensões do Reino Unido é particularmente notável. Essas ações representavam apenas 6% do total em 1979, mas, para a Baring Securities, esse índice subiu para mais de 20% em 1991. Essa estimativa coincide com aquela apresentada no Quadro 9 e com informações das entrevistas realizadas, que registram uma alta porcentagem dos fundos de pensões do Reino Unido investida em ações externas no final da década de 1980. Essa tendência foi confirmada no começo da década de 1990.

Isso tudo pode trazer repercussões importantes para as futuras tendências. Efetivamente, em vista de que, no Reino Unido, os fundos de pensões têm investido uma grande parcela dos seus ativos em ações externas, é possível que não desejem ampliá-la ainda mais. Por esse motivo, os investimentos em ações dos mercados emergentes (por exemplo, na América Latina) corresponderão antes a uma reorientação dos ativos internacionais dos fundos de pensões do Reino Unido para esses mercados do que a um aumento da sua participação de investimentos em valores externos. Mas não devemos subestimar a importância do deslocamento de fundos dos mercados desenvolvidos para os mercados em desenvolvimento.

Resta, contudo, esperar para saber se o aumento dos investimentos dos fundos de pensões do Reino Unido nos mercados emergentes será ou não mais limitado do que, por exemplo, o dos fundos de pensões dos EUA, que tinham investido apenas cerca de 4% do total de seus ativos em ativos externos (Quadro 12). Desses dados, somente 3,5% do total dos ativos correspondia a ações externas.⁶ Portanto os especialistas-consultores que assessoram os fundos de pensões dos EUA os aconselham a aumentar rapidamente o percentual das ações externas no total dos ativos para aproximadamente 15%, e que, desses, cerca de 10% — isto é, 1,5% do total — seja orientado para os mercados emergentes.⁷ Se tais tendências chegassem a se materializar, os investimentos dos fundos de pensões americanos em ações dos mercados emergentes subiriam tanto pelo significativo aumento da quantidade de ações externas no total de seus ativos quanto pela reorientação destes para os mercados emergentes.

Os Países Baixos estão em uma situação intermediária, embora bem próxima à do Reino Unido. A soma que os fundos de pensões privados têm investida em ativos externos é por si só elevada, o que não é o caso dos fundos públicos, cuja soma é bastante pequena (aproximadamente 3%). Conseqüentemente, existem possibilidades de que a porcentagem de ativos externos nos fundos de pensões dos Países Baixos seja ampliada, mas não como acontece com os EUA. Isso significa que haveria maiores possibilidades de aumentar os investimentos em ações nos mercados emergentes, sobretudo porque os fundos de pensões dos Países Baixos preferem decididamente as ações aos bônus para efetuarem as suas aplicações externas. Esse assunto foi tratado acima.

Na Europa, os fundos de pensões e as companhias de seguros de vida do Reino Unido e dos Países Baixos estiveram "na vanguarda" dos investimentos em valores externos. Ambos os países mantêm forte relação entre os ativos institucionais e o seu PIB (Produto Interno Bruto). Os benefícios que os governos oferecem como aposentadoria são relativamente pequenos, fator que obriga as pessoas a pouparem para a velhice. O Reino Unido e os Países Baixos são exceção, e não a regra, da Europa. Por exemplo, em países como a França, a Itália e a Suíça há fundos de pensões mais generosos. Já na Alemanha há um sistema especial de aposentadoria. Nesses países, portanto, a relação entre os ativos institucionais e o PIB é pequena. No entanto alguns observadores⁸ acreditam que é provável que essa situação mude na medida em que os generosos benefícios governamentais em matéria de pensões se tornem inviáveis naqueles países por causa do envelhecimento da população ou pela necessidade de redução do déficit orçamentário. Em conseqüência dessa tendência, e de outras, espera-se um importante aumento dos ativos dos fundos de pensões na França, Alemanha, Itália e Suíça para os próximos anos.

Nesse sentido, a Baring Securities⁹ projeta um significativo aumento para os próximos anos do percentual atualmente baixo dos ativos externos. Há, portanto, grandes possibilidades de que os investimentos dos fundos de pensões em ações da França, da Alemanha, da Itália e da Suíça aumentem, como também em bônus emitidos pelos devedores latino-americanos. Por essa razão, torna-se conveniente que os devedores latino-americanos realizem esforços especiais para atrair o interesse desses importantes investidores potenciais de outros fundos de pensões mais estabelecidos, como os do Reino Unido e dos Países Baixos.

Agora serão examinados os fundos de pensões do Reino Unido que, na verdade, são os investidores europeus mais importantes em matéria de aplicações em ações dos mercados emergentes (Quadro 11). Qual é a porcentagem e evolução dos seus investimentos nos mercados emergentes destinados à América Latina? Essa questão torna-se relevante na medida em que se afirma que os investimentos das instituições, como os fundos de pensões, pressupõem um compromisso de mais longo prazo e que, portanto, são potencialmente menos versáteis do que os investimentos de outras fontes. É impossível conseguir hoje informações específicas sobre cada mercado emergente da América Latina, embora existam dados particulares dos mercados emergentes da Bacia do Pacífico e de outros lugares (não só da América Latina mas também do subcontinente indiano e do Oriente Médio). O Quadro 13 contém informações sobre o investimento total dos fundos de pensões do Reino Unido (185 bilhões de libras), que é efetuado por 3 mil investidores diferentes e chama a atenção para as seguintes questões:

- as ações latino-americanas continuavam representando, em setembro de 1993, uma parcela bastante pequena (menos de 0,6%) no total dos ativos do Reino Unido, mesmo com o sistemático e constante aumento registrado a partir de dezembro de 1990;
- a participação das ações dos países da Bacia do Pacífico (exceto o Japão) no montante total dos ativos do Reino Unido era, em dezembro de 1990, dez vezes maior que a dos países latino-americanos.

Essa participação continuou crescendo nos últimos três anos em um ritmo menor que o das ações da América Latina. As ações da Bacia do Pacífico (com exceção do Japão) constituíram, no final de 1993, um índice nos ativos dos fundos de pensões do Reino Unido tão elevado quanto o das ações japonesas ou americanas.

Os dados anteriores confirmam, de certo modo, a existência de ótimas possibilidades para o aumento da participação das ações latino-americanas nos fundos de pensões do Reino Unido.

Quadro 13

Participação percentual nos investimentos totais dos fundos de pensão do Reino Unido, com exclusão dos bens de raiz^a

	Dez. 1990	Mar. 1991	Jun. 1991	Set. 1991	Dez. 1991	Mar. 1992	Jun. 1992	Set. 1992	Dez. 1992	Mar. 1993	Jun. 1993
Outras ações (incluídas as latino-americanas)	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
	Dez. 1990	Mar. 1991	Jun. 1991	Set. 1991	Dez. 1991	Mar. 1992	Jun. 1992	Set. 1992	Dez. 1992	Mar. 1993	Jun. 1993
Ações da Bacia do Pacífico (excluído o Japão)	2,1	2,6	3,0	2,8	2,9	3,3	3,5	3,4	3,7	4,2	4,6

^a Corresponde a 185 bilhões de libras, que é o valor dos ativos totais (excluídos os bens de raiz) de 3 mil carteiras dos fundos de pensões do Reino Unido.

Fonte: CAPS Ltd., *Quarterly Bulletin*, Londres, vários números.

Essas expectativas foram confirmadas durante as entrevistas realizadas com representantes dos fundos de pensões e de gerentes das aplicações. Por exemplo, um representante da Mercury, a maior firma administradora de fundos de pensões da Europa, afirmou que os fundos de pensões do Reino Unido e, portanto, os investidores particulares, vão continuar aumentando a porcentagem dos seus investimentos na América Latina, mas sem atingir o alto índice que aplicam na Bacia do Pacífico.

Essa tendência é ainda confirmada por mais dois dos nossos entrevistados. Um é representante da Robert Fleming, outra grande firma administradora de investimentos, e afirma que em 1993 houve maior interesse dos investidores institucionais do Reino Unido

pela América Latina. Isso fica patente pelo fato de inúmeros “brokers” (agentes) do Reino Unido contarem agora com especialistas e “escritórios” que se dedicam particularmente aos valores latino-americanos, pois até pouco tempo atrás essa tarefa estava sob responsabilidade do analista dos valores norte-americanos.

O outro representante que confirmou a tendência assinalada pertence ao fundo de pensões dos ferroviários britânicos (British Rail Pension Fund — BRPF), o maior fundo de pensões do Reino Unido. Todos os ativos deste importante fundo de pensões são gerenciados no exterior por cinco administradores, de acordo com um sistema de investimentos globais e com base numa lista de países aprovada. Diga-se de passagem, houve insistência dos cinco administradores diante do BRPF durante 1993, e mais informalmente nos dois anos anteriores, para que fossem autorizados a investir os fundos dessa firma na América Latina e na Europa Oriental. Sabe-se que foi autorizada a aplicação de pequenas somas na América Latina.

Nossas entrevistas apontam também para o fato de existir uma interessante diferença entre as aplicações em valores latino-americanos dos EUA e as do Reino Unido. Nos EUA, o volume das transações feitas pelos “brokers” de ações latino-americanas é grande, de modo que conseguem ganhar comissões suficientes sobre as transações no mercado secundário. Já no Reino Unido ainda é pequena a escala das transações em valores latino-americanos, de modo que os “brokers” preferem dedicar-se principalmente às transações do mercado primário, nas quais conseguem ganhar comissões maiores (entre 6% e 7%). Mas, para isso, é preciso manter boas relações com os devedores mais interessantes.

É preciso fazer, no caso do Reino Unido, uma diferenciação importante quanto à distribuição por países da América Latina entre os investidores gerais (como os fundos de pensões) e os investidores mais especializados (como os que aplicam em fundos regionais). Por exemplo, os administradores de aplicações ofereceram aos seus investidores gerais uma carteira chamada “carteira prudente” de valores latino-americanos, na qual aproximadamente 60% corresponde a ativos mexicanos, e mais ou menos 15% ao Brasil, Chile e Argentina, respectivamente. O mesmo administrador de aplicações para os seus fundos latino-americanos especializados oferecia uma combinação de 50% de ativos mexicanos, mais de 20% de brasileiros e cerca de 20% de ativos argentinos e chilenos, sendo aproximadamente 10% para cada um desses países. Eram incluídos também alguns investimentos nos mercados menos conhecidos ou “de maior risco”, como o Peru, a Colômbia e a Venezuela.

Além disso, a Foreign and Colonial, firma européia investidora de carteira na América Latina, apresenta uma diversificação ainda maior da sua carteira no fundo latino-americano, no qual 32% dos valores corresponde unicamente ao México, uma parcela semelhante cabe ao Brasil, 14% à Argentina, cerca de 5% para cada um dos outros países, como Colômbia, Venezuela, Chile e Peru. Montantes inferiores (menos de 1%) destina-se a países como Equador e Bolívia.¹⁰ Sobre as comparações entre investidores americanos e europeus, sobretudo o Reino Unido, afirma-se¹¹ que os últimos conhecem melhor a América Latina e, portanto, estão mais dispostos a aplicar os seus investimentos em um número maior de países da região do que os investidores americanos, mais “prudentes”, que centralizam um percentual mais alto das suas aplicações nos valores mexicanos.

No que se refere às tendências mais recentes (1993), cabe salientar o crescente interesse que vêm demonstrando os investidores do Reino Unido pelas ações brasileiras, incentivado pelos grandes aumentos nos preços da Bolsa de Valores do Brasil.

O processo em curso rumo a uma maior diversificação por países na América Latina não se restringe aos investimentos em ações da região. De fato, nos últimos tempos (West Merchant Bank, 1993), vem-se produzindo uma importante diversificação geográfica do número de países latino-americanos que ingressaram no mercado internacional de bônus com a entrada, em 1992, do Uruguai e Trinidad e Tobago e, em 1993, do Chile, Colômbia e Guatemala. Particularmente, os bônus da Guatemala estão garantidos graças aos ingressos das exportações de café, modalidade semelhante àquela que, pela primeira vez, os mutuários mexicanos seguiram no mercado de bônus e cujas ofertas inicialmente eram garantidas com os ingressos das exportações. Esse fenômeno não se repete nas seguintes ofertas, já que o mercado conhecia bem esses países e devedores.

Empréstimos bancários

Em contrapartida aos bons tempos observados no mercado internacional de bônus e ações, o total dos empréstimos dos bancos aos países latino-americanos despencava visivelmente durante o período de 1987 a 1991. Essa queda obedeceu, como já assinalamos anteriormente, tanto ao declínio global dos empréstimos bancários no âmbito internacional, quanto à visível redução dos empréstimos concedidos à América Latina e a outros países em desenvolvimento, que ultimamente vinham enfrentando problemas quanto ao pagamento dos serviços da dívida.

Contudo, é preciso dizer que, em 1992, o valor líquido do crédito acumulado dos bancos para os países latino-americanos não-membros da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo) apresentou, pela primeira vez em seis anos, sinal positivo, e o seu valor foi de US\$ 12,1 bilhões — patamar jamais atingido em uma década (Quadro 14). Além disso, os empréstimos para a região, no valor de US\$ 800 milhões, apresentaram novamente sinal positivo nos primeiros nove meses de 1993, embora bem inferior ao dos quatro trimestres anteriores (BPI, 1994). Isso talvez desenhe uma nova e importante tendência de aumento do crédito bancário destinado à América Latina.

Não existem informações a respeito das fontes geográficas dos empréstimos concedidos pelos bancos à América Latina. Mas, segundo estimativas do BPI (Banco de Pagamentos Internacionais),¹² cerca de um terço do total dos fluxos de créditos dos bancos para a América Latina teve a sua origem, nos últimos três anos, na Europa.

O crédito dos bancos internacionais que é destinado tanto à América Latina quanto aos países em geral, apresenta hoje uma nova e importante característica que pode gerar alguns problemas, como o encurtamento dos seus vencimentos médios. Assim, a soma dos empréstimos com vencimento de até doze meses dos países latino-americanos não-membros da OPEP no total dos empréstimos bancários pulou de 42,5% no final de 1991 para 45,1% em meados de 1992, e para 47,4% no final desse ano. A porcentagem equivalente a todos os países em desenvolvimento teve um crescimento parecido e pulou dos 49,4% de 1991 para 54,1% em 1992, embora o montante correspondente aos empréstimos

de curto prazo tenha sido ligeiramente superior. Já na América Latina são observados aumentos especialmente rápidos em 1992 na porcentagem dos empréstimos com vencimento de até um ano na Argentina, na Colômbia e no Chile.

Quadro 14
Empréstimos a diferentes categorias de países dos bancos informantes ao BPI
(não situados na região a que corresponde a informação)

	Câmbios, excluídos dos efeitos da taxa de câmbio (bilhões de dólares)							Valores no final de 1992
	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	
Endividamento dos bancos informantes								
Países latino-americanos não-pertencentes a OPEP	1,5	-3,7	-5,0	-16,7	-23,0	-0,3	12,1	200,1
Países menos desenvolvidos não-pertencentes a OPEP	3,1	2,2	-2,4	-19,6	-5,7	13,8	30,3	410,1
Endividamento total	14,4	11,6	13,5	-1,7	-11,9	8,1	63,7	813,2

Fonte: Banco de Pagamentos Internacionais (BPI) 1993.

Essa tendência, válida não só para o caso da América Latina e demais países subdesenvolvidos mas também para o crédito bancário global, reflete a opção preferencial dos bancos pelos empréstimos a curto prazo e fica explícita através da não-renovação dos empréstimos a longo prazo e da crescente importância dada ao crédito vinculado ao comércio.

Motivações dos investidores europeus que aplicam no mercado de valores da América Latina

Nesta seção examinaremos três aspectos: as motivações que levam os investidores europeus a aplicarem no mercado de valores latino-americanos, o grau de diferenciação dessas motivações conforme o tipo de valores e os fatores que tornam sustentáveis os atuais níveis dessas afluências.

O primeiro tópico relevante que as nossas entrevistas registraram é o fato de que se considera, de modo geral, que os investidores europeus específicos (por exemplo, os fundos de pensões) decidem, antes de mais nada, se gostam ou não de um determinado país ou região. Depois de decidirem aplicar neste país ou naquela região, investem em um amplo conjunto de instrumentos que são oferecidos e no qual estão incluídas ações, bônus e instrumentos a curto prazo. A escolha de um ou outro conjunto de instrumentos que as regiões oferecem depende basicamente das suas preferências gerais. Assim, os investidores do Reino Unido geralmente preferem aplicar em ações — preferência essa que se reflete nos seus ativos internacionais gerais e investimentos na América Latina. Os investidores alemães dão maior preferência aos instrumentos de renda fixa, especialmente os bônus, e isso fica claro na distribuição dos seus ativos internacionais e latino-americanos.

Outra característica relevante dos investidores é que pensam basicamente em termos regionais, agindo, assim, favoravelmente sobre a região latino-americana, embora possam ter preferência por determinados países. Essa "regionalização" das preferências influencia as tendências positivas e negativas. Ross Perot, por exemplo, em um discurso pronunciado quando era candidato à presidência dos EUA, foi contrário ao NAFTA, o que fez com que os investidores nacionais e internacionais vendessem as ações que tinham aplicadas na Argentina, um país tão distante do México. Conseqüentemente, houve uma queda nos preços das ações da Argentina, apesar de o vínculo objetivo entre o desempenho econômico desse país e o discurso de Perot não ser tão forte.

Dos fatores que incentivam os investidores europeus a aplicarem nos bônus dos países em desenvolvimento, o de rendimento é, sem dúvida, dos mais importantes. Na medida em que as taxas de juros da Europa continuam caindo gradativamente e as dos EUA permanecem em níveis muito baixos, os rendimentos mais altos tornam-se um importante e crescente estímulo para os investidores, inclusive os europeus. Na medida em que essas diferenças de rendimentos diminuem (por exemplo, devido aos aumentos nos diversos tipos de juros dos EUA), a atração pelos bônus latino-americanos pode reduzir visivelmente. Outro elemento importante é o fato de o aumento da demanda de bônus latino-americanos caminhar paralelamente ao aumento do volume e dos preços das transações no mercado secundário, especialmente dos Bônus Brady.

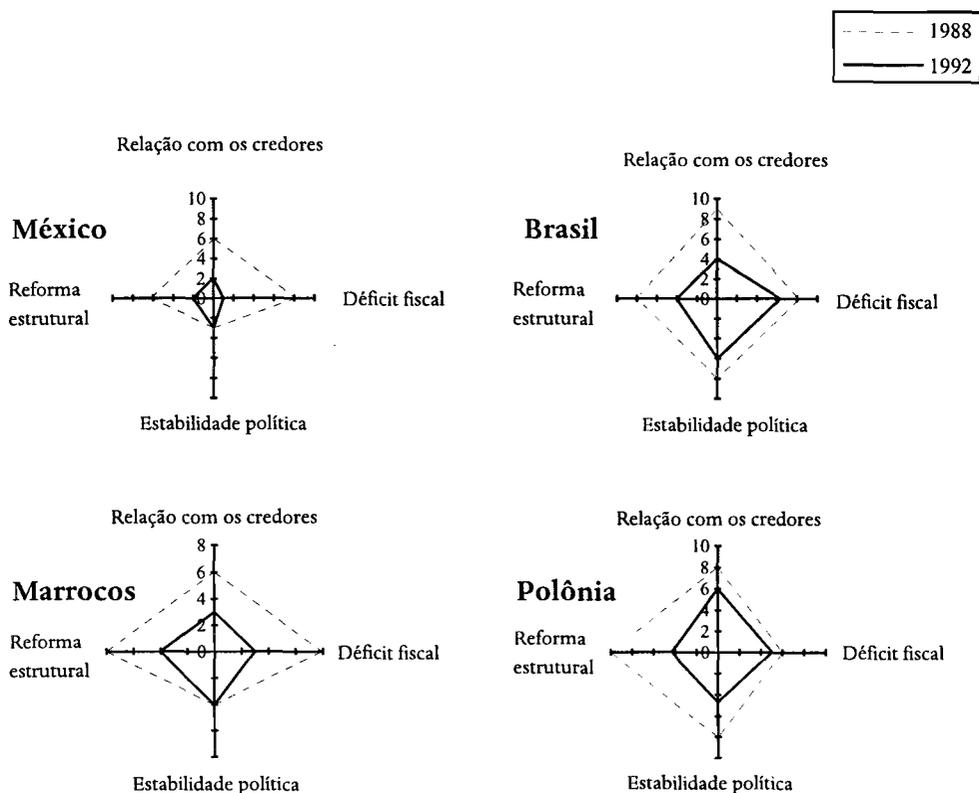
O Banco Morgan Grenfell, um dos bancos de aplicações mais ativos de Londres, fez o seguinte resumo dos fatores fundamentais que influenciam a venda de bônus latino-americanos: a relação com os credores; as políticas fiscais; a coerência entre política econômica e estabilidade política e os avanços nas reformas estruturais, como as privatizações, por exemplo.

Segundo estes critérios, o México melhorou bastante o seu "desempenho" a partir de 1988, tornando-se, em 1992, o país mais atraente.

Foi citado o aumento representativo das pesquisas sobre as economias latino-americanas realizadas por grandes firmas investidoras como indício de um possível aumento das transações dos investidores, tanto de bônus quanto de ações, do Reino Unido.

Para conhecer as motivações dos investidores do Reino Unido que aplicam no mercado de valores da América Latina, é preciso, antes de mais nada, compreender os complexos acordos institucionais que existem por trás das suas decisões. Os investidores institucionais, como os fundos de pensões e as companhias de seguros, são a fonte para os fundos. Mas a sua participação no processo de tomada de decisões é indireta e, de certa forma, parcial, já que contratam consultores com o intuito de que tomem conta dos fundos de pensões e prestem assessoria quanto às estratégias gerais. São contratados ainda administradores de aplicações que recebem pautas bastante amplas, a partir das quais formulam sugestões ou propostas de mudanças. Enfim, são os "brokers" que participam diretamente da aquisição das ações e há uma certa diluição na tomada de decisões. Há também uma distribuição desigual em matéria de conhecimentos, já que os conhecimentos especializados sobre os mercados da América Latina dos administradores de fundos de pensões são mais incompletos do que os dos administradores de investimentos. Talvez fosse conveniente que os devedores latino-americanos estabelecessem meios de comunicação e relações mais sólidas e diretas com os administradores dos fundos de pensões.

Gráfico 3
Fatores que influem na venda de bônus em quatro países



Fonte: Morgan Grenfell

Dos fatores que determinam os investimentos em ações latino-americanas, alguns são de origem global. Por exemplo, quando os juros dos depósitos caem, os recursos dos bancos se transferem em grande escala em direção aos mercados de valores. Além disso, teme-se que a rentabilidade das ações européias caia demais ou fique negativa e se considera que o investimento nos mercados emergentes (inclusive os da América Latina) oferece possibilidades de melhores rendimentos e de redução sistemática dos riscos.

Esse raciocínio está ancorado em pesquisas que demonstram que os ciclos econômicos nacionais não têm correlação entre si, sobretudo quando não há crise, de modo que o investimento de uma parcela da carteira em outros mercados pode reduzir sistematicamente o risco da sua própria rentabilidade (Davies, 1991; Banco Mundial, 1993). Além disso, uma razão suficiente para aplicar em ações da América Latina é que o seu preço, como o das ações de vários países da Ásia Oriental, aumentou mais rápido do que o das

ações dos países desenvolvidos durante o período de 1990 a 1992. Com efeito, os seis mercados que tiveram melhor desempenho em 1992 eram mercados emergentes.

Em relação aos fatores mais específicos, a maioria dos administradores dos fundos acaba aplicando um critério para a escolha das ações nos países em desenvolvimento, que vai do geral ao particular. Assim, primeiro são avaliadas as perspectivas econômicas globais do país (alguns fixam um crescimento de 4% a 6% como mínimo aceitável) e depois examinam o âmbito setorial e das empresas. Os administradores dos investimentos consideram que, em geral, a qualidade da informação financeira disponível por empresas nos países da América Latina é inadequada.

Como dissemos acima, os investidores institucionais do Reino Unido estão aplicando só agora em valores latino-americanos e aumentando a sua participação de maneira bastante prudente. A resistência em atuar com maior rapidez se deve ao fato de a América Latina continuar sendo considerada uma região versátil, tanto do ponto de vista econômico como do político.

Acredita-se que o desempenho atual da América Latina, tanto das economias quanto dos mercados de valores, é bom e tende a melhorar. Isso está se refletindo nas categorias muito melhores que as economias da região vêm atingindo a partir de 1989 na classificação de riscos por países. A classificação é publicada pela Institutional Investor e pela Euromoney. No entanto, alguns investidores institucionais do Reino Unido continuam preocupando-se com as formas de sustentação da melhora da atividade econômica na América Latina.¹³

Dentre os critérios que atraem os investidores institucionais e particulares do Reino Unido para a América Latina, temos os seguintes: as importantes mudanças na filosofia econômica, cujo eixo central, considerado permanente de modo geral, é a economia de livre mercado; o maior crescimento e suas perspectivas de continuidade; uma direção macroeconômica prudente; e, por fim, uma maior estabilidade política.

Na medida em que os fatores internos continuam a ser os principais para atrair as afluências de bônus e ações, há também maiores possibilidades de esses fluxos serem igualmente importantes.

Além dos fatores que acabamos de citar, o tamanho do mercado (aqui ficou evidente a opção preferencial pelos mercados maiores) e a regulamentação nacional são outros fatores que também influenciam na decisão de orientar os investimentos para o mercado latino-americano. Os investidores do Reino Unido dão grande importância à regulamentação adequada e reconhecem que esse item melhorou significativamente na América Latina. Porém, acreditam que devem ser aperfeiçoados outros aspectos-chave como o da liquidez dos mercados locais, da informação sistemática e dos procedimentos de pagamento e compensações.

Observa-se uma grande diversidade na meta de rentabilidade exigida ou esperada, que é estabelecida antes de investir. Administradores de aplicações mais agressivos argumentam que uma rentabilidade anual inferior a 20% seria “decepcionante”. Por outro lado, alguns investidores institucionais acreditam que é possível tolerar rentabilidades baixas, porque, ao aplicar no mercado latino-americano ou em outros mercados emergentes, produz-se uma diversificação valiosa.

Em relação ao período de posse estabelecido para os mercados emergentes, os administradores de fundos externos costumam “manter” os seus investimentos em valores de mercados emergentes por períodos mais longos (a rotatividade média da sua carteira nos mercados emergentes foi 0,8 vez ao ano no período de 1986 a 1992) do que nos mercados

dos países desenvolvidos (a rotatividade média das carteiras de valores externos dos investidores globais foi, no período de 1986 a 1992, de 2,6 vezes ao ano).

Baseado nesses dados, Howell (1993) conclui que, mesmo que os administradores de fundos externos se dediquem à “compra e venda” nos mercados dos países desenvolvidos, utilizando cada vez mais instrumentos derivados, e procurem oportunidades de arbitrariedade cada vez mais escorregadias, eles estarão “investindo” nos mercados emergentes nos quais vêm aumentando gradativamente as suas aplicações de risco. Entretanto os prazos médios de posse das ações dos países subdesenvolvidos permanecem relativamente pequenos.

Pelo que consta, os períodos de posse dos investidores globais do Reino Unido são mais duradouros, já que para eles torna-se mais interessante a valorização do capital a longo prazo. Assim, há outros dados que indicam que o horizonte temporal dos investidores tende a ser maior no caso das aplicações nos mercados da Ásia, onde as transações são determinadas por fatores fundamentais. Pensa-se que os períodos de posse dos investimentos no mercado da América Latina são mais curtos porque se orientam na sua maioria a partir de critérios especulativos. Uma razão para explicar tal comportamento são as altas taxas de inflação de alguns países (como as do Brasil, por exemplo), que acabam complicando as estratégias de investimento a longo prazo.¹⁴

Qualquer mudança significativa na economia internacional (por exemplo, um rápido aumento nas taxas de juros dos EUA ou do protecionismo dos países industrializados) ou qualquer agitação política grave na América Latina são fatores que os administradores entrevistados apontaram como causas principais de uma fuga em grande escala dos fundos investidos no mercado de ações da América Latina.

Regulamentação dos investimentos na Europa

Um elemento que influencia bastante os fluxos da Europa para o investimento na América Latina é a regulamentação do país de origem. Podemos observar duas tendências gerais nas aplicações dos investidores institucionais europeus. Uma delas é que as restrições que prejudicam a capacidade dos fundos de pensões europeus para efetuar investimentos internacionais são menores do que as que afetam as companhias de seguros. A outra é que há um forte contraste entre alguns países europeus onde a regulamentação é liberal (sobretudo no Reino Unido, mas também nos Países Baixos) e outros onde a regulamentação é mais restritiva (como na Alemanha, França e Itália).

A regulamentação vigente para as companhias de seguros do Reino Unido estipula que se os passivos em qualquer tipo de moeda excederem 5% do total, pelo menos 80% dos ativos devem permanecer nessas moedas. Como a maioria dos passivos está em libras esterlinas, então 80% dos ativos também devem ficar estabelecidos nessa moeda. Além disso, as empresas têm que demonstrar regularmente às autoridades supervisoras o cumprimento das exigências estatutárias de solvência.

A lei de outros países europeus não permite que as companhias de seguros mantenham somas vultosas de ativos externos, isto é, as empresas não podem expandir livremente as posses de ativos externos.

Na Alemanha, portanto, a lei de supervisão dos seguros, (Law on Insurance Supervision), especifica que as posses de ativos necessárias para cumprir com as obrigações contratuais dos seguros (que representam mais de 90%) devem pertencer a um dos doze tipos especificados, dos quais os ativos externos estão excluídos. Do ponto de vista técnico, é exigida uma correspondência de 100% entre as obrigações ligadas aos seguros de vida em moeda nacional e os ativos nacionais. Os ativos externos não podem ultrapassar 5% do resto dos ativos, isto é, das reservas designadas às gratificações futuras. Afirma-se que a diretiva da CEE aumentaria ao máximo esse índice aplicado aos investimentos externos, mas de qualquer forma a lei continuaria impondo outras restrições.

Na França, como na Alemanha, exige-se uma equivalência de 100% entre as obrigações correspondentes aos seguros de vida e os ativos e, também, que sejam aplicados 34% em bônus públicos. Diversos países da Europa vêm aplicando restrições aos ativos das companhias de seguros de vida semelhantes às existentes na Alemanha e na França. Na Itália, os ativos em moeda estrangeira não podem ultrapassar a quantidade das obrigações das próprias moedas.

Os Países Baixos, entretanto, estabeleceram um regime liberal, no qual não existem restrições quanto às posses de ativos nem requisitos de solvência. Apesar disso, é preciso prestar contas regularmente sobre a situação dos ativos e passivos das empresas.

A lei aprovada em 1992, no âmbito do Mercado Comum Europeu (inclusive a diretiva sobre seguros de vida, — Life Insurance Directive —, que garante a concorrência internacional), pode, em consequência da concorrência, reduzir direta ou indiretamente as diferenças nas restrições impostas à carteira. Isso vai acontecer particularmente porque as empresas da CEE poderão operar implementando a regulamentação do país “de origem”, que, por sua vez, permitirá às empresas estrangeiras competir com uma regulamentação menos rigorosa.

Na Alemanha, a rentabilidade é também regulada e são implementadas restrições ao desenho dos produtos. De acordo com as novas diretrizes da CEE, os incentivos para investir no exterior poderiam aumentar mesmo que os produtos não mudassem. Mas, se a natureza do produto mudasse em consequência das novas diretrizes, como pode acontecer, o investimento externo alemão aumentaria.

Os fundos de pensões do Reino Unido, como os dos EUA, têm que proceder com “prudência” (*prudent man rule*). Para isso, os administradores devem diversificar razoavelmente a carteira. As posses de carteira dos fundos de pensões do Reino Unido não estão sujeitas a nenhuma lei, exceto aos limites estabelecidos aos investimentos na própria empresa (5%) e à concentração, embora os fideicomissários possam impor limites sobre a distribuição da carteira. Portanto, não há limites normativos para a porcentagem dos ativos externos pertencentes aos fundos de pensões do Reino Unido.

A regulamentação aplicada aos fundos de pensões da Alemanha é parecida com a que rege as companhias de seguros de vida (inclusive o limite de 4% sobre as posses de ativos externos).

Na França, a lei fiscal restringe os investimentos em ativos nacionais de alguns fundos de pensões, o que significa a existência de um controle mais rigoroso do que na Alemanha.

As limitações impostas na Suíça são semelhantes às existentes na Alemanha, embora sejam menos radicais: o limite é 20% para os ativos externos e 10% para as ações externas.

Por fim, nos Países Baixos os fundos privados não estão submetidos a restrições, com exceção do investimento feito na própria empresa, que tem um limite de 5%. No entanto os fundos do serviço público estão submetidos a rigorosas limitações e somente podem investir 5% no exterior.

Considerando que a regulamentação aplicada aos investidores institucionais da Europa poderia liberalizar-se, pela influência tanto do modelo anglo-saxão quanto das diretrizes da CEE citadas acima, certamente haveria maiores possibilidades de aumento dos investimentos em ativos externos dessas instituições, inclusive das posses na América Latina. Esse crescimento significativo pode ser importante para o caso das instituições que hoje estão submetidas a leis restritivas e dos países onde possam crescer os ativos institucionais (ver parágrafos anteriores).

As alterações na regulamentação da CEE, não só as leis que regulam as atividades dos investidores institucionais mas também as dos intermediários financeiros, afetarão as decisões quanto à designação global dos fundos oriundos de fontes européias. Estes, por sua vez, influenciarão na porcentagem destinada à América Latina. Ainda é cedo para afirmar onde serão sentidos os efeitos dessas mudanças, já que alguns se vêm produzindo recentemente e outros, só no futuro (esse tópico será retomado mais adiante). Entretanto, as medidas que abordamos de forma rápida servirão de incentivo posteriormente para a atividade internacional das entidades financeiras européias e, portanto, o acesso dos devedores latino-americanos às maiores e mais diversificadas fontes de poupança da Europa poderá ser facilitado. Por outro lado, caso a atenção fosse centrada na integração financeira, as oportunidades de investimento na Europa e os recursos para as aplicações externas correriam o risco de ficar de lado. De acordo com os nossos entrevistados e a partir dos fluxos do investimento externo direto, é pouco provável que essa tendência ocorra também nos fluxos de valores.¹⁵

A formação do mercado financeiro único na CEE é um elemento essencial do mercado comum estabelecido em 1992 e tem como objetivo principal eliminar os controles internos sobre o capital e as barreiras ao fornecimento externo dos serviços financeiros internacionais. Para essa finalidade deverão ser adotadas duas medidas: o reconhecimento da permissão única, que autoriza as instituições a desenvolver atividades em qualquer país da CEE, e o consenso sobre as exigências mínimas. O reconhecimento mútuo dos bancos e das instituições de crédito ficou estabelecido na segunda diretiva bancária, (Second Banking Directive), que entrou em vigor a partir de 1º de janeiro de 1993 e que permite a qualquer banco legalmente estabelecido em qualquer país-membro fundar filiais na CEE sem precisar de permissão especial do país-anfitrião ou manter o capital separadamente. O banco, inclusive as filiais instaladas em outros países, é regido, para todos os efeitos, pela lei vigente no país de origem, exceto no que tange à liquidez e ao risco nos mercados nacionais. Existem diretrizes complementares e acordos bilaterais sobre a regulamentação bancária no cenário da CEE.¹⁶

Um possível efeito dessas diretrizes é o aumento da concorrência à qual os bancos europeus estão expostos e que atualmente possuem certas características de monopólios. Existem opiniões que sugerem também que o Mercado Comum Europeu poderá provocar uma mudança rumo a uma espécie de banco universal, já que a segunda diretiva bancária da CEE segue tal direção. Essa direção permite que os bancos universais desenvolvam atividades em

todos os países da CEE, apesar de restringir os bancos de modelo "anglo-saxão" de qualquer país-membro ao mesmo número reduzido de atividades que atualmente desenvolvem.

Há outro elemento importante do Mercado Comum Europeu que se refere mais à venda e publicidade dos produtos do que às atividades comerciais em si. Foi autorizada, de modo especial, a venda internacional de ações das sociedades de aplicações com um número variável de ações, segundo a diretriz de investimentos coletivos, que entrou em vigor quase em toda a CEE em 1989 e aumentou significativamente o volume das atividades internacionais. Segundo especialistas, no entanto, esse aumento deveu-se em boa parte à compra com desconto de uma dívida em divisas e ao resgate do valor nominal em moeda nacional (*round-tripping*). Torna-se praticamente impossível fazer uma análise estatística exata das origens por país quando esses tipos de compras são realizadas.

A diretriz sobre fundos de pensões da CEE, (Directive on Pension Fund), estabelece como princípio geral a liberdade de investir na qual, por exemplo, os governos não podem obrigar os fundos de pensões a manter somente ativos nacionais. Iniciativas semelhantes estão em andamento na CEE, aplicando-se tanto às companhias de seguros quanto às de vida.

Finalmente, em matéria de regulamentação do investimento nos países europeus individualmente, é importante assinalar que vêm sendo examinadas mudanças semelhantes às que ocorrem no Reino Unido. É pertinente mencionar essas mudanças neste momento porque alguns dos administradores de investimentos que entrevistamos enfatizavam a lei existente como uma limitação para a aplicação em ações na América Latina, especialmente no caso dos particulares.

O Conselho de Valores e Investimentos, (Securities and Investment Board) (SIB), regulamenta as atividades das empresas de valores e investimentos do Reino Unido basicamente através de uma rede de organizações que usam o sistema de autogestão. O SIB publica regularmente listas de bolsas no exterior que, sob os seus critérios, oferecem níveis aceitáveis de proteção ao investidor. Essas listas são importantes porque, ao investir nos mercados de valores aprovados, as exigências de capital são menores e as aplicações, portanto, mais lucrativas para as sociedades de valores.

Até meados de 1993, a lista de mercados aprovados para as sociedades autorizadas de investimento com número variável de ações incluía apenas o México dentre os mercados de valores da América Latina, embora compreendesse vários mercados de valores da Ásia (Coréia, Malásia, Cingapura e Tailândia). Segundo os nossos entrevistados, torna-se relativamente simples conseguir a inclusão de novos mercados de valores na lista sempre e quando for solicitado, mas de todos os países latino-americanos somente o México fez o pedido.

Em outubro de 1993, o SIB revisou a sua política (SIB, 1993) e propôs que fosse eliminado o conceito de lista de mercados de valores aprovados que se aplica às sociedades autorizadas de investimento com número variável de ações. No seu lugar, ficaria a obrigatoriedade dos administradores dessas sociedades de investir, após terem consultado os fideicomissários, somente naqueles mercados que estejam regulamentados, funcionem regularmente, sejam reconhecidos e estejam abertos ao público.

Interessante é conhecer as razões que levaram o SIB a propor tal mudança. Sustenta-se que sempre que o administrador utilize parâmetros que sejam de conhecimento público, a integridade e a competência dos administradores dessas sociedades para avaliar o

mercado apropriado dariam adequadas garantias aos investidores. Portanto considera-se que “esse critério não ameaçaria de forma nenhuma a proteção do investidor”. Argumenta-se que, dada a rápida globalização do investimento e o aumento do número de mercados aos quais os administradores dos fundos recorrem para investir, não seria realista esperar que, segundo a regulamentação aplicada no Reino Unido, cada mercado seja avaliado ou mesmo reavaliado continuamente sem que isso represente um aumento significativo dos custos e recursos que demanda a regulamentação.

Se essa mudança for aprovada, o que é possível, o primeiro efeito será uma maior facilidade para os devedores latino-americanos conseguirem fundos das sociedades de investimento com número variável de ações no Reino Unido. Essas sociedades são uma fonte potencialmente importante de ingressos, já que os seus ativos totais no Reino Unido atingem cerca de US\$ 100 bilhões.¹⁸

Esse efeito deveria ser considerado positivo, mas antes é preciso colocar algumas inquietudes pelo caráter aparentemente drástico do processo de liberalização da regulamentação dessa mudança e pelo fato de que os custos e recursos exigidos pela regulamentação, assim como as dificuldades de regulamentar um mundo crescentemente globalizado, são elementos que, de uma forma ou de outra, acabam influenciando a decisão sobre o grau de regulamentação que efetivamente deva ser aplicado.

Fluxos para a América Latina: condições, riscos e sua idoneidade para o desenvolvimento a longo prazo

Foi assinalado anteriormente que hoje existe uma importante oferta global de capital externo que vem ingressando na América Latina, sendo uma parcela bastante significativa oriunda da Europa. Além do que, há indícios de que algumas das razões principais que levam esse capital rumo à região persistam tanto a curto como a médio prazos (por exemplo, as melhores políticas econômicas implementadas em muitos países, a rentabilidade e os maiores juros que a região oferece em relação aos países desenvolvidos). Portanto, existem razões para ver com otimismo, ainda que com certa cautela, a sustentação dessas afluências a curto e médio prazos. Também é fator de otimismo o fato de os investidores com perspectivas de maior prazo, como os institucionais — incluídos os fundos de pensões e as companhias de seguros —, terem começado a aplicar na América Latina. Há muitas possibilidades de que, no futuro, as aplicações dos investidores institucionais europeus aumentem, já que se projeta o crescimento dos seus ativos e da sua diversificação internacional. Talvez cresçam em um futuro próximo as aplicações dos investidores institucionais de países como os do Reino Unido na América Latina e, em especial, dos que possuem grandes somas de ativos e conseguiram se diversificar internacionalmente mas que ainda mantêm um baixo nível de aplicações na região. Talvez seja preciso que os devedores se esforcem mais para que consigam o acesso a essas novas fontes de fundos de forma adequada.

Apesar de existirem razões legítimas para ser otimista, mas também prudente, em relação à sustentação das correntes a curto e médio prazos, é preciso salientar que esses fluxos representam risco de volatilidade determinados sobretudo por fatores internacionais. Por exemplo, se as taxas de juros e a rentabilidade aumentassem de forma significati-

va nos países desenvolvidos, poderia declinar o atrativo que tem a América Latina para os investidores internacionais. A história econômica demonstra que essas mudanças de fato acontecem e afetam seriamente a afluência de fundos para regiões como a América Latina.

Esse é um dos motivos principais que leva a reconsiderar o pressuposto de que o nível atual das correntes direcionadas à América Latina permanecerá. Examinar as possibilidades de volatilidade que apresentam esses fluxos, descobrir os seus efeitos negativos e as condicionantes financeiras gerais, e de que maneira os responsáveis pela formulação das políticas poderiam minimizar tais efeitos, são outras questões importantes que analisaremos a seguir.

Mas antes é preciso abordar outro tema importante, que é o efeito a longo prazo dessas afluências sobre o crescimento e desenvolvimento, que depende não só da sua permanência ou suas condicionantes financeiras (mesmo que esses fatores sejam relevantes), mas também do seu destino. Em que medida o investimento é destinado aos bens negociáveis, que geram recursos adicionais em divisas que servirão para pagar o serviço dos tais fluxos, sem provocar uma crise da dívida ou diminuir a capacidade de importação ou com ambos os efeitos? Há contradição entre afluência de grandes somas de capital, que faz com que a taxa de câmbio suba, e incentivo ao investimento em bens negociáveis? Até que ponto foi resolvida essa contradição pelas autoridades econômicas dos países receptores?

Depois será dada especial atenção aos riscos e custos desses fluxos com o intuito de encontrar formas de neutralizá-los. No entanto, devemos sublinhar que se a volatilidade é bem administrada e reduzida e, se os fluxos de fundos externos são investidos produtivamente (destinando um parcela significativa aos bens negociáveis), então haverá possibilidades de que essas afluências sejam benéficas não só no curto prazo mas também no médio e longo prazos. Justamente para conseguir tais objetivos — que são de igual interesse dos investidores, prestamistas e devedores — talvez seja necessário adotar medidas que incentivem a afluência de fluxos mais convenientes e, em alguns casos, desmotivar as menos convenientes, principalmente se possuem grandes quantias. Começemos, portanto, analisando as condições e a volatilidade potencial em diferentes tipos de afluências, a começar pelas de bônus.

Afirma-se correta e constantemente¹⁹ que, a partir de 1989, o custo de emissão de bônus, que representa uma categoria relevante da dívida da América Latina, foi diminuindo para os devedores latino-americanos e os prazos de vencimento se mantiveram ou aumentaram ligeiramente. Além disso, os devedores latino-americanos consideram que o custo total do financiamento dos bônus é tão reduzido devido ao nível das taxas de juros dos bônus do Tesouro dos Estados Unidos (a partir do qual são calculadas as margens) que é, no momento atual, bastante baixo.

Entretanto, a média das margens (*spreads*) dos bônus latino-americanos durante o período de 1989 a 1992 foi muito mais alta do que no período de 1972 a 1980.²⁰ Mas declinou significativamente a margem de rendimento dos bônus de alguns devedores, em especial o setor público e o privado do México, além dos setores privados do Brasil e Venezuela (Quadro 15). Contudo, a margem de rendimento dos bônus vem aumentando gradativamente em todos os países subdesenvolvidos e em cada categoria, com exceção do setor privado, no qual se observa uma notável queda.

Um aspecto de maior relevância que pode ser observado no Quadro 16 é o fato de os prazos de vencimento para os devedores latino-americanos, que conseguiram crescentes somas de financiamento com bônus, terem sido encurtados demais durante o período de

1989 a 1993 em relação ao período de 1972 a 1982 — no qual as somas eram bem menores. Além do que, no quadro 16, o prazo médio de vencimento durante o período de 1989 a 1993 é extremamente curto (aproximadamente quatro anos).²¹ Isso significa que pode ser retirada com bastante rapidez uma quantia significativa dos bônus vigentes caso não sejam renovados e isso pode acontecer caso o país ou a região estejam enfrentando problemas internos ou tenham acontecido mudanças na economia internacional. Se, por causa disso e de outros fatores, fosse gerada uma séria crise na balança de pagamentos, seria mais difícil hoje dar uma resposta à altura para manter o financiamento externo, já que os títulos de crédito ficariam espalhados nas mãos de inúmeros contabilistas de bônus.

Quadros 15

Margem de rendimento inicial das emissões de bônus de devedores latino-americanos e totais dos países em desenvolvimento (em pontos básicos)

	1988	1990	1991	1992	Primeiro semestre 1993
Prestatário soberano (total)	171	181	265	220	240
Argentina	--	730	456	300	--
Outros do setor público (total)	200	250	361	219	172
Brasil	--	--	523	416	528
México	820	366	264	215	198
Venezuela	--	260	275	256	--
Setor privado (total)	738	530	526	379	388
Argentina	--	--	447	427	533
Brasil	--	--	655	502	578
México	800	555	566	427	366
Venezuela	--	496	362	--	450
Total	216	254	347	275	274

Fonte: Fundo Monetário Internacional (FMI), (1993) e Collyns *et al.* (1993).

Isso tudo, que é corretamente apontado por Collyns *et al.* (1993), poderia complicar a reação caso houvesse de novo dificuldades em cobrir os serviços da dívida. Diante da falta de um mecanismo, como o de prestamista de última instância, os contabilistas de bônus ficariam em maiores apuros, fenômeno que se contrapõe à existência de serviços dessa natureza (pelo menos implicitamente) para os créditos dos bancos internacionais.

Apesar de os devedores da América Latina considerarem atualmente o custo dos bônus relativamente baixo,²² os riscos são excessivos se a dívida for volumosa, especialmente se os prazos de vencimento forem curtos. Nesse sentido, é mais adequado que os devedores da América Latina reduzam o nível total das correntes internacionais e dêem prioridade às fontes tais como os créditos de maior prazo dos bancos multilaterais, como

também ao investimento externo direto. Quanto aos bônus, talvez os devedores latino-americanos devessem esperar antes de pedir empréstimos elevados até que consigam prazos de vencimento mais longos.

Quadro 16
Prazo médio dos bônus internacionais latino-americanos

	Prazo médio (anos)	Valor total (milhões de dólares)
1972	15,3	470
1973	14,6	130
1974	15,7	77
1975	14,7	408
1976	11,2	1,067
1977	7,5	3,908
1978	9,0	3,211
1979	8,7	1,473
1980	8,1	1,418
1981	8,4	2,583
1982	8,4	1,945
1985	7,0	10
1986	6,5	56
1987	7,0	50
1988	7,7	800
1989	4,3	513
1990	4,5	3,348
1991	4,3	6,420
1992	3,7	9,782
1993 ^a	3,9	10,708
TOTAL	6.6	48.378

^a Dados até junho. Segundo West Marchant Bank (1993), no terceiro trimestre de 1993 aplicaram-se 6,2 bilhões de dólares na América Latina, o que totalizou, nos primeiros nove meses, 17 milhões de dólares.

Fonte: BPI, (1993). Agradeço a Dr. von Kleist, que forneceu essas informações.

Podemos afirmar de forma mais convicta que isso vale também para o excessivo nível de endividamento realizado via instrumentos de curto prazo, como os eurocertificados de depósito ou papéis eurocomerciais.

É preciso considerar um último aspecto em relação aos bônus. Na medida em que a maioria dos bônus forem e continuem sendo instrumentos de juros fixos, o estoque existente de bônus não está sujeito a variações do serviço da dívida vinculadas a mudanças nas taxas de juros internacionais. Esse é um aspecto positivo, especialmente se se compara ao

endividamento a juros bancários variáveis da América Latina na década de 1970. Contudo, é preciso levar em conta duas conotações. Em primeiro lugar, já que os vencimentos são curtos, corre-se o risco de que no momento da renovação, se é que é possível, o custo da dívida aumente notavelmente. Em segundo, caso os custos do serviço da dívida dos bônus sejam fixos, não existe mecanismo que transforme esse serviço de acordo com a capacidade de pagamento do devedor.

Os investimentos em ações internacionais têm a vantagem de os seus dividendos possuírem uma certa sensibilidade cíclica que permite comparar melhor o serviço dos fluxos e a capacidade de pagamento. Além disso, não existe vínculo automático com as variações das taxas de juros internacionais, como acontece com as dívidas, e os riscos para os devedores da América Latina parecem ser reduzidos, por enquanto, já que os fluxos respectivos são de uma escala relativamente mais modesta.

As correntes de ações internacionais também provocam sérios riscos para os países beneficiários. Se for ocasionada uma situação verdadeiramente crítica, grande parte do volume total de ações poderia abandonar os países da América Latina em um período curto, além de serem interrompidos naquele momento os novos investimentos externos em ações. Na medida em que as ações fossem vendidas pelos estrangeiros aos residentes do país, poderiam também ser produzidas pressões sobre a balança de pagamentos e sobre a taxa de câmbio. Essas pressões talvez provocassem uma crise na balança de pagamentos ou uma significativa desvalorização ou ainda, em última hipótese, talvez produzissem ambos os efeitos. Caso estrangeiros vendessem suas ações para outros estrangeiros, por exemplo, os instrumentos semelhantes aos ADRS, o efeito seria observado sobretudo nos preços da bolsa nacional de valores. Inclusive, caso as ações dos estrangeiros fossem vendidas a compradores nacionais, a magnitude da fuga de divisas poderia ser freada de certo modo pela visível queda nos preços das ações, já que os contabilistas de ações externas, preocupados em evitar perdas excessivas, estariam menos dispostos a vendê-las. Conseqüentemente, o fato de existir um mecanismo corretor dos preços das ações pode moderar, de certa maneira, o risco de fuga maciça de divisas.

Em suma, um forte declínio nos preços das ações latino-americanas provocado ou apressado pelas vendas dos investidores internacionais também teria como conseqüência efeitos negativos (pela via do efeito riqueza, talvez a demanda agregada possa ser reduzida). Outro efeito, tão ou mais grave, seriam os riscos que poderiam ocasionar ao sistema financeiro interno, particularmente aos bancos. Isso pode ocorrer em três situações: caso exista uma forte integração entre os bancos e as atividades relativas à bolsa de valores; caso o montante dos investimentos em ações dos devedores dos bancos seja maior ou caso a sua capacidade de pagamento dos empréstimos seja limitada (Griffith-Jones, 1993).

Nesse contexto, o elemento que talvez contribua para minimizar os efeitos negativos da volatilidade do mercado de valores é a regulamentação que restringe a participação dos bancos nas transações que os exponham diretamente aos riscos e estabelece exigências adequadas sobre o capital baseadas nos riscos. O perigo de uma saída maciça de capitais investidos em ações da América Latina, caso uma crise seja gerada, só será reduzido na medida em que os investidores institucionais mantenham um montante crescente de aplicações na região. Além disso, eles precisam designar seus ativos utilizando critérios de maior prazo e se baseando em metas específicas de distribuição e diversificação (ver parágrafos anteriores).

Entretanto, em uma situação crítica, torna-se possível, inclusive, que os investidores institucionais revejam rigorosamente os seus objetivos que visam ampliar a sua diversificação nos mercados externos, particularmente os emergentes. De modo geral, nessas situações sempre existe o perigo de que os problemas relativos aos fluxos externos e aos mercados financeiros internos sejam dimensionados de forma perversa por ambas as partes, como ficou claro com a crise da dívida na década de 1980. Um aspecto que chama a atenção a esse respeito é que na medida em que a intermediação dos fluxos de capital é realizada pelo sistema bancário nacional, em vez de uma saída de capitais instantânea, poderá ser desencadeada uma crise financeira interna (Calvo, Leiderman e Reinhart, 1993).

Enfim, as correntes de investimentos externos diretos são geralmente mais estáveis e de prazo mais longo e, portanto, criam menos problemas em momentos de maior dificuldade. O fato de que a porcentagem de investimentos externos diretos dos últimos anos na América Latina tenha sido maior do que a da década de 1970 (Quadro 5) é extremamente positivo. Ora, foi-nos informado²³ que as empresas internacionais especulam com uma parte dos seus fundos, por exemplo, quando se antecipa uma desvalorização. Esse comportamento “especulativo” pode ser causa adicional, mas limitada, de instabilidade para a taxa de câmbio.

De modo geral, afirma-se (Claessens, Dooley e Warner, 1993) que a classificação das afluências de curto e longo prazos talvez seja menos pertinente na prática do que tradicionalmente se acredita. Isso ficou confirmado parcialmente em algumas das nossas entrevistas. Embora não se deva insistir muito nessa argumentação devido ao fato de que essa diferenciação é válida e tem repercussões político-econômicas relevantes, é preciso realizar uma análise completa geral dos compromissos dos indivíduos e dos países no que tange à dívida e às ações externas.

Finalmente, devemos salientar que a regulamentação global das afluências de capital internacional ficou demasiadamente sujeita à dinâmica dos próprios fluxos. Isso acontece por causa de problemas técnicos e da complexidade que tal tarefa representa,²⁴ mas também por falta de vontade política dos principais países industrializados. Apesar de a situação estar mudando, a reação diante da regulamentação sempre parece ser “insuficiente e chega tarde demais”. Some-se a isso um conjunto de fortes pressões da liquidez global para que sejam encontrados investimentos rentáveis via mecanismos que somente agora foram desregulamentados.

Portanto, talvez caiba aos próprios governos da América Latina, principalmente, estabelecer a regulamentação necessária dos fluxos de capital, de modo que possam aumentar ao máximo os seus benefícios e reduzir os seus custos potenciais. Tal regulamentação deverá se limitar aos elementos essenciais dessa finalidade para evitar, assim, excessos que possam desmotivar os fluxos convenientes de capital internacional.

Notas

1. Este trabalho foi preparado para um seminário patrocinado pelo Centro Internacional de Pesquisa para o Desenvolvimento, realizado na sede da CEPAL (Comissão Econômica para a América Latina), em Santiago do Chile, durante os dias 6 e 7 de dezembro de 1993. Agradecemos ao senhor Joel Climaco pela sua ajuda na

pesquisa. Foram entrevistados funcionários do BPI (Banco de Pagamentos Internacionais) de Basileia, do Banco da Inglaterra, do Conselho de Valores e Investimentos (SIB, *Securities and Investment Board*) e de várias instituições financeiras privadas de Londres, que forneceram valiosas informações e compartilharam conosco os seus úteis pontos de vista sobre o assunto. Agradecemos também os valiosos comentários de Peter West e Rodrigo Vergara e de outros participantes do seminário, particularmente os de Ricardo Ffrench-Davis.

2. Informação obtida em entrevista.
3. Dados obtidos em entrevistas e Collyns *et al.*, (1993).
4. Informações das entrevistas.
5. Informações obtidas em entrevistas; ver também M. Howell (1993).
6. Ver *Baring Securities* (1993), e informações das entrevistas.
7. Informações obtidas em entrevistas.
8. Ver informações das entrevistas e *Baring Securities*, (1993).
9. Baseada em estimativas do *Intersec Research*.
10. Dados obtidos em entrevistas.
11. Informações obtidas em entrevistas.
12. Informações obtidas em entrevistas.
13. Informações obtidas em entrevistas.
14. Agradeço a Kwang Jun essas informações, fornecidas durante as entrevistas.
15. Informações obtidas em entrevistas.
16. Para maiores detalhes, ver S. Griffith-Jones (1993).
17. Informações obtidas em entrevistas.
18. Dados obtidos em entrevistas.
19. Ver Collyns *et al.* (1993); para informações recentes consultar também West Merchant Bank (1993).
20. Esses dados foram fornecidos pelo Dr. Von Kleist, do Banco de Pagamentos Internacionais. No segundo período, a quantidade de devedores do setor privado, cujas margens são superiores às dos devedores do setor público, aumentou. Esse acontecimento limita, de certo modo, as possibilidades de comparação.
21. Recentemente alguns devedores conseguiram aplicar bônus com vencimentos maiores. Por exemplo, a empresa mexicana Pemex (Petróleos Mexicanos) colocou uma emissão de bônus para trinta anos, mas atualmente essa é a única exceção que confirma a regra.
22. Informações obtidas em entrevistas.
23. Material obtido em entrevistas.
24. Ver análise mais detalhada em S. Griffith-Jones (1993).

Referências bibliográficas

- BANCO DE PAGAMENTOS INTERNACIONAIS (BPI) (1993), *Annual Report*, Basileia.
- (1994), "International banking and financial market development", Basileia, fevereiro.
- BANCO MUNDIAL (1993), *Global economic prospects and developing countries*, Washington.
- BARING SECURITIES (1993), *Cross border capital flows. A study of foreign equity investment, 1991/1992 Review*, Londres.
- BEETZ, C. e RYCKEGHEM, W. VAN (1993), "Trade and investment flows between Europe and Latin America and the Caribbean", Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), Washington, D.C., março.
- CALVO, G., LEIDERMAN, L. e REINHART, C. (1993), "The capital inflows problem", *Paper on policy analysis and assessment*, Fundo Monetário Internacional (FMI), Washington, D.C., julho.

- CLAESSENS, S., DOOLEY, M. e WARNER, A. (1993), "Portfolio capital flows: hot or cool?", trabalho apresentado no simpósio "Portfolio investment in developing countries", organizado pelo Banco Mundial nos dias 9 e 10 de setembro de 1993.
- COLLYNS, C. et al. (1993), "Private market financing for developing countries", *World Economic and Financial Survey*, Washington, D.C., Fundo Monetário Internacional (FMI), dezembro.
- CONSELHO DE VALORES E INVESTIMENTOS (Securities and Investment Board — SIB), (1993), *Discussion paper on regulated collective investment schemes*, Londres, outubro.
- DAVIES, E. P. (1991), "International diversification of institutional investors", *Discussion Paper*, nº 44, Banco da Inglaterra, Londres, setembro.
- (1993), "The structure, regulation and performance of pension funds in nine industrial countries", *Série Policy Research Working Papers*, n.º 1229, Washington, D.C., Banco Mundial.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (FMI) (1993), *World Economic Outlook*, Washington, D.C. outubro.
- GRIFFITH-JONES, S. (1993), "Globalisation of financial markets and impact on flows to LDC's: New challenges for regulation", in: COOPER, R. et al. In *Search of Monetary Reform*, Forum on debt and development (Fondad).
- HOWELL, M. (1993), "Institutional investors as a source of portfolio investment in developing countries", trabalho apresentado no simpósio "Portfolio investment in developing countries", organizado pelo Banco Mundial nos dias 9 e 10 de setembro de 1993.
- INSTITUTO DE RELAÇÕES EUROPA/AMÉRICA LATINA (IRELA) (1993), *El Mercado Unico Europeo y su Impacto en América Latina*, Madri.
- MINISTÉRIO DA INDÚSTRIA, COMÉRCIO E TURISMO (1990), *Sector exterior*, Secretaria de Estado do Comércio. Madri.
- ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE) (1993), *Financial Market Trends*, vol. 54 e 55, Paris, fevereiro e junho.
- WEST MERCHANT BANK (1993), *Investment Review*, Londres, outubro.

O FINANCIAMENTO DA AMÉRICA LATINA NO MERCADO DE CAPITAIS DO JAPÃO

*Punam Chuhan e
Kwang W. Jun¹*

Introdução

Os fluxos de capital privado para os países latino-americanos registraram nos últimos anos uma mudança significativa. As correntes de capital privado de longo prazo cresceram de menos de US\$ 5 bilhões em 1989 para mais de US\$ 27 bilhões em 1992, representando assim uma grande parcela do total das correntes de capital destinadas à região. Esses novos fluxos de capital constituíram-se, na sua maioria, em investimentos de carteira, tanto de bônus quanto de ações. Tais afluências foram alimentadas por novas emissões nos mercados internacionais, alcançando patamares jamais registrados. Após a volta vitoriosa do México para os mercados internacionais, em 1989, os devedores latino-americanos da Argentina e da Venezuela recorreram ao mercado internacional de bônus, obtendo, em 1992, US\$ 10,6 bilhões e a quantidade sem precedentes de US\$ 27 bilhões em 1993. Além disso, os programas de privatização aplicados com bastante sucesso em vários países — inclusive no México e na Argentina — estimularam o investimento externo nas empresas e nos mercados de valores da região.

Se parcela do aumento dos fluxos para a América Latina correspondeu à repatriação do capital em fuga, o investimento dos países industrializados também aumentou, especialmente no caso dos EUA. Chuhan (1994) assinala que os investimentos líquidos de carteira nos países em desenvolvimento correspondentes a quatro países industrializados importantes (Canadá, Alemanha, Japão e EUA) representavam aproximadamente 30% das emissões brutas de bônus e ações internacionais aplicadas pelos países em desenvolvimento em 1992. Assim, foi importante a participação dos fluxos de carteira norte-americanos no total das correntes externas de carteira para o México, que atingiram 43% em 1992. Os investimentos dos países industrializados em valores de tais países aumentaram, estimulados pelos baixos juros vigentes nos EUA e em outros países importantes da OCDE, pela elevada rentabilidade potencial dos bônus e das ações dos países em desenvolvimento e pela crescente tendência em favor da diversificação. Ao mesmo tempo, os programas de privatização e a abertura dos setores até então fechados aos investidores internacionais atraíram o investimento externo direto.

Apesar de o Japão ser um importante exportador de capital, o seu investimento na América Latina foi reduzido, contrastando fortemente com a tendência global, especialmente com a observada pelos investidores norte-americanos.² Este estudo está centrado nos fatores que afetam as fontes e restringem os investimentos privados do Japão na América Latina. Esses fatores podem classificar-se em três grandes grupos: fatores transitórios ou especiais, fatores institucionais e fatores de longo prazo.

Consideramos fatores transitórios ou especiais aqueles que poderiam sofrer uma mudança a curto ou médio prazo, correspondendo a condições econômicas e financeiras, tais como o amplo declínio dos mercados financeiros do Japão, a valorização do iene diante do dólar americano e a prolongada baixa da produção industrial. Acredita-se que esses fatores, que se manifestam principalmente por meio do efeito riqueza, desempenham um papel importante na redução das afluências de investimento externo do Japão. Qualquer mudança nesse tipo de fator poderia incentivar o investimento externo japonês, assim como aumentar os fluxos para a América Latina. No entanto, é pouco provável que ocorra uma melhora nas afluências de capital para a região, se se considerarem as razões que serão expostas mais adiante.

Os fatores institucionais que inibem o endividamento externo no mercado de capitais do Japão compreendem a regulamentação que restringe o acesso ao mercado de bônus japoneses, as percepções dos investidores que influenciam as decisões de investimentos e as práticas comumente aplicadas pelos principais grupos de investidores. Os contínuos esforços do MOF (Ministério das Finanças) dedicados à liberalização do mercado de capitais do Japão, somados à tendência mundial da crescente globalização dos mercados financeiros, provavelmente afetarão positivamente o endividamento externo no mercado de capitais do Japão e os investimentos externos desse país. Resta aguardar que as entidades latino-americanas recorram, de forma crescente, aos investidores japoneses, à medida que as suas fontes de fundos sejam diversificadas. Entretanto, é possível que os investimentos japoneses na região sejam modestos, visto que tais investidores preferem créditos de boa qualidade e se posicionam sempre prudentemente em relação à concentração creditícia da América Latina.

Os fatores de longo prazo incluem as relações comerciais, as características da fixação de prazos e os laços históricos — fatores esses que predominam nos padrões de investimentos japoneses. As recentes modalidades de intercâmbio e investimento direto refletem o aumento da importância da Ásia Oriental para o Japão e a crescente integração econômica desse país com essa região, se bem que existem probabilidades de que os investidores japoneses continuem favorecendo em grande escala as economias asiáticas, podendo, então, aumentar a importância da América Latina para eles, considerando a mudança recente nas políticas orientadas para o exterior. Isso, somado às melhores perspectivas de crescimento baseadas na execução de políticas adequadas e na concretização do NAFTA, poderia ampliar o interesse do Japão na América Latina. Contudo, existem poucas possibilidades de que os investidores japoneses desloquem o centro de interesse de suas aplicações das dinâmicas economias da Ásia para as da América Latina.

Este estudo foi organizado da seguinte maneira: em “O investimento japonês na América Latina” examinam-se as tendências atuais do financiamento dos países latino-americanos no mercado de capitais do Japão; já em “O endividamento dos países da Amé-

rica Latina no mercado de bônus do Japão” explicam-se as razões pelas quais têm sido baixos os investimentos japoneses em valores dessa região; as perspectivas do investimento japonês em valores latino-americanos são analisadas sob o título “Emissão de ações pelas sociedades anônimas latino-americanas no mercado de valores do Japão”.

O investimento japonês na América Latina

Tendências gerais dos fluxos de capital privado japonês

Os fluxos de capital privado do Japão mantêm-se em níveis muito abaixo do máximo alcançado no final da década de 1980 durante a chamada economia de boatos, na qual os investimentos externos desse país viviam seu auge. A saída total de capital privado despencou de US\$ 209 bilhões para US\$ 63 bilhões no período de 1989 a 1992 (ver Quadro 1).³ Se bem que a totalidade das mais importantes correntes de investimento tenha mostrado uma tendência similar, a retração mais visível em termos de volume foi experimentada pelas aquisições líquidas de valores internacionais, que desceram para US\$ 81 bilhões no mesmo período.

Quadro 1
Investimentos e empréstimos externos do setor privado do Japão
(fluxos em bilhões de US\$)

Ativos de longo prazo (excluem créditos de exportação)						Total
	IED ^a	Empréstimos ampliados	Valores	Empréstimos ampliados	Valores	
1982	4,54	7,90	9,74	162 ^b	1,42	23,77
1985	6,45	10,42	59,77	116 ^b	530 ^b	77,29
1986	14,48	9,28	101,97	3,86	3,70	133,30
1987	19,51	16,19	87,75	27,37	3,24	154,08
1988	34,21	15,21	86,94	16,90	1,90	155,17
1989	44,13	22,49	113,17	26,00	3,30	209,10
1990	48,02	22,18	39,68	29,58	6,29	145,76
1991	30,72	13,09	74,30	14,22	9,42	141,78
1992	17,22	7,62	34,36	3,06	628 ^b	62,90
1993 ^c	9,06	6,95	14,13	-6,73	-5,09	18,31

a Investimento externo direto

b Milhões de dólares

c Preliminar (jan - set)

Fonte: Banco do Japão, Balance of Payments Monthly.

Os fluxos de investimentos de carteira cresceram rapidamente no decorrer da década de 1980. A desregulamentação do setor financeiro japonês efetuada nesse período fez emergir uma forte concorrência pela poupança interna entre os bancos comerciais e outras instituições financeiras como companhias de seguro de vida, bancos fiduciários — fundos mútuos e sociedades de investimentos —, corretores de valores e sistemas de poupança postal (Tatewaki, 1991). Paralelamente às altas taxas de poupança alcançadas no Japão e à utilização em grande escala dos intermediários financeiros pelos investidores privados (especialmente no mercado de rendas fixas),⁴ a soma dos ativos de todas as instituições financeiras multiplicaram-se por seis, com acréscimos entre 1980 e 1991, enquanto os ativos das companhias de seguros e os fundos de pensão subiam com ainda maior rapidez (sete vezes). Durante esse período de vigoroso crescimento dos ativos, diversificaram-se da mesma forma as carteiras, à medida que as instituições financeiras investiam elevadas somas no exterior. Exemplo disso são os valores internacionais das companhias de seguro e dos fundos de pensão, que subiram de aproximadamente US\$ 5 bilhões (soma inferior a 3% dos ativos totais) para US\$ 183 bilhões (11% dos ativos totais) entre 1980 e 1992. Além da desregulamentação do sistema financeiro, impulsionaram o investimento externo do Japão as altas taxas de juros existentes no exterior durante grande parte da década de 1980, a redução da demanda interna de fundos e as restrições contábeis aplicadas a alguns investidores (por exemplo, exigiu-se das companhias de seguro que o pagamento dos dividendos aos detentores de apólices fosse financiado com base nas receitas e não com base nos lucros do capital) tornaram mais atraentes os valores que rendiam mais juros, isto é, aqueles que eram emitidos pelo Tesouro dos Estados Unidos.

Os empréstimos externos dos bancos do Japão, que tinham crescido durante a maior parte da década de 1980, sofreram uma crise em 1991. Os fluxos (líquidos) de crédito de longo prazo subiram de quase US\$ 8 bilhões em 1982 para US\$ 22,5 bilhões em 1989, passando posteriormente por uma baixa gradativa a ponto de retornar, em 1992, à casa dos US\$ 8 bilhões. Da mesma forma, os empréstimos de curto prazo foram caindo significativamente; os US\$ 30 bilhões mantidos em 1990 passaram para US\$ 3 bilhões em 1992. Com a redução dos empréstimos, diminuiu também o montante dos créditos externos em mãos dos bancos japoneses.

Na década de 1980, o Japão tornou-se a fonte mais importante de investimento externo direto, motivada nesse período por diversos fatores.⁵ A significativa valorização do iene durante o período de 1985 a 1988 e o aumento dos custos da mão-de-obra nesse país levaram as empresas a buscar bases de produção no exterior. As desavenças que teve com seus principais sócios comerciais — Europa e EUA — e o temor das restrições comerciais obrigaram as empresas japonesas a localizar as suas instalações de produção nos principais mercados de exportação. Concomitantemente, o mercado de valores apresentou um rápido crescimento, e a economia era forte, o que barateou o financiamento de investimento externo direto para as empresas, que dispunham de abundantes fundos.

O investimento externo direto do Japão, que havia alcançado o nível máximo de US\$ 67,5 bilhões em 1989 (dados oficiais), vem demonstrando uma tendência decrescente. Em 1992, as correntes de investimento externo direto originadas nas empresas japonesas atingiam US\$ 34 bilhões, enquanto em 1991 chegavam aos US\$ 42 bilhões e a US\$ 57 bilhões

em 1990.⁶ O volume das correntes de investimento externo direto que afluem para os países em desenvolvimento é notável e, embora os investimentos diretos do Japão no exterior tenham diminuído, vêm-se mantendo os fluxos de investimento externo direto direcionados aos países em desenvolvimento (portanto a parcela destinada aos países em desenvolvimento aumentou). Contudo as modalidades diferem entre as várias regiões.

O endividamento dos países da América Latina no mercado de bônus do Japão

A volta dos devedores da América Latina ao mercado internacional de bônus coincidiu, em parte, com a retração do investimento externo do Japão. Certas informações sugerem que os investidores japoneses não constituíram uma fonte importante dos fundos conseguidos pelas entidades latino-americanas nos mercados internacionais. Dados relativos aos fluxos de investimento de carteira (não se dispõe de informações específicas sobre os fluxos de bônus e ações) também revelam que o investimento do Japão na América Latina tem sido desigual e reduzido, de sorte que contrasta fortemente com o investimento dos EUA nessa região.⁷ Outro indicador do grau de utilização dos fundos japoneses pelos devedores latino-americanos é o nível das emissões de valores no mercado de títulos de renda fixa em moeda japonesa.⁸ As emissões de devedores latino-americanos no mercado de bônus japonês — um dos maiores do mundo depois do norte-americano — eram praticamente insignificantes até pouco tempo.

Quadro 2

*Total das emissões de bônus em ienes dos emitentes dos mercados emergentes
(em bilhões de US\$)*

	1989	1990	1991	1992	1993
Samurai	1,76	1,23	2,54	5,07	6,61
Euroienes	0	110 ^a	224 ^a	150 ^a	2,29
Aplicações privadas	373 ^a	66 ^a	404 ^a	332 ^a	2,45
Total	2,14	1,41	3,17	5,56	11,36

^a Milhões de dólares.

Fonte: Euromoney Bondware.

Os devedores da América Latina captaram aproximadamente US\$ 48 bilhões no mercado internacional de bônus entre 1989 e 1993, sendo que esse montante quase não teve participação do mercado japonês. A ausência quase absoluta dos devedores latino-americanos no mercado de bônus do Japão contrasta com a presença expressiva dos devedores de outros países de mercados emergentes, que ascenderam com êxito nesse mercado. As emissões totais em ienes dos países de mercados emergentes nos mercados Samurai, de aplicações privadas e de euroienes aumentaram para US\$ 5,6 bilhões em 1992, cifra essa

que duplicou em 1993, chegando à casa dos US\$ 11,4 bilhões (ver Quadros 2 e 3). As entidades emissoras dos países de mercados emergentes preferem o setor Samurai aos mercados de aplicações privadas ou de euroienes, embora as atividades de emissão desses devedores, tanto nos mercados de euroienes quanto nos de aplicações privadas, tenham crescido espetacularmente em 1993. Espera-se que a recente redução do período de imobilização das novas emissões em euroienes — aplicável aos investidores japoneses — e a redução das restrições à aquisição e revendas, no mercado de aplicações privadas, estimulem a atividade em ambos os setores.

Quadro 3
Total das emissões de bônus em ienes
por emitentes de mercados emergentes nas regiões (%)

	1989	1992	1993
<i>Ásia</i>	10,87	4,29	5,95
China	1,86	2,96	1,84
Coréia	2,56	1,33	2,29
<i>Europa e Ásia Central</i>	15,47	18,84	12,20
Grécia	5,47	8,80	4,10
Turquia	1,80	8,05	3,62
Hungria	5,41	2,00	2,88
<i>América Latina</i>	0,00	0,00	1,54
Brasil	0,00	0,00	0,66
México	0,00	0,00	0,56
Total (em bilhões de dólares)	8,13	24,05	57,69

Fonte: Euromoney Bondware.

Algumas entidades emissoras dos mercados emergentes têm sido atraídas pelo mercado de bônus japonês devido às diferenças nos custos entre esse mercado e o mercado de eurodólares. Prova disso é que vários devedores de mercados emergentes converteram para o dólar — via *swaps* — os fundos obtidos no mercado do iene. Uma das razões que explicam o valor inferior do custo total de financiamento para alguns devedores no mercado de bônus do Japão é que nesse mercado as diferenças em relação à classificação dos tipos de risco não se traduzem nas diferenças de preços na mesma proporção em que ocorrem nos euromercados ou no mercado norte-americano.⁹ Grande parcela do endividamento de entidades de mercados emergentes colocado no mercado de ienes (54% em

1993) correspondeu à Grécia, Hungria e Turquia. O Banco da Grécia — classificado na categoria A pelo Instituto de Pesquisa de Bônus do Japão (Japan Bond Research Institute) — foi considerado o maior devedor desde 1989. O Banco Nacional da Hungria — classificado na categoria BBB+ pelo Serviço Nipônico de Investidores (Nippon Investors Service) — obteve empréstimos no valor de US\$ 1,6 bilhão no mercado de ienes, e a República da Turquia — classificada na categoria BBB- pelo Standard and Poor's — conseguiu US\$ 1,8 bilhão no mesmo período.

À medida que os devedores latino-americanos vão diversificando as fontes de financiamento, vão também recorrendo aos mercados do Japão com o intuito de baratear os custos e conseguir maiores recursos. Em julho de 1993, o México ofereceu uma emissão corrente a três anos no valor de 10 bilhões de ienes no mercado de bônus do Japão. Essa foi a primeira vez que o México recorreu ao setor Samurai desde 1977. Segundo informações, houve uma forte demanda desses bônus, mesmo que tenham sido aplicados entre os pequenos investidores e as instituições regionais. A participação dos bancos comerciais e das companhias de seguros de vida — maiores portadores de valores externos — teria sido reduzida (Banco Mundial, novembro de 1993). Apesar de o México ter melhorado o seu desempenho econômico, os investidores institucionais e os principais bancos comerciais continuam agindo com prudência perante os riscos que a América Latina apresenta.

Até hoje a demanda de papéis latino-americanos fixados em ienes e com alto rendimento está limitada a pequenos investidores, compostos em sua maioria por bancos regionais e cooperativas de crédito. A demanda dessas instituições é explicada pelo baixo endividamento das sociedades nacionais de capital (como conseqüência do enfraquecimento da atividade econômica do Japão) e pela solidez do iene, que tem contribuído para a redução da rentabilidade dos valores fixados em moedas estrangeiras. Os usuários latino-americanos procuram aproveitar a possibilidade de obtenção de fundos oferecidos por esses investidores (no último trimestre de 1993 produziu-se uma ruptura de emissões das principais entidades emitentes latino-americanas). Em outubro de 1993, a empresa Nafin (Nacional Financeira), que é o banco de desenvolvimento do México, ingressou no setor Samurai com uma primeira emissão de três anos no valor de 10 bilhões de ienes e, em dezembro, foi a vez da Colômbia, que entrou com uma solicitação de valores equivalente. Já no mesmo trimestre desse ano, as empresas brasileiras Telebrás (Telecomunicações do Brasil) e Petrobrás (Petróleo do Brasil) aplicaram mais de 40 bilhões no mercado de euroienes.¹⁰

Emissão de ações pelas sociedades anônimas latino-americanas no mercado de valores do Japão

Os fluxos de investimentos externos em ações latino-americanas também experimentaram um explosivo crescimento, paralelamente ao dos bônus. A emissão bruta de ações dos países latino-americanos, da qual as ofertas públicas iniciais (IPOS) feitas no contexto da privatização representaram uma grande parcela, subiu para US\$ 6,6 bilhões em 1993. Com a recente venda, por exemplo, em junho de 1993, da empresa petrolífera Argentina, Yacimientos Petrolíferos Fiscales, foram captados US\$ 3 bilhões, dos quais 70% foram adquiridos nos mercados internacionais. Da mesma forma, com a venda da empresa telefôni-

ca nacional mexicana (Telmex), em 1991, obteve-se o equivalente a US\$ 2 bilhões por meio de uma oferta pública inicial internacional.

Contudo, os investidores japoneses têm aplicado muito pouco nos mercados de valores emergentes e estão ficando na retaguarda dos investidores norte-americanos e ingleses. Baseado nos dados que se referem à composição geográfica dos valores internacionais registrados pela Associação Japonesa de Corretores (Japanese Securities Dealers Association), Chuhan (1994) estima que os valores dos mercados emergentes representam menos de 2% dos valores internacionais em mãos dos investidores japoneses e aproximadamente 0,2% do total dos ativos. Embora os investidores japoneses reconheçam que o cumprimento da solvência creditícia de vários países latino-americanos melhorou, eles vêm deslocando uma pequena parcela dos seus investimentos em valores para esta região. O investimento em ações de um país específico tem sido realizado, na maioria das vezes, por meio de fundos para investimentos e, em última hipótese, por meio de títulos de depósitos norte-americanos (American Depository Receipts, ADRs). O investimento direto no mercado de valores é um mecanismo pouco importante para o investimento nesses países.

A baixa sustentada experimentada pelo mercado de valores japonês tende a desmotivar a sua utilização — para obtenção de fundos ou cotização de valores — pelas empresas latino-americanas, como também por todas as entidades emissoras. Por outro lado, no mercado dos EUA observa-se um imprevisto aumento das atividades das sociedades latino-americanas. O mercado norte-americano de aplicações privadas, regido pela norma 144-A (Culpeper, 1994), desfruta de popularidade junto a companhias menores (que oferecem valores de primeira classe) e menos conhecidas dos mercados emergentes que desejam movimentar capitais acionários. As companhias cujos títulos são negociados atualmente nos EUA ou que realizaram grandes emissões tendem a favorecer o mercado público desse país. O grosso do capital acionário movimentado pelas companhias latino-americanas e pelos mercados emergentes corresponde ao México. Entretanto a norma 144-A estabelece certas limitações em relação ao acesso de um amplo leque de investidores, e várias empresas que utilizaram o mercado privado por meio desse dispositivo, com o objetivo de testar a demanda de suas ações, estão mudando hoje para o mercado público.¹¹

Empréstimos concedidos à América Latina pelos bancos do Japão

Em forte contraste com o endividamento nos mercados internacionais de bônus, a América Latina tem ainda restringido o acesso aos créditos dos bancos.

Os bancos japoneses, seguidores da mesma tendência dos bancos dos principais países industrializados, agem com muita cautela e não parecem estar dispostos a retomar em grande escala os empréstimos para os países em desenvolvimento. Os créditos dos bancos japoneses destinados aos países em desenvolvimento foram reduzidos drasticamente: enquanto no final de 1988 eram de US\$ 78,5 bilhões, já no final de 1992 passaram para US\$ 51 bilhões (ver Quadro 4).¹² Os bancos do Japão mostraram-se seletivos na concessão de empréstimos para os países em desenvolvimento, concentrando-se principalmente nos devedores solventes da região asiática. Aliás, nesse caso, foi restrita de forma típica a concessão de empréstimos para o financiamento de projetos e créditos de curto prazo. Os em-

préstimos dos bancos japoneses para a América Latina caíram para US\$ 16,9 bilhões, isto é, houve uma redução para menos da metade do que eram no período de 1989 a 1992. Apesar de os créditos concedidos à região pelos bancos comerciais norte-americanos também terem sido reduzidos — de US\$ 53 bilhões no final de 1989 para US\$ 46 bilhões no final de 1992 —, a sua baixa não foi tão drástica. As instituições financeiras japonesas mostraram-se bastante insensíveis diante dos incentivos oferecidos pelo governo do Japão para ampliar os seus empréstimos para os países da América Latina. O plano “reciclagem do superávit” — apresentado em 1987 e patrocinado pelo governo em um montante de US\$ 65 bilhões — previa uma importante participação dos bancos no co-financiamento. Porém, estes mostraram resistência à participação da concessão de créditos particularmente para os países latino-americanos.

Quadro 4
*Empréstimos pendentes dos bancos comerciais japoneses
a devedores soberanos estrangeiros
(em bilhões de US\$ e %)*

Região	1988		1989		1990		1991		1992	
	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%
Ásia	23,81	15,7	24,07	16,0	21,73	17,4	24,19	19,3	29,90	17,9
Oriente Médio	596 ^a	0,4	799 ^a	0,5	734 ^a	0,6	1,77	1,4	2,44	2,1
Leste Europeu	15,22	10,0	15,48	10,3	11,35	9,1	9,27	7,4	8,48	7,3
África	3,87	2,6	3,5	2,3	2,88	2,3	2,6	2,1	2,27	2,0
América Latina (inclui Caribe)	35,02	23,1	33,19	22,1	18,77	15,1	17,79	14,2	16,92	14,5
Subtotal	78,52	51,8	77,05	51,2	55,48	44,5	55,64	44,4	51,03	43,8
Total	151,47		150,26		124,57		125,25		116,71	

^a Milhões de dólares.

Fonte: Ministério das Finanças do Japão.

A importância atribuída ao aumento da rentabilidade e à redução do risco internacional poderiam estimular os bancos do Japão a procurar formas de aperfeiçoamento da qualidade do crédito em que estariam incluídas as contas de depósitos como garantias extraterritoriais (*off-shore escrow accounts*) e as garantias governamentais para os novos empréstimos. Nesse contexto, o fato de que o Eximbank (Banco de Exportação e Importação) do Japão tenha estendido as suas garantias (sobre o principal e o pagamento dos juros) apenas para os empréstimos que incluem ordens de co-financiamento com o setor privado poderia ser considerado favorável pelos bancos, se bem que essas garantias já foram autori-

zadas por uma emenda aprovada em 1985 e hoje estão sendo usadas no modelo dos novos fundos para iniciativas de desenvolvimento (Funds for Development Initiative), cujo valor é de US\$ 120 bilhões. No modelo desse serviço ampliado de garantias, o Eximbank do Japão garantiu um empréstimo no valor de US\$ 300 milhões, concedido à Corpoven da Venezuela.

Quadro 5
Fluxos dos investimentos externos diretos dirigidos às regiões em desenvolvimento
(em bilhões de US\$)

Região	1989	1990	1991	1992
África (sub-Saara)	2,47	669 ^a	1,74	1,61
Leste asiático e Pacífico	9,07	10,88	13,02	20,49
Europa e Ásia central	2,79	3,28	5,30	8,31
América Latina e Caribe	7,13	7,71	12,77	14,50
Oriente Médio e África do Norte	1,61	1,15	711 ^a	1,66
Sul da Ásia	229 ^a	291 ^a	356 ^a	564 ^a
Total	23,32	24,00	33,91	47,15
Vindos do Japão				
África (sub-Saara)	644 ^a	532 ^a	707 ^a	234 ^a
Leste asiático e Pacífico	4,05	4,14	4,39	4,67
Europa e Ásia Central	133 ^a	184 ^a	273 ^a	69 ^a
América Latina e Caribe	2,61	2,54	2,23	1,56
Oriente Médio e África do Norte	28 ^a	2 ^a	18 ^a	563 ^a
Sul da Ásia	101 ^a	84 ^a	40 ^a	219 ^a
Total desde Japão	7,57	7,48	7,66	7,33

^a Milhões de dólares.

Nota: Os dados dos totais de investimentos diretos estão baseados em informações fornecidas pelo país anfitrião. Os dados sobre o Japão foram obtidos no Ministério das Finanças.

Fonte: Ministério das Finanças, Japão; e *World Debt Tables* do Banco Mundial, EUA.

O investimento externo direto do Japão na América Latina

A execução de políticas econômicas mais adequadas, as melhores perspectivas de crescimento e a adoção de programas de privatização estimularam o investimento externo

direto na América Latina. Calcula-se que o fluxo de investimentos externos diretos na região passou de US\$ 7,1 bilhões para US\$ 17,5 bilhões durante o período de 1989 a 1993 (ver Quadro 5), embora esse aumento se tenha concentrado apenas em alguns países. O México e a Argentina — cuja afluência é de US\$ 5,4 bilhões e US\$ 4,2 bilhões respectivamente — receberam a maior parcela desse aumento.

As afluências de investimentos externos diretos à América Latina aumentaram entre 1989 e 1993, enquanto as correntes de investimento direto do Japão para a América Latina e o Caribe demonstraram uma tendência contrária. Houve contudo, de certo modo, mais participação da região latino-americana no total dos investimentos externos captados diretamente do Japão. Se levarmos em conta esse total oficial — isto é, US\$ 1,6 bilhão em 1992 —, esse tipo de fluxo fica ainda inferior à média observada no período de 1989 a 1991, que é de US\$ 2,5 bilhões.

O investimento japonês na região continua fluindo preferencialmente rumo aos paraísos fiscais ou países com “bandeira de conveniência”.¹³ Por exemplo, o conjunto dos fluxos destinados à Argentina, Brasil, Chile, México e Venezuela representava um terço do nível das correntes direcionadas ao Panamá em 1991. Os paraísos fiscais, como as Ilhas Cayman, Bahamas, Bermudas, Ilhas Virgens e Panamá, receberam quase três quartas partes dos investimentos destinados pelo Japão à América Latina e ao Caribe nesse mesmo ano. Se os investimentos nesses paraísos tributários foram diminuindo concomitantemente ao declínio geral dos investimentos externos japoneses, o Panamá, por sua vez, continuou sendo o beneficiário regional mais importante desses investimentos, alcançando um montante acima de US\$ 900 milhões em 1992.

O investimento nos setores manufatureiro e terciário dos principais países da América Latina é reduzido, o que significa que a região não representa uma base importante de produção para os fabricantes japoneses nem um mercado importante para o comércio do Japão.¹⁴ A participação do investimento do setor manufatureiro no total dos investimentos externos diretos do Japão na América Latina era inferior a 13% (JUN e outros, 1993). A recente criação de uma zona de livre comércio na América do Norte, nos moldes do NAFTA, talvez atraia os investimentos externos diretos japoneses para a região.

Fatores que contribuem para o baixo nível dos fluxos de investimento japonês para a América Latina

O aumento recente das entradas de capital em vários países em desenvolvimento questiona a importância dos fatores de “rejeição” e “atração”. Por um lado, considera-se que os fatores globais, como a drástica baixa das taxas de juros nos EUA e no resto do mundo, no começo da década de 1990, e a redução do ritmo da atividade econômica nos EUA e nos principais países da Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) contribuíram muito para o aumento da atração de valores e ativos dos mercados emergentes e incentivaram o investimento internacional nos países em desenvolvimento. Por outro lado, acredita-se que a melhoria das perspectivas econômicas em muitos países em desenvolvimento contribuiu para que o capital fosse atraído para esses países. Um

estudo de Calvo, Leiderman e Reinhardt (1993) chama a atenção para a importância dos fatores globais como forma de explicação dessas correntes, concluindo que, caso esses fatores globais se invertessem, poder-se-ia produzir uma fuga de capitais desses países.

Quadro 6
Rendimentos dos mercados de valores latino-americanos selecionados

	Capitalização de mercado (bilhões de US\$)		Valores mensais comercializados (bilhões de US\$)		Rendimento médio anual (1989/1993) (em dólares)	Desvio standard anual (1989/1993) (em dólares)	Índice de preços câmbio percentual em 12 meses (dez. 1993)
	1989	1993	1989	1993			
Argentina	4,22	43,96	160 ^a	1,15	94,44	116,12	80,48
Brasil	44,36	99,43	1,39	6,22	43,68	75,59	153,44
Chile	9,58	44,62	72 ^a	343 ^a	35,52	25,98	39,54
Colômbia	1,13	8,75	9 ^a	94 ^a	43,92	37,34	69,11
México	22,55	200,67	519	12,31	44,15	26,43	67,42
Venezuela	1,47	6,58	8	182	36,12	50,78	3,16
América Latina					35,04	30,62	78,66
Índice Nikkei					-3,84	31,73	36,49
Índice S&P					11,28	12,89	9,76

^a Milhões de dólares.

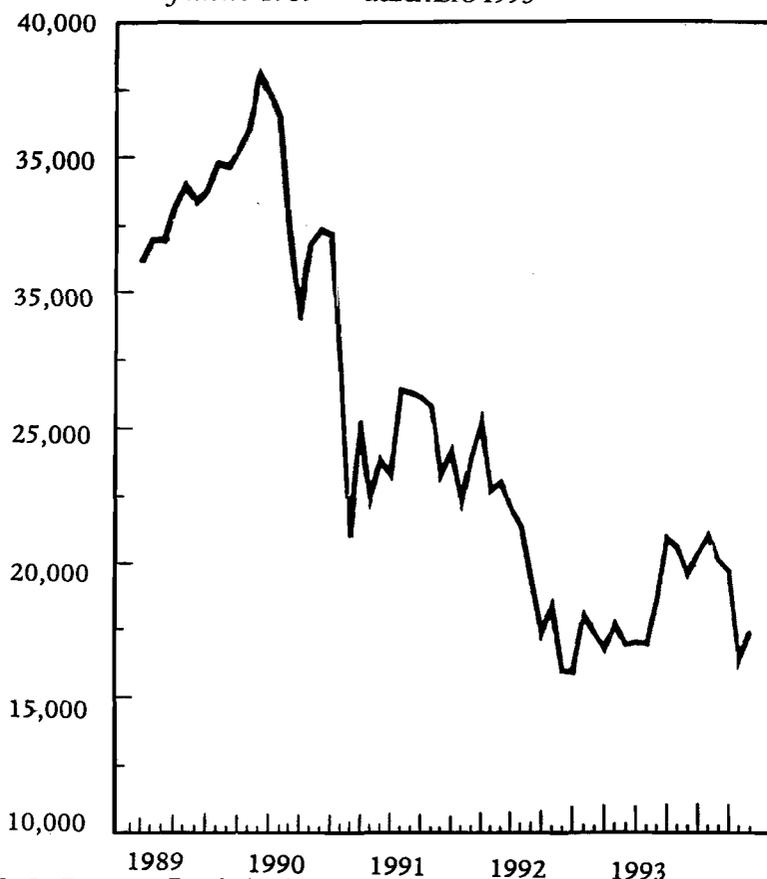
Fonte: IFC, Emerging Market Database. Nota: os dados de 1989 são médias mensais.

Chuhan, Claessens e Mamingi (1993) utilizaram dados sobre as correntes de capital e demonstraram a importância dos fatores específicos dos países para atrair fluxos de capital. Descobriram que esses fatores internos são também importantes para explicar os fluxos de capital. A partir da literatura relativa aos elementos determinantes das correntes internacionais de capital, tenta-se identificar os fatores que podem desempenhar um papel fundamental na motivação dos fluxos de capital. Os fatores específicos dos países — que incluem a rentabilidade das bolsas de valores, a classificação creditícia e os preços no mercado secundário da dívida soberana — indicam o risco de investir no país e a rentabilidade do investimento. Nos últimos anos, a maioria desses indicadores específicos revelava uma significativa melhora, à medida que vários países em desenvolvimento liberavam as suas economias e aplicavam amplos programas de reforma econômica. Um exemplo foi o aumento notável da rentabilidade dos mercados emergentes de valores e do índice de preços, baseado no dólar e calculado na América Latina pela CFI (Corporação Financeira Internacional), que subiu 351% durante o período de 1989 a 1993, enquanto o índice 500 do Standard and Poor's subia 69% e o índice do Nikkei Index descia 44% de janeiro de 1989 a dezembro de 1993 (ver Quadro 6). As classificações creditícias calculadas pelo Institutional Investor também melhoraram durante esse período. O estudo de mercado, realizado em

1993 por essa instituição, sobre o risco em cada país, assinala a região na classificação mais alta em dez anos. A classificação creditícia da América Latina, medida numa escala de 0 a 100, subiu gradativamente de 20 pontos, em setembro de 1989, para 24,4 em setembro de 1993. A alta é grande e reflete tanto o aperfeiçoamento das políticas econômicas quanto uma maior solidez nas perspectivas de crescimento a médio prazo da região. Há pouco tempo, vários créditos latino-americanos foram classificados entre os de boa qualidade, por exemplo, o Chile e a Colômbia (classificados pelo Standard and Poor's) e o México (classificado pelo Duff and Phelps). Assim, em 1993 o preço da dívida soberana dos países latino-americanos aumentou significativamente no mercado secundário. Os preços subiram de 30 centavos por dólar, no final de 1989, para aproximadamente 65 centavos por dólar no final de 1993.

Apesar da melhora dos fatores específicos dos países da região, o baixo nível de investimentos japoneses na América Latina revela a existência de elementos que obrigaram o Japão a reduzir seus fluxos de investimentos. Os fatores que frearam as fontes dos fluxos podem ser classificados em três categorias: transitórios, institucionais e de longo prazo.

Gráfico 1
Índice Nikkei da Bolsa de Valores (média mensal em ienes)
Janeiro 1989 — dezembro 1993



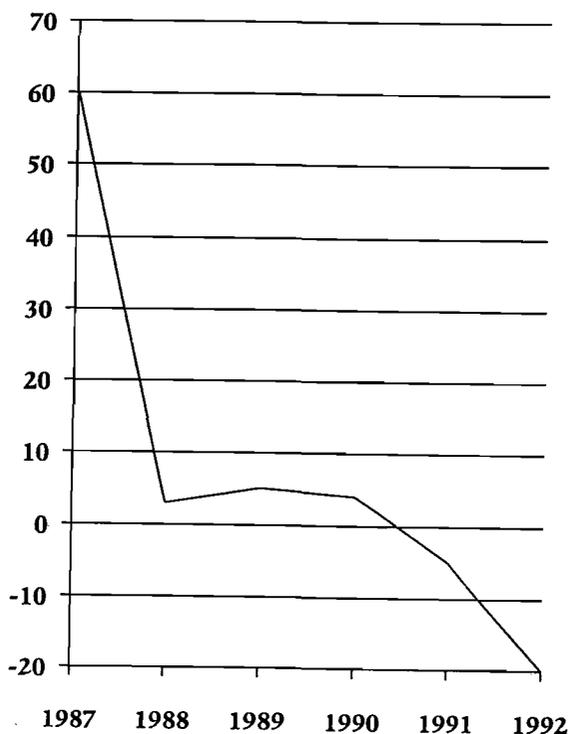
Fonte: Banco do Japão, Estatísticas Econômicas Mensais

Fatores transitórios

A volta dos demandantes latino-americanos aos mercados internacionais de bônus e valores coincidiu, em parte, com a retração do investimento externo do Japão. Os fluxos externos do Japão mantiveram-se em um nível muito abaixo do alcançado no final da década de 1980. O prolongado colapso do mercado japonês de valores, o visível declínio do mercado imobiliário, a valorização do iene diante do dólar americano e o fraco crescimento econômico contribuíram para a contenção dos fluxos de investimento externo do Japão.

Gráfico 2

Preços comerciais nominais de imóveis: Tóquio (variações percentuais anuais)



Fonte: Jones Lang Wootton e outras associações privadas de bens de raiz

O enfraquecimento atualmente apresentado pelos fluxos de carteira é consequência de vários fatores, sendo os mais importantes a grande perda de riqueza vinculada ao declínio sem precedentes do mercado de valores e o colapso dos preços das propriedades no início da década de 1990. Com efeito, o índice nikkei da Bolsa de Valores (média mensal

em Yenes) reduziu-se em mais de 50% entre 1990 e 1994, enquanto os preços comerciais nominais de imóveis em Tóquio caíram de forma sustentada desde o começo da década. A baixa significativa e generalizada sofrida pelos preços no mercado de valores do Japão, pelo quarto ano consecutivo, acabou diminuindo o valor da carteira dos investidores. O desempenho do mercado não tem sido eficiente, apesar dos esforços do MOF para manter os preços das ações e da quase total suspensão da cotação de novos valores da Bolsa de Tóquio durante três anos. Os investidores nacionais também se mostraram cautelosos quanto ao investimento nesse mercado devido à falta de confiança e à aplicação de políticas como a que estabelece um número mínimo de ações que o investidor deve adquirir ou a que reduz os lucros e que é praticada pelas empresas, além das exigências pouco rigorosas que devem ser cumpridas pelas empresas sobre a divulgação de informações. Os investidores estrangeiros também diminuíram as suas aplicações nesse mercado.

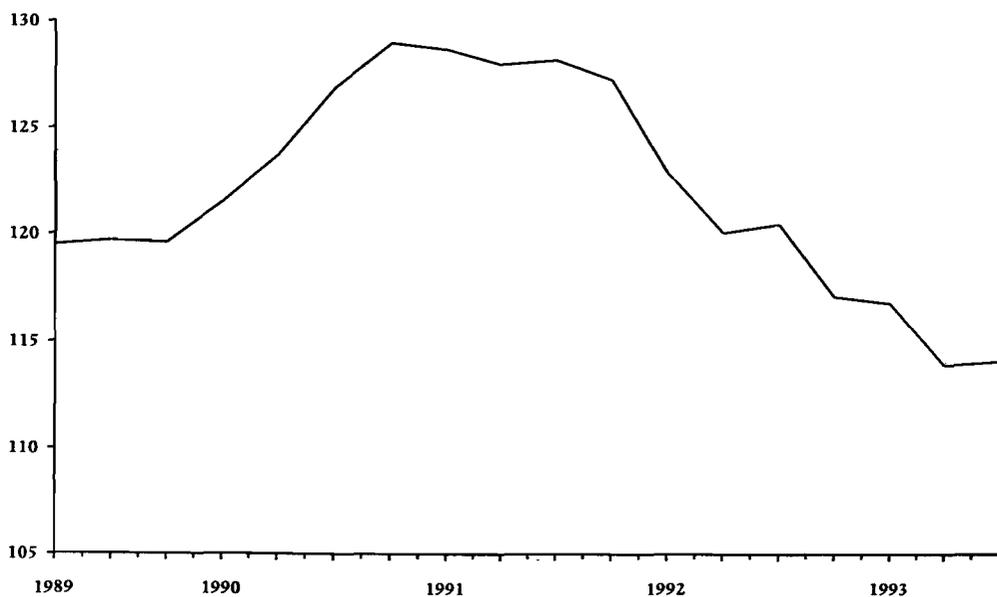
A forte redução sofrida pelos preços dos imóveis influenciou negativamente a carteira dos investidores japoneses. Além disso, os movimentos monetários — como a baixa do dólar em relação ao iene — diminuíram também o valor dos ativos no exterior, fixados, em sua maioria, em dólares, com o que se exacerbou o efeito de riqueza e se induziu os investidores a proceder com bastante cautela em relação aos investimentos externos.

Portanto, o pequeno crescimento econômico constatado a partir de 1991 somente tem agravado a situação econômica e levado muitas empresas à falência, o que é expresso pela redução do índice de produção industrial em mais de 10% no período entre 1991-94. A baixa dos lucros, que levou à deterioração econômica e à marcante valorização do iene, traduz-se na impossibilidade de as companhias contarem hoje, como na década de 1980, com enormes quantidades de fundos para o investimento. A confiança na economia, medida pelos estudos do Banco do Japão, continua sendo pequena e, segundo prognósticos, o crescimento econômico será negativo pela primeira vez em dezenove anos. Concomitantemente, as empresas *estão receosas* de economizar (isto é, reduzir o emprego e os custos) e de investir no exterior devido à baixa rentabilidade obtida anteriormente com o investimento externo direto japonês, especialmente nos EUA, que tem sido menor do que nos países em desenvolvimento da Ásia.¹⁵

Assim, as restrições aplicadas pelos bancos japoneses (redução de novos empréstimos) e o aumento da dívida subordinada ao mercado do Japão — cujo objetivo é conseguir novos capitais e cumprir os requisitos de um mínimo suficiente de capital exigido pelo Banco de Pagamentos Internacionais (março de 1993) — influenciaram a retração dos fundos institucionais disponíveis para investimentos externos de carteira.¹⁶ A ineficiência do sistema bancário, visível na redução dos lucros dos bancos do Japão, que se prolonga há quatro anos, vem contribuindo para a redução do crédito dos bancos e aquisição de títulos de valores externos. O desempenho dos bancos se vê prejudicado por duas tendências subjacentes: o visível declínio dos imóveis e o pequeno crescimento econômico, que foram agravando a situação econômica e levando as empresas à falência.¹⁷ Os grandes bancos japoneses ainda conservam em suas carteiras uma significativa quantidade de empréstimos sem uso, sendo que o montante das reservas referentes aos conceitos de perdas continua alto. No ano financeiro que terminou em março de 1993, os empréstimos que ainda não foram usados dos onze maiores bancos alcançavam o patamar de 8,4 trilhões de ienes (ou US\$ 78 bilhões) e, em setembro do mesmo ano, já se encontravam na casa dos

9,2 trilhões de ienes (ou US\$ 87 bilhões). Outros detalhes sobre os empréstimos não-empregados, publicados pela primeira vez pelos bancos em março de 1993, mostram que, dentro do total de empréstimos pendentes, os primeiros representavam de 1,6% a 4,8% para os onze maiores bancos. Como esses dados não incluem os empréstimos renegociados como empréstimos problemáticos, tais resultados subestimam visivelmente os riscos das dívidas incobráveis (Salomon Brothers, 1993). Os grandes bancos japoneses, que tratam mais agressivamente os empréstimos com problemas de renegociação, poderiam ser obrigados a aumentar os seus créditos para ampliar os lucros, mas continuariam sendo seletivos. É provável que demore a recuperação das atividades creditícias dos bancos de crédito a longo prazo e dos bancos fiduciários, que têm demorado para liquidar os empréstimos pendentes.

Gráfico 3
Índice de produção industrial do Japão 1989-1993 (média trimestral)
(1985=100)



Fonte: Estatísticas Financeiras Internacionais, Fundo Monetário Internacional (FMI)

Todos esses fatores enfraqueceram a posição das instituições financeiras do Japão — inclusive de investidores institucionais desse país e outros investidores — como fonte de fundos para os fluxos de carteira e outros fluxos de capital privado para os países em desenvolvimento. Caso não melhorem os fatores subseqüentes — isto é, não se recuperem as ações e o mercado de valores imobiliário —, é pouco provável que os investidores institucionais e outros favoreçam, a curto prazo, a aplicação em títulos externos.

Outro fator que poderia explicar parcialmente a baixa dos investimentos internacionais de carteira — embora as taxas de juros não tivessem alcançado antes níveis tão baixos no Japão — é a redução da margem entre as taxas de juros desse país e as dos EUA. Segundo o Nikko Research Center, com sede em Tóquio, a margem de 3% a 5% da taxa de juros entre os bônus do Tesouro dos Estados Unidos e do governo do Japão induziu os investidores japoneses a comprarem sistematicamente até um terço ou mais dos bônus licitados pelo Tesouro dos Estados Unidos. Tais bônus representavam mais de 60% da carteira total de bônus internacionais dos investidores institucionais japoneses no final de 1985. A redução desse diferencial a uma cifra de 1% a 2% durante a década de 1990 provocou uma queda visível dessa participação de quase 35% das posses de bônus internacionais. Embora os investidores japoneses se tenham deslocado em direção a outros bônus internacionais, reduziram-se muito as compras totais dos referidos bônus. Além disso, essa diversificação não favoreceu os títulos latino-americanos, já que os investidores japoneses estão extremamente prudentes diante da posse de valores não considerados de boa qualidade.

Fatores institucionais

No final da década de 1980, o MOF estabeleceu inúmeras reformas no mercado de bônus do Japão com o intuito de aumentar a liquidez, a eficiência e a transparência do mercado de capitais desse país. Com isso eliminou os requisitos de garantias, suprimiu as rigorosas restrições de balanço, permitiu a utilização de novas modalidades de emissão e procurou reduzir os custos do financiamento por meio do aumento da concorrência. Nesse sentido, vem atuando para melhorar o acesso a este mercado, embora este continue determinado pela solvência creditícia. Essa diferença baseada na solvência significa que não é permitido o acesso a esse mercado aos devedores classificados em um baixo nível de solvência (cujos papéis são de pouca qualidade).

A flexibilização das pautas de qualidade vigentes para as emissões de bônus no setor Samurai foi, talvez, o acontecimento mais importante que já tenha afetado o endividamento dos países em desenvolvimento dentro do mercado de capitais do Japão. A partir de 1º de agosto de 1992, o MOF reduziu os requisitos que regulamentam as emissões. Para cumpri-los, hoje é exigido que todos os devedores tenham sido classificados por um órgão autorizado na categoria BBB ou superior, em vez da categoria A, como antigamente. A classificação pode ser realizada por qualquer uma das seguintes instituições: Fitch Investors Services, Japan Bond Research Institute, Japan Credit Rating Agency, Moody's, Nippon Investors Services e Standard and Poor's. Logo que a regulamentação foi liberada, colocaram-se algumas emissões de países em desenvolvimento, dentre eles a China, a Hungria e a Turquia.

Outro acontecimento importante foi a flexibilização da regulamentação no mercado de aplicações privadas (Yamaichi Securities, 1993). No quadro da sua ampla reforma do sistema financeiro, o Japão liberalizou a regulamentação aplicada às entidades emissoras não-japonesas — por exemplo, o mercado Shibosai.¹⁸ A lei de valores e divisas (Securities and Exchange Law) foi emendada no dia 1º de abril de 1993 com o intuito de tornar mais atraente esse mercado, tanto para os investidores quanto para as entidades emissoras. As

novas normas procuram ampliar o leque de investidores, tornar mais comercializáveis as emissões no mercado secundário e melhorar as condições da emissão — por exemplo, o volume, o vencimento e as exigências mínimas relativas às margens.

De acordo com a nova lei, é permitida a colocação de dois tipos novos de bônus: o bônus Q e o bônus 49. As entidades emissoras internacionais podem vender bônus Q para qualquer investidor institucional idôneo. O bônus 49 pode ser vendido para até 49 compradores nacionais, empresas ou particulares. De acordo com a antiga lei, os bônus internacionais podiam ser vendidos apenas para 49, ou menos, investidores institucionais idôneos e existiam também restrições quanto ao montante que cada comprador podia adquirir. Foi eliminado o limite máximo de 20%, embora o percentual máximo das posses individuais permaneça em 10%. No âmbito das novas normas, o conceito de investidor institucional idôneo foi ampliado com o intuito de incluir mais 15 categorias, em comparação às 11 já existentes. As novas categorias compreendem as sociedades de valores, as filiais japonesas de empresas estrangeiras de valores mobiliários, as companhias assessoras de investimento autorizadas e as cooperativas agrícolas e federações de cooperativas pesqueiras que recebem depósitos. Abrandaram-se ainda as regras de revenda e foi permitida a revenda e a venda parcial, como também a venda para mais de um investidor após dois anos da data de emissão dos títulos. Antes, a revenda estava limitada a uma única venda para apenas um comprador após dois anos da data da compra do bônus.

A nova regulamentação reduziu também as restrições relacionadas ao volume da emissão. As instituições emitentes com classificação AAA podem aplicar emissões no valor de 30 bilhões de ienes e os mutuários do tipo AA, ou com categoria inferior — inclusive os desclassificados —, podem aplicar emissões de até 20 bilhões de ienes. Esses limites podem ser comparados aos anteriores: 30 bilhões de ienes, 20 bilhões de ienes e 10 bilhões de ienes, valores que se aplicavam às entidades emitentes do tipo AAA, AA e A, respectivamente, ou de categorias inferiores — inclusive as desclassificadas — segundo as leis anteriores. As novas leis ficaram menos rigorosas em relação aos prazos máximos e mínimos de bônus, podendo ser agora de dois a vinte anos. Acabaram as exigências mínimas quanto às margens de lucro, ficando agora determinadas pelo mercado. Antigamente, as margens mínimas eram estabelecidas a partir da classificação do devedor.

Embora seja reconhecido um melhor cumprimento das entidades latino-americanas em matéria de solvência creditícia, as instituições japonesas não deixaram de agir com prudência na aquisição de títulos latino-americanos, dada a alta quantidade de empréstimos pendentes que tinham na região e que foram afetados pela crise da dívida na década de 1980. Além disso, os investidores japoneses tradicionalmente são cautelosos em se tratando dos seus investimentos e, de modo geral, compram apenas papéis de boa qualidade. Como a maioria dos emitentes latino-americanos não satisfazem este critério, não são favorecidos, portanto, pelos benefícios dados aos investidores japoneses, particularmente os institucionais. Chuhan (1994) assinalou o fato de que, embora os investidores institucionais — por exemplo, as companhias de seguro e os fundos de pensão — tenham limites regulamentares sobre a porcentagem dos ativos que podem manter em títulos internacionais (ou seja, 30%), ela tem sido mais restritiva para os investidores nos mercados emergentes de valores na prática da indústria de favorecer os investimentos efetivamente de boa qualidade.

O que preocupa os investidores é o limitado conhecimento que possuem sobre a América Latina e a sua pouca experiência para lidar com a região, mostrando-se cautelosos para nela investir. Ambos os fatores dificultam a identificação das diferenças entre os países. O Brasil está longe de ser o país mais importante da América Latina para o Japão, entretanto as dificuldades por que vem passando acabaram afetando toda a região. Stallings (1990) afirma que, inclusive durante o período de 1970 a 1982, quando a quantidade de empréstimos de bancos internacionais para a América Latina era elevada, os bancos japoneses não faziam parte dos primeiros da lista de prestamistas da região. Muito pelo contrário, eles acompanhavam os passos dos bancos norte-americanos, os quais mantinham relações financeiras com a região desde 1920 (e, portanto, contavam com maior experiência) e se sentiam atraídos pelas possibilidades de obter elevadas taxas de lucros como resposta ao rápido crescimento da economia japonesa. Inicialmente, os bancos japoneses participaram nos empréstimos mais como consorciados do que como bancos diretores (*lead managers*),¹⁹ se bem que os bancos japoneses tenham contribuído com o financiamento de importantes projetos que incluíam a participação do governo japonês.²⁰

Com a rejeição dos bancos em conceder empréstimos para os países da América Latina, o vínculo entre os créditos dos bancos e o investimento externo direto torna-se outro fator que influi negativamente sobre os investimentos japoneses nas empresas da região. Cada Keiretsu — grupos industriais japoneses — possui uma relação especial entre diversas indústrias e um banco importante. Esse arranjo industrial influencia o comportamento das empresas do grupo. As empresas japonesas recorrem aos bancos para obter o financiamento, em grande escala, dos seus investimentos no exterior. As informações disponíveis sobre a década de 1980 mostram que um terço dos investimentos diretos das companhias japonesas na América Latina foi financiado por bancos japoneses. Se um banco importante era contrário à concessão de empréstimos para determinado país, as empresas manufatureiras do grupo, com o qual estava estreitamente vinculado, teriam limitações para investir nesse país devido à falta de apoio financeiro dessa fonte.

Fatores de longo prazo

Os laços históricos, as características vinculadas ao deslocamento e as relações e modalidades comerciais colaboraram com a configuração dos fluxos de investimentos do Japão. Nossa atenção se centrará agora na avaliação do papel das relações comerciais e da estrutura do comércio.

A partir da metade da década de 1980, a estrutura do comércio japonês reflete a crescente importância da Ásia Oriental para o Japão. Ainda que não exista formalmente um bloco comercial das economias do Japão e do resto da Ásia Oriental, vem-se gestando uma integração e uma regionalização incentivadas pelas forças do mercado. Estudo realizado recentemente por Bannister e Braga (1993) indica que desde 1985 é registrado um crescente desvio intra-regional no comércio do Japão com a região, medido pelo índice de intensidade comercial.²¹

A estrutura do investimento externo do Japão, que mostra um aumento da parcela destinada à Ásia Oriental, fortalece as razões para intensificar sua integração com essa região. O investimento externo direto japonês na Ásia apresenta significativas característi-

cas conduzindo à “criação de intercâmbio comercial”, enquanto as companhias manufatureiras japonesas investem nas economias asiáticas atraídas pela mão-de-obra barata, pela regulamentação favorável ou livre e por outros incentivos financeiros. Uma parcela significativa da produção das empresas multinacionais japonesas é destinada ao próprio mercado japonês ou ao norte-americano. Embora o investimento externo japonês na Ásia esteja vinculado ao intercâmbio comercial, está menos orientado para a exportação do que no caso do investimento japonês na América Latina. Esse fato pode ser explicado pelas diferenças quanto às políticas vigentes em ambas as regiões na década de 1980. Enquanto as políticas dos países da Ásia Oriental estavam direcionadas em maior medida para a exportação, as da América Latina estavam orientadas para o mercado interno. É possível que as modalidades do investimento externo direto destinado à América Latina sejam afetadas pelas medidas de liberalização do comércio adotadas, como também pela integração do mercado mexicano com o dos EUA e do Canadá no contexto do NAFTA. Entretanto os crescentes vínculos de intercâmbio-investimento (e de ajuda) com a Ásia sugerem que é pouco provável que as empresas e os investidores japoneses desistam dessa região e favoreçam a América Latina.

Perspectivas das afluências de investimento japonês para a América Latina

Se, por um lado, as afluências de investimento e de carteira e de outros fluxos de capital privado foram reduzidas nos últimos anos, existem, por lado, outro vários fatores que indicam que, a médio prazo, irão aumentar, ainda que sem grande destaque. Como afirmamos acima, a volta da América Latina ao mercado internacional de capitais aconteceu em um momento em que se retraíram significativamente os investimentos externos do Japão. Essa mudança desfavorável é consequência de fatores transitórios que se manifestaram por meio de efeitos patrimoniais. Talvez mudando-se esses fatores aumente a saída total de capitais privados, especialmente os de carteira, se bem que na América Latina há vários acontecimentos que podem propiciar um aumento moderado nesses fluxos.

Dentre os fatores que podem aumentar o financiamento com bônus e ações das entidades latino-americanas, temos os esforços do MOF par liberalizar o mercado de capitais do Japão. O aumento das possibilidades de acesso aos mercados japoneses será interessante para os devedores os mercados emergentes, inclusive os da América Latina. Além disso, com a crescente integração financeira dos mercados emergentes no mercado global, serão estimuladas as correntes supranacionais de valores entre o Japão e a América Latina. Os esforços em diversificar as fontes de aquisição de fundos e a redução dos custos do endividamento constituirão um novo elemento com capacidade de atrair os devedores latino-americanos para os mercados do Japão.

A evolução dos acontecimentos nos países-hóspedes constitui, provavelmente, um impulso positivo para o investimento japonês, especialmente o direto, apesar da tendência de crescente integração econômica do Japão com as economias da Ásia Oriental. Dentre os acontecimentos positivos, figura a melhora das perspectivas de crescimento da América Latina como consequência de uma melhor administração da economia.²² Outro acontecimento positivo refere-se à recente criação de uma zona de livre comércio na América do

Norte, no cenário do NAFTA. Talvez as melhores perspectivas de crescimento que tem o México com o NAFTA e o seu acesso garantido ao mercado dos EUA levem o investimento externo direto àquele país.

Notas

1. Punam Chuhan e Kwang W. Jun trabalham na Divisão de Dívida e Finanças Internacionais do Banco Mundial. As opiniões aqui expressas não representam necessariamente as do Banco Mundial ou de sua direção. Os autores agradecem aos participantes do Segundo Seminário CEPAL/CIID "New Private Flows into Latin America", especialmente a Ricardo Ffrench-Davis, Hernán Somerville, Barbara Stallings, bem como a Umran Demirors, Persephone Economou, Leonardo Hernández, Mika Iwasaki, Saori Katada, Nlandu Mamingi e Setsuya Sato pelos comentários úteis que formularam e a Himmat Kalsi, pelo apoio no fornecimento de informações.
2. Apesar de ter sido reduzido o montante do financiamento fornecido pelo setor privado do Japão para a América Latina, os valores da assistência oficial para o desenvolvimento (AOD) e de outras correntes oficiais de ajuda do governo japonês para a região aumentaram no final da década de 1980 e durante a de 1990.
3. Claessens, Dooley e Werner (1993) defendem a tese de que, devido à substituição que tem sido produzida entre diferentes tipos de fluxos, talvez fosse mais interessante examinar as afluências agregadas de capital privado do que analisar somente um dos seus componentes. No seu estudo de cinco países industrializados e cinco em desenvolvimento, os autores utilizaram dados obtidos de séries cronológicas correspondentes a quatro categorias de afluências — investimento externo direto, valores de carteira, de curto e de longo prazos —, concluindo que as afluências de curto prazo são, no mínimo, tão previsíveis quanto as de longo prazo e que estas últimas não o são de forma mais sistemática. Segundo esse estudo, porém, o Japão constitui uma exceção, já que, por um lado, as afluências de investimento externo direto e de valores estão positiva e extremamente correlacionadas, e, por outro, as afluências de curto prazo estão correlacionadas negativamente. Contudo foram objeto de estudos tanto as afluências agregadas de capital privado quanto os seus diversos componentes.
4. No Japão, mais do que em outros países, os investidores privados procuram usar intermediários financeiros em maior escala e medida do que na maioria dos países industrializados e é provável que essa tendência se mantenha.
5. Ver estudo completo sobre as tendências e os fatores determinantes do investimento externo direto do Japão em Jun e outros (1993).
6. Essas são as afluências declaradas, que são maiores do que as de investimento externo direto declaradas no balanço de pagamentos (ver Quadro 1).
7. Uma grande parcela das aquisições de valores latino-americanos pelas instituições financeiras do Japão realiza-se por meio das suas filiais em Nova York ou Londres e, por essa razão, os fluxos de carteira para a América Latina poderiam ser subestimados nas contas da balança de pagamentos desse país.
8. O total das emissões internacionais do setor Samurai representa aproximadamente 2% do mercado de bônus público do Japão. Os estrangeiros podem, assim, aplicar suas emissões em ienes no setor *Shibosai* do mercado de aplicações privadas e no setor de euroienes. Os bônus em euroienes são fixados em ienes, mas são emitidos fora do Japão. Quase 95% desses bônus ficam nas mãos de investidores japoneses.
9. A *Euroweek* (1993) assinala que os investidores desfrutavam de um alto grau de "proteção ao crédito" no mercado do Japão. Assim, quando uma sociedade japonesa não pudesse cumprir com suas obrigações referentes a uma dívida em bônus — por exemplo, o não-cumprimento do pagamento —, as companhias vinculadas a ela ou o banco da sociedade intervinham com o intuito de proteger os investidores das perdas. A rigorosa regulamentação, que estabelecia os bônus com garantia e as restrições de balanço aplicadas aos devedores, aumentava mais ainda o alto nível de proteção ao crédito dos investidores. A partir de 1987, as exigências em matéria de garantias começaram a se reduzir progressivamente, com o que foi alcançado que os padrões do mercado estives-

- sem mais de acordo com os predominantes no âmbito internacional. Com a revogação dos requisitos de garantias, os investidores começaram lentamente a avaliar os riscos do crédito.
10. Existem vários outros devedores de mercados emergentes que têm interesse pelo mercado Samurai; por exemplo: o Banco Nacional da República Tcheca aplicou nesse setor, em julho de 1993, uma emissão a sete anos no valor de 35 bilhões de ienes, representando, assim, a entrada do país nesse setor. Segundo informações disponíveis, os investidores institucionais japoneses ficaram interessados pela emissão, já que esse país não tem tido sérios problemas de endividamento.
 11. Por exemplo, em abril a companhia venezuelana Corimon converteu os seus títulos de depósito regidos pela norma 144-A em ADS (American Depositary Shares), na Bolsa de Nova York. A companhia argentina Baesa é outra empresa latino-americana que aplicou também nessa bolsa novos ADS. Os investidores foram percebendo que a falta de liquidez existente no mercado regido pela norma 144-A torna-se onerosa quando é preciso liquidar uma posição nesse mercado.
 12. Logo após as modificações políticas introduzidas pelo governo japonês em 1990, os bancos do Japão começaram liquidar a dívida contraída pelos países latino-americanos por meio de vendas no mercado secundário e de bônus de saída (*exit bonds*) no contexto do Plano Brady para a dívida.
 13. Os países chamados paraísos tributários ou que oferecem vantagens de "bandeira de conveniência" sempre apresentam elevadas somas por conta de investimentos recebidos. Essa afluência de capital costuma não refletir uma atividade normal em matéria de investimento externo direto e, de modo geral, é o resultado da canalização dos fundos das empresas multinacionais por meio de filiais estabelecidas nesses paraísos tributários para conceder empréstimos ou realizar investimentos em outros lugares.
 14. Como acontece em outros países, o investimento externo direto e o comércio do Japão estão estreitamente vinculados, especialmente na região da Ásia Oriental.
 15. O padrão do investimento externo direto japonês reflete a redução da participação de um país industrializado nessas correntes e um aumento da parcela destinada aos países em desenvolvimento, particularmente os da Ásia.
 16. O visível declínio dos preços dos valores vem corroendo o valor das reservas de capital dos bancos e exacerbando, também, os problemas dos bancos.
 17. Dos empréstimos pendentes dos principais bancos comerciais, de 20% a 25% correspondem às atividades do setor imobiliário e aproximadamente 40% do total de empréstimos estão garantidos em bens de raiz. A aguda depressão que o mercado de bens de raiz sofreu provocou uma alta liquidez e resultou para os bancos uma extrema dificuldade em liquidar as propriedades que mantêm como garantia, mesmo oferecendo grandes descontos. Uma iniciativa financiada pelos bancos para a aquisição desses ativos por meio de uma empresa compradora via créditos cooperativos (CCCP — Credit Cooperative Purchasing Company) teve sucesso limitado até o momento. Essa empresa comprou apenas uma parcela das propriedades dos bancos mais importantes (isto é, menos de 1% da carteira de empréstimos desses bancos) com um desconto médio de 40% sobre o valor nominal.
 18. No mercado Shibosai, como no mercado privado norte-americano de aplicações, as exigências quanto à divulgação de informações são menores do que no mercado público, além de não estar estipulado o cumprimento de exigências mínimas de classificação como acontece no setor Samurai. No entanto, de acordo com a prática vigente, talvez somente os créditos classificados nas categorias superiores possam conseguir financiamento nesse mercado.
 19. Por exemplo, os bancos japoneses apenas administravam aproximadamente 10% dos empréstimos latino-americanos em relação aos 42% dos bancos norte-americanos.
 20. Como no caso de um projeto em andamento no Peru e no desenvolvimento do setor siderúrgico do México.
 21. Isso não acontece no resto das economias da Ásia Oriental, que não apresentam aumentos na intensidade comercial com a região, embora se observe um viés regional no seu comércio, ou seja, o intercâmbio comercial com a região é mais intenso do que com o resto do mundo.
 22. Porém, algumas informações assinalam que a liberalização do comércio de curto prazo na América Latina provocou o efeito imprevisto da redução, de certo modo, do investimento japonês especialmente no que diz

respeito ao setor manufatureiro, já que hoje se tornou mais barato exportar do Japão do que realizar a montagem na América Latina.

Referências bibliográficas

- BANCO MUNDIAL (1992), *World Debt Tables 1992-1993*.
- _____ (1993), *Financial Flows and the Developing Countries*, vários números.
- BANNISTER, G., e BRAGA, C. A. PRIMO (1993), "Intra-Asian investment and trade: prospects for growing regionalization in the 1990's", Banco Mundial, Divisão de Comércio Internacional, (mimeo).
- CALVO, G., LEIDERMAN, L. e REINHART, C. (1993). "Capital inflows and the real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, n.º 1.
- CHUHAN, P. (1994), "Are institutional investors an important source of portfolio investment in emerging markets", *World bank policy research working paper*, n.º 1243.
- CHUHAN, P., CLAESSENS, S. e MAMINGI, N. (1993), "Equity and bond flows to Asia and Latin America: the role of global and country factors", *World Bank Policy Research Working Paper*, n. 1160.
- CLAESSENS, S., DOOLEY, M. e WERNER, A. (1993), "Portfolio capital flows: hot or cold?", *Portfolio Investment in Developing Countries*, Simpósio do Banco Mundial, setembro.
- CULPEPER, R. (1994), "A retomada das afluências de capital privado para a América Latina: O papel dos investidores norte-americanos", neste livro.
- EUROWEEK (1993), *Financing Japan's Top Credits*.
- INTERNATIONAL FINANCING REVIEW, vários números.
- JUN, K., SADER, F., HORAGUCHI, R. e KWAK, H. (1993), "Japanese foreign direct investment: recent trends, determinants and prospects". *World Bank Policy Research Working Paper*, n.º 1213.
- NEW YORK TIMES, 8 de novembro de 1993.
- OCDE (Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico), *Financial Market Trends*, vários números.
- STALLINGS, B. (1990), "Reluctant giant: Japan and the Latin American debt crisis", *Journal of Latin American Studies*, vol. 22, Parte I.
- TATEWAKI, K. (1991), *Banking and Finance in Japan*, Routledge, Inglaterra.
- YAMAICHI SECURITIES (1993), *New Shibosai Rules*, Tóquio.

O MOVIMENTO DE CAPITAIS NA ARGENTINA

José María Fanelli
José Luis Machinea

Introdução

As determinantes dos movimentos de capital para a América Latina parecem relacionar-se, em primeiro lugar, com fatores externos à região, tais como a evolução das taxas de juros internacionais, as mudanças na operação e as regulamentações no mercado de capitais externos e os saldos em conta-corrente dos EUA (Culpeper & Griffith-Jones, 1992, Calvo *et al.*, 1993; Damill *et al.*, 1993). Mesmo que geralmente se aceite que a estabilidade macroeconômica e as reformas estruturais orientadas para conferir um maior papel aos mercados podem constituir elementos importantes, sua contribuição só pode ser relevante para explicar as diferenças na margem. Não para dar conta de uma mudança espetacular no rumo e na quantia dos fluxos de capital do tipo que está ocorrendo na região nos últimos anos. Nesse sentido, costumam-se citar os exemplos do Chile e do Brasil. O Chile, mesmo tendo estabilizado sua economia e implementado as reformas estruturais desde meados da década de 1980, não recebeu quantidades significativas de capital de origem voluntária e privada¹ nesse período, enquanto o Brasil recebeu recentemente grandes somas de investimentos financeiros externos sem ter estabilizado sua economia nem ter empreendido um plano sistemático de ajuste estrutural.

Dado que esse estudo orienta-se no sentido de analisar o que ocorreu com os movimentos de capital no âmbito da economia argentina, os fatores externos serão considerados exógenos. O objetivo básico que nos propomos é identificar os efeitos que decorreram das mudanças nos fluxos de capital sobre a economia nacional. Tanto no que diz respeito à estabilidade macroeconômica como no que se refere às mudanças induzidas na estrutura real e financeira.

Na realidade, essa questão seria relevante mesmo que os movimentos de capital fossem totalmente explicados pelas políticas de reforma internas e não dependessem do contexto externo. Se para contar com capitais externos há um conjunto de reformas — e não outro — capaz de cumprir tal objetivo, uma pergunta válida é se tais reformas são aptas também para assegurar a estabilidade e o crescimento equilibrado, uma vez que os capitais externos começam efetivamente a afluir. Por exemplo, se a liberalização financeira é uma condição *sine qua non*, é compatível um regime de liberdade financeira e afluência maciça de capitais com as características da taxa de câmbio e taxas de juros necessárias para o crescimento sustentado?

Uma fonte de crucial importância para a identificação dos fatos característicos referentes à interação entre movimentos de capital e economia nacional é constituída pelas

experiências anteriores de abertura e integração com o mercado internacional de capitais. Nesse sentido, a análise referente à Argentina conta com uma vantagem importante. No final da década de 1970 e início da década de 1980 experimentou-se um processo que apresentava semelhanças com o atual: introduziu-se uma série de reformas liberalizadoras num contexto de fluidez do mercado internacional de capitais e de um forte aumento na magnitude dos movimentos de capital externo. Esses fatos tiveram profundos efeitos sobre a estabilidade de curto prazo, assim como conseqüências permanentes sobre a poupança, o investimento e o processo de intermediação financeira.

Em razão disso, em “As políticas cambiais e financeiras no período anterior à reforma atual” dedicaremos nossa atenção à identificação dos fatos característicos da reforma liberalizadora mencionada e faremos uma breve referência ao ocorrido durante a década de 1980. Tal referência tem como objetivo ressaltar as seqüelas mais importantes deixadas pela “crise da dívida” em termos de restrições ao crescimento.

Já em “Os fluxos de fundos externos na década de 1990” fazemos um estudo da organização e magnitude dos fluxos de capital atuais e da interação destes com a estrutura financeira e de mercado de capitais. Assim, em primeiro lugar, analisam-se as reformas no âmbito da política econômica, institucional e legal que precederam a inversão no sentido do fluxo de capitais ou coincidiram com ela. Em segundo lugar, identificam-se as mudanças mais importantes ocorridas na composição e na magnitude dos diferentes itens que compõem a afluência de capitais externos. Em terceiro lugar, ainda que com as restrições existentes na base informativa, faz-se um esforço para identificar os beneficiários internos do financiamento externo (setor público *versus* setor privado, setores comercializáveis *versus* não-comercializáveis e grandes *versus* pequenas unidades econômicas). Por último, examinam-se as conseqüências das afluências de capital sobre a estrutura financeira interna.

Sob o título “Fluxos de capital, estabilidade e crescimento” ocupamo-nos das conseqüências macroeconômicas da afluência de capitais em termos de estabilidade e crescimento. Fazemos uma avaliação do ocorrido durante o Plano de Convertibilidade e, com uma perspectiva de longo prazo, examinamos a relação entre poupança, investimento, crescimento e movimentos de capital no atual contexto.

As políticas cambiais e financeiras no período anterior à reforma atual

A primeira experiência de liberalização da conta capital e de abertura praticamente irrestrita ao fluxo de fundos do exterior foi implementada a partir de dezembro de 1978 e esteve em vigência por pouco mais de dois anos até que, no primeiro trimestre de 1981, sofreu um completo colapso no contexto de uma corrida sem precedentes contra a moeda doméstica, alimentada por uma fuga de capitais também sem precedentes. O resultado final do programa foi exatamente o contrário do procurado. Ao abandono deste seguiu-se uma longa série de maxidesvalorizações e, como não foram suficientes para evitar a fuga maciça de capitais, no início de 1982 o processo culminou com uma importante inversão das reformas ao introduzir-se novamente um estrito controle das importações e das transa-

ções externas da economia. A seguir identificaremos alguns fatos característicos e extrairemos algumas lições dessa experiência.

A arquitetura do programa de liberalização e pautas cambiais

No âmbito do programa, as restrições aos movimentos de capital foram reduzidas de forma substancial,² algumas — mas não todas — restrições quantitativas sobre as importações foram eliminadas e as tarifas foram muito reduzidas.³ Com o objetivo de garantir a estabilidade macroeconômica durante o processo de liberalização, lançou-se um plano de estabilização em dezembro de 1978. A peça central do programa foi o estabelecimento de uma “tablita” de desvalorizações antecipadas.⁴ Inspirado numa versão modificada do enfoque monetário da balança de pagamentos, o programa supunha que, no contexto de crescente integração com a economia internacional, caso se preanunciasse uma taxa decrescente de desvalorização, a lei da paridade do poder de compra induziria à convergência entre a taxa de inflação doméstica e a externa. Quando a desvalorização preanunciada chegasse a zero, a inflação doméstica igualar-se-ia à internacional.

No plano monetário, o programa supunha que, com a livre mobilidade de capitais assegurada, a quantidade de dinheiro se tornaria endógena, evitando que o Banco Central pudesse implementar uma política monetária independente que afetasse as taxas de juros fazendo-as divergir das taxas externas.⁵ Com o objetivo de proteger as reservas internacionais, estabeleceram-se pautas para a emissão de crédito interno cuja taxa de expansão fixou-se de forma congruente com o ritmo de desvalorização implícito na “tablita”. No que se refere à expansão secundária, no entanto, a política monetária mostrou-se bastante expansiva. O coeficiente de efetivo mínimo foi significativamente reduzido.⁶ O propósito era induzir uma expansão da oferta de crédito que favorecesse o setor privado⁷ no novo contexto de “desrepressão” financeira criado pela nova lei de entidades financeiras que, a partir de 1977 e antes da abertura externa, deixou liberadas para a determinação pelo mercado tanto as taxas de juros internas como a alocação de crédito.⁸

A evolução da economia sob o programa de liberalização

O efeito do impacto da liberalização da conta de capitais e a “tablita” cambial foi incentivar uma forte afluência de fundos privados (Quadro 1).

O ritmo de afluência de capitais privados, no entanto, tende a desacelerar-se a partir do ponto máximo que foi registrado no último trimestre de 1979. No segundo trimestre de 1980 os fluxos privados ficaram negativos pela primeira vez e, no primeiro trimestre de 1981 produziu-se um espetacular refluxo de fundos privados de US\$ 3,797 bilhões que levou ao colapso do programa: a perda acelerada de reservas levou ao abandono da política de desvalorizações preanunciadas.

No quadro pode-se ver, por outro lado, que os movimentos de fundos do setor público revestiram-se de um caráter “anticíclico”. No período de tempo em que a afluência de capitais privados é mais acentuada, a demanda de crédito público externo se estanca. No período de maior saída de capitais privados, ao contrário, as autoridades tentaram com-

pensar a drenagem de capitais privados com aumentos de sua demanda de crédito externo. No contexto de incerteza crescente, a liberalização do mercado de capitais levou a um aumento do endividamento público e incentivou a fuga de capitais.

Quadro 1
Programa de estabilização 1978-81:
Indicadores selecionados

	Período	Movimento de capitais autônomos (milhões de US\$)			Taxa de risco	Taxa de câmbio	Evolução crédito
		Total	Privados	Públicos	(%anual)	Real ^a	Real ^b
Total	1978	1 366	-83	1 449		100,0	100,0
	1979.1	1 029	866	163	1,1	76,8	100,0
	1979.2	1 033	773	260	1,2	73,1	108,8
	1979.3	1 335	973	362	2,7	66,6	123,3
	1979.4	1 517	1 027	491	2,5	64,2	159,3
Total	1979	4 915	3 639	1 276			
	1980.1	1 126	398	728	1,8	61,3	183,8
	1980.2	-793	-1 439	646	2,2	57,4	193,8
	1980.3	1 455	1 103	352	3,6	53,6	224,0
	1980.4	465	-805	1 270	3,1	48,6	244,0
Total	1980	2 253	-743	2 997			
	1981.1	-1 236	-3 797	2 561	4,2	48,7	231,6

^a Deflacionado pelo Índice de Preços ao consumidor.

^b Crédito interno nominal deflacionado pelo Índice de Preços no atacado.

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCRA e INDEC.

A evolução do grau de credibilidade em relação à capacidade das autoridades para cumprir com as desvalorizações antecipadas pela “tablita” desempenhou papel fundamental na determinação dos movimentos de fundos privados. No início do programa, devido tanto à sólida posição de reservas do Banco Central quanto ao fato de que a economia tinha gerado fortes superávits em conta-corrente nos dois anos anteriores, a credibilidade da “tablita” era muito alta. Em tal contexto, a pauta de desvalorização atuava como um seguro de câmbio gratuito para aqueles que estavam dispostos a realizar os lucros originados na arbitragem entre as taxas de rendimento externas e as internas. À medida que passava o tempo, no entanto, a credibilidade da pauta ressentiu-se, dando lugar a um aumento da incerteza cambial, apesar da existência da “tablita”. Esse aumento refletiu-se basicamente numa evolução crescente da taxa de risco do país (Quadro 1). Dois elementos fundamentais contribuíram para o crescimento da incerteza e ambos podem considerar-se endógenos ao programa de liberalização: o crescente desequilíbrio da conta-corrente e o

“ciclo de crédito” disparado em nível doméstico pelos movimentos de capitais externos no âmbito de um sistema financeiro liberalizado.⁹

O crescente desequilíbrio da conta-corrente deveu-se, fundamentalmente, à tendência ascendente do desequilíbrio comercial que, por sua vez, tinha sua causa na explosão da demanda de importações. O superávit de US\$ 2,566 bilhões de 1978 converteu-se em um déficit de US\$ 2,519 bilhões em 1980, ao mesmo tempo que as importações multiplicavam-se por 2,7 no mesmo período. As causas subjacentes deste último fato, por outro lado, foram a abrupta liberalização das transações comerciais externas e o sistemático atraso do taxa de câmbio induzido por uma taxa de inflação interna permanentemente maior que a soma da taxa de desvalorização e que a taxa de inflação internacional. No Quadro 1 pode-se ver a substancial distorção nos preços relativos que se registrava no momento do colapso da experiência de liberalização.

O súbito aumento do fluxo de fundos do exterior, que seguiu a desregulamentação da conta de capitais, produziu-se num âmbito de mercados financeiros livres e escassamente supervisionados pelo Banco Central, dando lugar a uma forte expansão do crédito que se viu reforçada pelo fato de que a autoridade monetária, longe de esterilizar o aumento da oferta monetária, tendeu a potencializá-lo via reduções no coeficiente de efetivo mínimo. Nesse contexto, nos primeiros meses do programa as taxas de juros reais resultaram negativas.

A fase de crédito fácil, no entanto, tendeu a esgotar-se rapidamente. Em primeiro lugar, as taxas reais começaram a repontar já no final de 1979, junto com a diminuição da credibilidade na pauta da desvalorização antecipada. Em segundo lugar, a qualidade da carteira de empréstimos dos bancos tendeu a deteriorar-se, porque a grande velocidade do processo de expansão de crédito atuou contra a eficiência da alocação. A maior parte do crédito orientou-se para a formação de estoques especulativos e para a aquisição de imóveis. Em terceiro lugar, a falta de uma supervisão adequada permitiu um crescimento irregular dos grupos relacionados aos bancos nacionais. Por último, a fragilidade financeira viu-se acentuada ao deteriorarem-se as margens de rentabilidade empresarial devido à competição externa nos itens comercializáveis e à incipiente recessão.

Embora a reforma financeira aumentasse o grau de monetarização da economia, não esteve em condições de alongar o prazo dos depósitos domésticos. A maioria desses depósitos estava aplicada por períodos inferiores a um mês. Esse fato facilitou a rápida realocação da carteira do setor privado que substituiu, de forma crescente, ativos domésticos por aplicações em divisas à medida que aumentava a incerteza cambial. As dificuldades das empresas e dos particulares para cancelar os créditos *pari passu* com a baixa na demanda de depósitos bancários geraram sérios problemas de falta de cobertura entre a carteira ativa e a passiva dos bancos. No primeiro trimestre de 1980, o maior dos bancos nacionais sofreu intervenção do Banco Central e diversas entidades seguiram o mesmo caminho nos anos seguintes.

A política monetária revelou-se completamente estéril para deter a drenagem de reservas internacionais durante a crise. Em um curto período, tentou-se utilizar a contração monetária para reverter o sentido dos movimentos de capital via crescimento nos diferenciais de taxas. O encaixe foi aumentado em dois pontos pela primeira vez desde a reforma em 1977,¹⁰ no entanto essa contração monetária adicional agravou ainda mais a difícil

situação dos bancos e o Banco Central não somente teve de reverter a política de contração como, além disso, foi obrigado a atuar como credor de última instância para evitar o colapso do sistema de crédito. A evolução da oferta monetária passou, dessa forma, a estar endogenamente determinada pela crise financeira.

Definitivamente, a crise financeira de 1980 e 1981, originada pela liberalização, antecipou a “crise da dívida” latino-americana do início de 1982. Na realidade, para a Argentina, a crise da dívida significou que o racionamento do crédito externo, que estava afetando o setor privado a partir da crise financeira interna, também alcançou os créditos oficiais. Nessa nova situação, o setor público não pôde continuar se endividando para manter a ficção de uma conta de capitais “aberta”. No início de 1982, como já dissemos, implementaram-se medidas extraordinárias de “fechamento” do setor externo.¹¹

Algumas lições da experiência de liberalização

Algumas das lições relevantes que se podem extrair da experiência anteriormente comentada são as seguintes. Primeiro, os movimentos de capital originados no setor privado mostram uma grande volatilidade, que parece ser maior nos períodos de abertura da conta capital. Os efeitos negativos dessa volatilidade sobre os mercados domésticos são difíceis de contrabalançar recorrendo-se aos instrumentos de estabilização de curto prazo. Além disso, embora se observe uma correlação entre afluências de capital e aumento do grau de “aprofundamento” financeiro medido pela relação moeda/PIB, isso não garante um alongamento dos prazos das colocações internas. Segundo, os movimentos de capital têm conseqüências macroeconômicas importantes. Os mecanismos de transmissão atuam por meio do atraso da taxa de câmbio e geração de ciclos de crédito. Ambos os fatos tendem a gerar desequilíbrios insustentáveis na conta-corrente e fragilidade no sistema financeiro interno. Terceiro, os fluxos de capital externo tendem a ser excessivamente grandes em relação ao tamanho do mercado de capitais doméstico e o sistema financeiro não tem capacidade para intermediar eficientemente um aumento brusco e elevado na oferta de crédito nem, como se disse, contrabalançar a volatilidade dos fluxos. Esse fato torna-se um agravante se a política do Banco Central atuar passivamente, tanto no que concerne à esterilização dos fundos quanto na supervisão de carteira das entidades. Quarto, quando o sistema de pagamentos e créditos fica seriamente ameaçado, o setor público é obrigado a agir de maneira compensatória. Seja por meio da função de prestamista de última instância do Banco Central, seja por meio da política de manejo da dívida pública (endividando-se para compensar baixas de reservas). Se esse fato for internalizado pelo setor privado, pode dar origem à existência de moral hazard, já que existe um seguro de depósitos e/ou de câmbios implícito. Quinto, os esquemas de taxa de câmbio fixa ou de desvalorização pautada no contexto de inflações de origem não-monetária agem como seguros gratuitos de câmbio a curto prazo, gerando grande incerteza a médio prazo sobre a evolução da taxa de câmbio. Nesse sentido, talvez seja importante mencionar que a atual política chilena de aumentar a incerteza cambial a curto prazo, em troca de uma maior certeza a longo prazo, parece mais eficiente que desestimular os capitais especulativos de curto prazo e incentivar o investimento real a longo prazo, sobretudo nas atividades de bens comercializáveis.¹²

Os movimentos de capital durante a “crise da dívida” da década de 1980

A dinâmica de comportamento dos fluxos de capital na década de 1980 mostra diferenças profundas tanto em relação ao período anterior, que acabamos de comentar, como ao ocorrido na década de 1990. Além da caótica situação macroeconômica que a Argentina estava vivendo em 1982, a nova dinâmica de comportamento dos fluxos de capital na década de 1980 esteve fortemente determinada por duas mudanças fundamentais no cenário internacional: o acentuado aumento das taxas de juros e o crescente racionamento no mercado de crédito externo.

As conseqüências dessas mudanças exógenas ocorreram, em primeiro lugar, no setor externo, visto que esse país foi coagido a gerar superávits comerciais substanciais para compensar o aumento no déficit da conta de serviços financeiros. A partir do desequilíbrio externo, os efeitos se propagaram rapidamente e com inusitada magnitude para o resto da economia, ajudados pelo contexto da crise macroeconômica, fiscal e financeira criado pelo colapso do modelo de liberalização. Apesar dos esforços de ajuste, a economia argentina não esteve em condições de superar a crise e, de fato, somente alcançaria um certo grau de estabilidade logo após a flexibilização do racionamento de crédito externo nesse período.

Para se ter uma idéia da magnitude da defasagem externa durante a década de 1980, bastam somente algumas cifras. Entre 1982 e 1990, o déficit acumulado em conta-corrente chegou a US\$ 16,335 bilhões. Diferente do período anterior, no entanto, em que o déficit acumulado em conta-corrente ocorreu num contexto de superávit recorde em conta-comercial, produto das sucessivas tentativas de ajuste. Na realidade, o tamanho do ajuste na absorção doméstica medido em função do superávit comercial do período é impressionante: entre 1982 e 1990, a Argentina gerou saldos de comércio positivos no valor de US\$ 33,850 bilhões. Isso representava uma transferência de recursos ao exterior equivalente a 3,5% do PIB de cada ano. Como no mesmo período, o efeito renda da alta de juros levou o déficit acumulado em conta de serviços financeiros a US\$ 47,796 bilhões, mas, mesmo sendo grande, a redução no consumo e no investimento não foi o suficiente para equilibrar a conta-corrente.

Durante esse período, a contribuição dos capitais de origem autônoma foi negativa.¹³ Como apresentado no Quadro 2, isto significa que devem acrescentar-se às necessidades originadas em conta-corrente também as originadas nas saídas de capital de US\$ 5,076 bilhões.

Esse saldo líquido do item de capitais autônomos, no entanto, encobre condutas contrapostas do setor público e privado. As contas do setor privado mostram uma saída líquida de US\$ 12,079 bilhões e todos os itens que a compõem apresentam um saldo negativo, com exceção do investimento externo direto. Os fluxos com destino ao setor público, por outro lado, são positivos em US\$ 7,003 bilhões (Quadro 3). Dessa forma, no período de 1982 a 1990 as pautas diferenciais de comportamento do setor público e privado observadas durante a derrocada do modelo de abertura acentuaram-se e tornaram-se permanentes: enquanto o setor privado desempenhava um papel nítido de contração, o setor público foi encarregado de reunir o financiamento necessário para suprir a defasagem externa.

Quadro 2
Fontes e usos de fundos externos, 1977-1993
(em milhões de US\$)

Período	Superávit conta comercial (1)	Déficit conta corrente (2)	Variação reservas internac. (3)	(3)+(2) = (4)+(5)	Mov. capitais compensat. (4)	Mov. capitais autônomos (5)
1977	1 488	-1 290	2 226	936	-253	1 189
1978	2 566	-1 833	1 998	165	-1 201	1 366
1979	1 100	537	4 442	4 979	65	4 915
1980	-2 529	4,768	-2 796	1 972	-281	2 253
1981	-287	4,714	-3 521	1 193	38	1 155
1982	2 287	2,358	-715	1 643	5 451	-3 808
1983	3 331	2,461	1 684	4 145	4 256	-111
1984	3 983	2,391	99	2 490	1 843	647
1985	4 582	953	2 017	2 970	2 573	397
1986	2 128	2,859	-514	2 345	1 561	784
1987	540	4,238	-1 274	2 964	2 826	138
1988	3 810	1,572	1 961	3 533	3 342	191
1989	5 374	1,292	-1 559	-267	5 326	-5 593
1989 ^a	5 374	1,292	-1 559	-267	1 937	-2 204
1990	8 275	-1,789	2 751	962	2 072	-1 110
1991	3 703	2,803	1 880	4 683	6 566	-1 883
1991 ^a	3 703	2,803	1 880	4 683	1 109	3 574
1992	-2 637	8,311	4 337	12 648	1 185	11 463
1992 ^a	-2 637	8,311	4 337	12 648	1 293	11 355
1993 ^b	-3 696	8,300	3 808	12 108	-3 151	15 259
Soma 82-90:	34 310	16,335	4 450	20 785	25 861	-5 076
82-90 ^a	34 310	16,335	4 450	20 785	22 472	-1 687
Soma 91-93:	-2 630	19,414	10 025	29 439	4 600	24 839
91-93 ^a	-2 630	19,414	10 025	29 439	-749	30 188

^a Líquido de operações de consolidação. Quadro 3.

^b Estimado.

Fonte: Elaborado com base em dados do Banco Central.

Quadro 3
Movimento de capitais autônomos, 1977-1993
(em milhões de US\$)

Período	Capitais autônomos (1)=(2)+(7)	Privados (2)=3+4+5+6	Privatização e inv. ext. Dir. (3)	Títulos e empréstimos (4)	Crédito comercial (5)	Outros (6)	Público(**) (7)=(8)+(9)	Títulos e empréstimos (8)	Empréstimos a empresas públicas (9)
1977	1 189	216	52	393	-81	-149	973	5	968
1978	1 366	-83	295	514	-398	-494	1,449	624	825
1979	4 915	3 639	235	3,543	772	-912	1,276	585	691
1980	2 253	-743	739	3,886	-86	-5 283	2,997	1,016	1,981
1981	1 155	-3 469	927	3,112	-3 386	-4 122	4,624	2,695	1,929
1982	-3 808	-4 017	257	-521	-2 720	-1 032	209	481	-272
1983	-111	-2 514	183	-1,831	-411	-456	2,403	2,249	154
1984	647	-1 558	269	-2,674	500	347	2,205	2,210	-5
1985	397	-894	919	-1,733	-812	732	1,291	1,098	193
1986	784	420	574	-459	-539	844	364	318	46
1987	138	-695	-19	-24	-492	-160	833	421	412
1988	191	393	1 147	-228	-693	167	-202	-305	103
1989	-5 593	-5 242	1 028	111	-2 228	-4 153	-351	-391	40
1989 ^a	-2 204	-1 853	1 028	111	-2 228	-764	-351	-391	40
1990	-1 110	-1 361	1 141	92	451	-3 045	251	255	-4
1991	-1 883	-2 636	2 439	345	1 758	-7 178	753	647	105
1991 ^a	3 574	2 821	2 439	345	1 758	-1 721	753	647	105
1992	11 463	11 620	2 283	611	3 190	5 536	-157	55	-212
1992 ^a	11 355	11 512	2 283	611	3 190	5 428	-157	55	-212
1993	15 259	11 707	3 164	3 318	386	4 839	3 522	3 567	-15
Soma 82-90:	-5 076	-12 079	5 499	-7 267	-6 944	-3 367	7 003	6 336	667
82-90*	-1 687	-8 690	5 499	-7 267	-6 944	22	7 003	6 336	667
Soma 91-93:	24 839	20 691	7 886	4 274	5 334	3 197	4 148	4 269	-122
91-93*	30 188	26 040	7 886	4 274	5 334	7 546	4 148	4 269	-122

^a Significa corrigido por operações de consolidação. Em 1989, devido ao "Plan Bonex", que transformou em dívida externa parte dos ativos financeiros domésticos de particulares, a coluna (6) se desagrega em - 4153 = 764 - 3389, sendo que esta última cifra reflete a "saída" de fundos associada à emissão de Bonex. Conseqüentemente, o saldo total da conta de capitais autônomos se desagrega também em: -5242 = -1853-3389. Do mesmo modo, o saldo total da conta de capitais autônomos, descontada a operação a que fez referência, seria de -2,204 bilhões de dólares. Nos Quadros 2 e 3 aparece a correção na conta de capitais compensatórios, necessária para manter

a consistência da balança de pagamentos.

Em 1991, uma operação de consolidação da dívida pública mediante emissão de títulos por US\$ 5,457 bilhões afeta os registros de maneira semelhante a que nos referimos na nota anterior. Descontada essa operação, o saldo dos movimentos privados seria de + 2821 e o saldo total chegaria a + 3574. As demais contas que são afetadas aparecem corrigidas em consonância nos quadros correspondentes.

Por último, em 1992 foram resgatados Bônus do Tesouro por US\$ 108 milhões. Esse resgate figura no item "outros" do setor privado com sinal positivo e, como contrapartida, em "outros" capitais compensatórios. Se essa operação for eliminada, o saldo de capitais privados passaria de US\$ 11,620 a US\$ 11,512 e também deveria reduzir-se o montante total de capitais autônomos de US\$ 11,463 a US\$ 11,355. Para preservar a consistência contábil, o saldo de capitais compensatórios deveria aumentar de US\$ 1,185 para US\$ 1,293. Todas essas correções podem ser observadas nos Quadros 2, 3 e 4. Por outro lado, cabe mencionar que, no quadro apresentado, eliminaram-se as operações de reconversão da dívida via privatizações. Em 1990, as operações de conversão somaram US\$ 890 milhões, enquanto em 1992 por esse meio converteram-se Bônus de Consolidação, Bônus de Provedores, Bônus do Tesouro e outros títulos do governo por US\$ 1,819 bilhão.

^b Essa coluna inclui também o item "Uso do Trade Credit".

Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central.

O racionamento do crédito externo para o setor público, no entanto, tornava impossível que este pudesse cumprir tal tarefa fazendo uso exclusivamente de fontes voluntárias de financiamento. Por isso, durante esse período houve um aumento espetacular no uso das fontes "compensatórias". As aspas são devidas ao fato de que boa parte do financiamento que aparece como compensatório na balança de pagamentos foi constituída por atrasos nos pagamentos de serviços da dívida, o que, em sentido estrito, não é "compensatório", mas "compulsório".

A saída permanente de capitais privados e o recurso sistemático ao crédito "compensatório" para suprir a defasagem de financiamento externo tiveram fortes conseqüências sobre a estabilidade macroeconômica e a estrutura financeira.

Durante todo o período houve uma relação direta entre a disponibilidade de financiamento compensatório e o nível da taxa de câmbio real: quanto menor era o montante dos fundos compensatórios obtidos, maior era o nível do superávit comercial necessário para suprir a defasagem externa e, portanto, maior a taxa de câmbio real de "equilíbrio". Dado que as políticas orientadas para corrigir o valor real da taxa de câmbio só podiam implementar-se por meio de correções da paridade nominal que tendiam a acelerar a inflação, a incerteza sobre a taxa real de câmbio de "equilíbrio" transmitia-se não apenas para as expectativas de desvalorização como também para as que se referiam à inflação e às taxas de juros nominais.¹⁴

A permanente fuga de capitais privados, por outro lado, teve como contrapartida uma diminuição sistemática do tamanho do sistema financeiro doméstico. O processo de desintermediação financeira e desmonetização foi tão forte que muitas das transações e contratos da economia passaram a realizar-se em dólares. Nesse sentido, a desmonetização e a dolarização da economia podem ser consideradas como formas alternativas de denominação de um mesmo fenômeno.

Além da incerteza cambial e da desintermediação financeira, um terceiro fator crucial na geração de instabilidade na década de 1980 foi a extrema fragilidade financeira do setor público. A deterioração do equilíbrio financeiro nas contas públicas foi uma conseqüência direta da crise da dívida à medida que ela deu lugar à aparição do "problema da

transferência doméstica”.¹⁵ A incapacidade das políticas públicas para resolver esse problema determinou que durante toda a década se observasse uma tendência à geração de déficits insustentáveis nas contas do governo, mesmo quando o gasto, particularmente o de investimento, fosse significativamente reduzido.

A profundidade e a persistência dos desequilíbrios fizeram com que os sucessivos planos de estabilização implementados durante a década de 1980 fracassassem. Ao terminar a década, o nível de instabilidade macroeconômica era crescente, e quando a isso se acrescentou a incerteza política originada pela mudança de governo a Argentina sofreu sucessivos episódios hiperinflacionários entre maio de 1989 e março de 1990. De fato, a instabilidade macroeconômica só foi drasticamente reduzida na atual década quando a acentuada mudança nas condições internacionais tornou viável a implementação de um novo pacote de estabilização: o Plano de Convertibilidade, de abril de 1991.

Os fluxos de fundos externos na década de 1990

Tanto o contexto externo como o interno sofreram mudanças de magnitude com o começo da nova década, e isso produziu uma mutação decisiva na dinâmica dos movimentos de capital.

No plano externo, o fato de maior significação foi o relaxamento do racionamento que os países em desenvolvimento enfrentavam nos mercados de capital desde a crise da dívida. Mesmo assim a situação tornou-se ainda mais favorável porque, junto com a flexibilização das restrições de quantidade, produziu-se uma acentuada redução nas taxas de juros internacionais. Tanto o efeito renda como o de substituição contribuíram para desativar a crise da dívida. O efeito renda da baixa da taxa de juros relaxou sensivelmente a restrição externa ao reduzir o déficit na conta de serviços financeiros. Além disso, teve outros dois efeitos muito positivos. Por um lado, aumentou a renda nacional e, por outro, como a quase totalidade da dívida externa estava sobre o setor público, a redução dos juros traduziu-se diretamente em uma melhoria da situação fiscal. Este último fato contribuiu para debilitar o problema da “transferência doméstica” que tinha estado na base da instabilidade macroeconômica posterior à crise da dívida.

O efeito substituição da redução de taxas não foi menos importante. A deterioração na rentabilidade do investimento financeiro externo não ajudou apenas na inversão do processo de fuga de capitais: a redução dos rendimentos financeiros *per se* agiu em favor do investimento em ativos físicos. Sem este último, um processo de privatizações em grande escala, como o encarado pela Argentina — que contribuiu consideravelmente para a razão de fundos externos —, não teria sido possível.

Em relação à situação interna, os fatos de maior importância foram, por um lado, o crescente êxito do Plano de Convertibilidade desde o início de 1991 e, por outro, o aprofundamento do processo de reforma estrutural orientado para a desregulamentação dos mercados e a redução do papel econômico estatal, posto em prática pela nova administração que assumiu em julho de 1989.

Dado que os fluxos de capital para a Argentina só começaram a ser importantes logo após a implementação do Plano de Convertibilidade, centraremos a análise seguinte no período posterior a esse plano, com as devidas referências à etapa anterior quando necessário.

A incidência de fatores internos no movimento de capitais: as reformas de âmbito econômico, institucional e legal

Do ponto de vista dos movimentos de capital, além das medidas específicas dirigidas ao mercado de câmbios e aos fluxos externos, as reformas que mais influíram foram as relativas ao manejo da política monetária, da desregulamentação do sistema financeiro e do mercado de valores e as de transformação estrutural do setor público.

Entre as mudanças normativas que afetaram diretamente os fluxos externos, cabe mencionar em primeiro lugar a Lei de Emergência Econômica (agosto de 1989), que estabeleceu igualdade de tratamento para o capital nacional e o estrangeiro quando este investisse em atividades produtivas. Dessa forma, eliminou-se a necessidade de aprovação prévia para o investimento externo direto (exceto no caso de projetos de defesa), permitiu-se o livre acesso das empresas estrangeiras ao financiamento de origem doméstica, eliminou-se a alta taxa tributária aplicada sobre os investimentos estrangeiros e passou-se a aplicar a mesma taxa de imposto sobre os lucros tanto a empresas locais quanto a estrangeiras. Por outro lado, com o objetivo de eliminar os entraves fiscais que pudessem impedir a repatriação de capitais em fuga, promulgou-se uma Lei de Anistia Fiscal (abril de 1992) que estabeleceu um regime especial para a exteriorização de bens e ativos no exterior e para a regulamentação da posse de ativos em moeda estrangeira no país.

O desenvolvimento de um segmento dolarizado, tanto de depósitos como de créditos, foi decididamente estimulado por meio de uma série de normas do Banco Central (Comunicações "A" 1493 de 20/7/89 e "A" 1820 de 27/3/91). Mesmo assim, a dolarização das relações financeiras por meio do aumento da proporção de "argendólares" nas carteiras de particulares foi significativamente impulsionada pela liberalização total do mercado de câmbios (Comunicações "A" 1589 de 18/12/89 e "A" 1822 de 8/4/91) e pelo estabelecimento de uma taxa de câmbio fixa por meio da Lei de Convertibilidade de março de 1991. Essa lei, além disso, estabeleceu a validade legal dos contratos realizados em qualquer moeda. Dessa forma, a desregulamentação do mercado de câmbios foi total. Não somente inexistem, agora, regulamentações de qualquer tipo para a compra e venda de divisas como, inclusive, não existem bons registros estatísticos das operações. Nesse contexto, o custo de afluência e saída de capitais reduziu-se a quase zero.

No plano monetário, as medidas de reforma se orientaram para dar sinais contundentes ao investidor externo de que a estabilidade monetária e a convertibilidade da moeda seriam respeitados de forma irrestrita. O instrumento utilizado, num primeiro momento, foi a mencionada Lei de Convertibilidade. Posteriormente, com o objetivo de reforçar a credibilidade sobre esse ponto, substituiu-se a Carta Orgânica do Banco Central (lei de setembro de 1992). Além de estabelecer a estrita independência do Banco Central, a nova lei suprimiu a garantia oficial dos depósitos, proibiu o financiamento monetário do déficit e estabeleceu severos limites tanto para a alocação de títulos públicos no Banco Central como para a concessão de novos descontos aos bancos comerciais (estes somente podiam ser feitos por trinta dias e por montantes reduzidos). Isso, obviamente, eliminou o papel de "prestamista de última instância" da autoridade monetária e limitou significativamente a função de regulamentação monetária. Excetuados os passes de títulos públicos e a variação de encaixes — meios que o Banco Central usou limitadamente —, não existe outro

instrumento de regulamentação monetária. Essas limitações nos instrumentos, somadas à eliminação virtual das garantias aos depósitos, podem gerar uma situação de instabilidade financeira no caso de problemas em entidades médias ou grandes. As regulamentações estabelecidas pelo Banco Central melhoraram durante 1993, em especial em relação ao requerimento de capital das entidades financeiras.

Nesse contexto de plena desregulamentação financeira, o Banco Central eliminou, no final de 1993, a única regulamentação remanescente: a não-autorização à afluência de novas entidades ao sistema, uma medida que esteve vigente por mais de dez anos.

A reforma também afetou o mercado de valores. O chamado Decreto de Desregulamentação, de novembro de 1991, além de anular uma série de regulamentações que afetavam diversas atividades econômicas, eliminou o imposto sobre transferência de títulos ou valores, suprimiu o imposto sobre selos das operações nas bolsas de valores e liberou as comissões dos intermediários nesses mercados. Isso foi complementado com uma série de modificações regulamentares da Comissão Nacional de Valores. Com o objetivo de oferecer um maior espectro para a diversificação das carteiras dos investidores tanto internos como externos, estimulou-se o acesso de novas empresas às bolsas de valores e implementaram-se novas formas de intermediação financeira, como as Obrigações Negociáveis (lei de julho de 1991).

No que diz respeito à transformação do setor público, a norma de maior efeito sobre os fluxos de capital foi a Lei de Reforma do Estado, de agosto de 1989. Essa lei assentou as bases legais para a privatização de empresas públicas com capitalização de dívida externa.

Para terminar, entre os fatores de origem interna que influenciaram os fluxos externos, cabe referir o Plano de Convertibilidade. Esse plano de estabilização contribuiu significativamente para gerar um clima macroeconômico favorável ao investimento externo e, portanto, para a reversão das saídas de capital.

O Plano de Convertibilidade foi lançado com o objetivo explícito de reduzir drasticamente a inflação e proteger as reservas internacionais de uma eventual corrida cambial. O plano obteve êxito em relação a ambos os objetivos. Um fator crucial que pesou a favor desse resultado foi que, no ano anterior ao lançamento desse programa, registrou-se um forte superávit comercial. Em 1990, o saldo comercial superou os US\$ 8 bilhões e, conseqüentemente, a conta-corrente apresentou um superávit (de quase US\$ 1,8 bilhão) pela primeira vez desde 1978. Isso tornou possível um considerável aumento das reservas internacionais no período imediatamente anterior ao lançamento da convertibilidade.

O plano combinou medidas estritamente ortodoxas no plano fiscal e monetário (implícitas na Lei de Convertibilidade¹⁶ e na Carta Orgânica do Banco Central, já citadas) com outras de caráter mais heterodoxo, como a proibição, por lei, dos mecanismos de indexação, a fixação dos salários e tarifas do setor público por tempo indeterminado e os acordos de preços com empresas industriais.¹⁷ Ao mesmo tempo, aprofundou-se o processo de abertura econômica, com a eliminação de quase todas as restrições quantitativas às importações e a redução das tarifas.

À primeira vista, o programa era semelhante aos demais, baseados na utilização de certas variáveis, em especial a taxa de câmbio, com âncoras nominais. No entanto, o programa tinha diferenças importantes em relação a outros da década de 1980. Em primeiro lugar, a forte abertura das importações no contexto de uma taxa de câmbio relativamente

baixo seria um instrumento importante para regular o comportamento dos preços dos bens comercializáveis internacionalmente. Em segundo lugar, a proibição de financiar ao governo mediante a emissão monetária foi cumprida estritamente.¹⁸ Em terceiro lugar, o recurso de fixar a política cambial por lei para fazer o anúncio da taxa de câmbio fixo confiável teve o efeito procurado e favoreceu a afluência de capitais. A credibilidade da taxa de câmbio não estava baseada — diferentemente do México no início do Pacto de Solidariedade — num nível de reservas muito elevado, mas sim no superávit recorde na balança comercial em 1990.¹⁹ Por último, as reformas estruturais no setor público — privatizações e redução de pessoal — foram o elemento-chave para o surgimento de expectativas favoráveis.

Composição e amplitude dos fluxos de fundos sob a convertibilidade

O severo racionamento do crédito internacional na década de 1980 obrigou a restringir ao máximo a absorção interna e a acumulação de divisas. Quando, após dez anos de racionamento, as restrições quantitativas se flexibilizaram, a expansão do uso de financiamento por parte do país acabou sendo espetacular. Entre 1991 e 1993, o déficit acumulado do balanço de conta-corrente encontrava-se em US\$ 19,414 bilhões. Se somarmos a isto o uso de fundos externos para acumular reservas, a utilização total de fundos chega a US\$ 29,439 bilhões. Esta soma é 40% maior que o financiamento total recebido entre 1982 e 1990 (Quadro 2).

Diferentemente da década de 1980, o aumento do déficit de conta-corrente é explicado pelo crescimento do desequilíbrio do comércio e não pelo peso dos juros da dívida. Na realidade, a participação desses últimos na explicação do resultado da conta-corrente tendeu a cair *pari passu* com a redução das taxas de juros externos. O aumento no déficit comercial, por sua vez, obedeceu ao aumento na absorção doméstica disparado pelo relaxamento das restrições de crédito e aumento no nível de atividade registrado na nova situação de maior estabilidade macroeconômica que ocorreu após o lançamento do Plano de Convertibilidade. Mesmo assim, o gasto em importações aumentou em um ritmo muito maior que o da demanda global, devido à acentuada liberalização comercial e à baixa da taxa de câmbio real que se produziram como consequência da fixação da taxa de câmbio nominal num contexto em que a inflação residual pós-estabilização estava longe de ser nula. As importações passaram de US\$ 4,079 bilhões em 1990 para quase US\$ 16,4 bilhões em 1993. Paralelamente, o saldo comercial, que superou US\$ 8 bilhões em 1990, registrou um saldo deficitário estimado em US\$ 3,7 bilhões em 1993.

Na conta capital, a relação entre as fontes autônomas e compensatórias de financiamento também sofreu uma reviravolta espetacular em relação ao período de racionamento. Em contraste com a década de 1980, nessa nova etapa as fontes privadas passam decididamente a liderar os fluxos de capital. A reviravolta no comportamento privado foi muito acentuada: entre 1991 e 1993 registrou-se um fluxo positivo líquido de fundos privados no valor de US\$ 26,04 bilhões (Quadro 3).

Quando se observa de forma mais desagregada o período durante o qual se produzem essas mudanças, nota-se que, na realidade, os primeiros sinais de inversão do processo de saída de capitais privados ocorrem antes da implementação do Plano de Convertibilidade.

Quadro 4
Movimento de capitais autônomos, 1990-93
(em milhões de US\$)

Período	Total	Privados	Privados ^a	Privados ^b
1990.1	-195	-187	-187	-227
1990.2	-68	-27	-27	-125
1990.3	-1 276	-1 530	-1 694	-1 560
1990.4	429	383	-261	344
Total 1990	-1 110	-1 361	-2 169	-1 568
1991.1	-206	-163	-290	-165
1991.2	-25	-29	-362	-119
1991.3	616	236	-670	591
1991.4	3 189	2 777	2 169	2 954
Total 1991	3 574	2 821	847	3 261
1992.1	2 967	3 073	2 212	3 062
1992.2	2 165	2 344	2 616	2 265
1992.3	2 177	2 045	1 809	2 147
1992.4	4 046	4 050	3 040	4 088
Total 1992	11 355	11 512	9 671	11 562
1993.1	3 288	1 679	1 377	1 739
1993.2	2 495	1 745	1 745	2 272
1993.3	4 402	4 086	2 135	4 361
1993.4	4 874	3 997	3 707	4 737
Total 1993	15 259	11 707	9 164	13 109

^a Segundo o destino.

^b Segundo a origem.

Fonte: Elaboração própria com base em dados do BCRA.

No Quadro 4 pode-se ver que o primeiro saldo positivo na conta de capitais privados foi registrado no último trimestre de 1990. Esse superávit está associado com o alto nível das taxas de juros domésticas registradas nesse período. Apesar disso, devido às turbulências cambiais do início de 1991, nos dois primeiros trimestres desse ano as afluências de capital privado tornam-se negativas novamente. O sinal dos movimentos de fundos privados volta a inverter-se no terceiro trimestre de 1991, coincidindo com o crescente grau de credibilidade que o Plano de Convertibilidade ia ganhando.

Quadro 5
Destinação de fundos externos aos setores público e privado
(Exclui operações de conversão de dívida às privatizações)

	1989	1990	1991	1991				1992
				I	II	III	IV	
Setor privado	-1 853	-2 169	847	-290	-362	-670	2 169	9 671
Cred. Export.	-717	1 411	70	1 100	213	-641	-602	-2 175
Cred. import.	-1 511	-960	1 688	-48	157	656	923	5 365
Empresas	111	92	345	32	52	-10	271	611
Investimento estrangeiro direto	1 028	333	465	53	107	76	229	442
Outros	-764	-3 045	-1 721	-1 427	-891	-751	1 348	5 428
Setor público	1 586	3 131	3 836	-205	951	1 627	1 463	2 977
Privatização	0	808	1 974	127	333	906	608	1 841
Autônomo								
Capital	-351	251	753	-43	4	380	412	-157
Outros	-3 389	0	-5 457	0	0	0	-5 457	108
Financiamento compensatório	5 326	2 072	6 566	-289	614	341	5 900	1 185
Atrasos	2 927	1 912	1 788	440	825	312	211	884
Outros ^b	2 399	160	4 778	-729	-211	29	5 689	301
Total	-267	962	4 683	-495	589	957	3 632	12 648

	1992				1993	1993				Convertibilidade ^a
	I	II	III	IV		I	II	III	IV	
Setor privado	2 110	2 147	1 912	3 502	9 819	1 426	1 781	2 137	4 475	20 627
Cred. Export.	-72	-409	-1 007	-687	1032	149	48	313	522	4 928
Cred. import.	919	1 239	1 790	1 417						
Empresas	317	56	88	150	3 318	251	710	1 047	1 310	4 242
Investimento estrangeiro direto	59	112	47	224	621	130	219	123	149	1 475
Outros	887	1 149	994	2 398	4 848	896	804	654	2 494	9 982
Setor público	640	742	1 192	403	2 944	2 776	-2 341	1 912	597	9 962
Privatização	963	197	133	548	2 543	302	0	1 951	290	6 231
Autônomo										
Capital	-106	-179	132	-4	3 552	1 609	750	316	877	4 191
Outros	0	108	0	0	0	0	0	0	0	-5 349
Financiamento compensatório	-217	616	927	-141	-3 151	865	-3 091	-355	-570	4 889
Atrasos	215	222	181	266	68	68	0	0	0	2 300
Outros ^b	-432	394	746	-407	-3 219	797	-3 091	-355	570	2 589
Total	2 750	2 889	3 104	3 905	12 763	4 202	-560	4 049	5 072	30 589

Fonte: Elaborado com base em dados do Banco Central.

a. Correspondente ao período do Plano de Convertibilidade (1991.II a 1993.IV)

b. Inclui operações de consolidação, exceto a regularização de atrasos durante o segundo trimestre de 1993. Veja nota no Quadro 3.

A classificação de capitais privados da balança de pagamentos é ambígua. Por um lado, ela inclui as privatizações, que são financiamento destinado ao setor público e, por outro, exclui os bônus e os títulos alocados pelo governo, que representam financiamento de origem privada — o Quadro 4 apresenta duas colunas corrigidas correspondentes ao setor privado. Na primeira coluna (“privados^a”), apresentam-se os fundos com destino ao financiamento privado, eliminando-se, portanto, as privatizações. Como se pode ver, o setor privado só recebeu o financiamento líquido positivo, pela primeira vez, no quarto trimestre de 1991, depois que este se tornou positivo para o setor público. A reviravolta entre o terceiro e o quarto trimestre, por outro lado, é muito acentuada. Passa-se de um saldo negativo de US\$ 670 milhões a um positivo de US\$ 2,169 bilhões. A segunda coluna (“privados^b”) mostra o total da afluência de capitais de origem privada, independentemente de estes terem sido destinados a financiar o governo ou agentes privados. Nesse caso, não se observam grandes diferenças nas pautas do comportamento. O saldo é positivo pela primeira vez no quarto trimestre de 1990, tornando-se negativo em seguida e aumentando no terceiro trimestre de 1991. Assim, pode-se concluir que a afluência de fundos destinados à compra de ativos do setor público teria “liderado” outras de origem privada e exerceria um efeito benéfico sobre as expectativas dos investidores.

A alocação do fluxo de fundos externos

Na Argentina existem sérias limitações estatísticas que não permitem dar uma resposta unívoca à pergunta relativa ao destino das afluências de capital externo. Apesar disso, nesta seção tentaremos avançar na análise da alocação pelo destino, baseando-nos na informação parcial disponível.

No Quadro 5, realizamos uma reclassificação da conta de capitais. O objetivo é constatar se os fluxos externos satisfizeram às necessidades de fundos do setor público ou do privado e que tipo de gastos foram financiados. O Quadro mostra que sob o regime de convertibilidade, caso se consolidem as contas do Banco Central e do setor público não-financeiro, o fluxo líquido de fundos recebidos pelo setor público totaliza US\$ 9,837 bilhões, ao mesmo tempo que o setor privado recebeu US\$ 19,982 bilhões.

Deste total de US\$ 29,819 bilhões, aproximadamente nove bilhões, destinaram-se à acumulação de reservas e o restante à cobertura das necessidades de financiamento originadas na conta-corrente. Dado que a principal causa do aumento no déficit de conta-corrente foi o aumento do desequilíbrio comercial, conclui-se que houve uma contínua expansão no nível de absorção doméstica. Quando se desagregam os fatores que operaram aumentando a absorção, observa-se que o maior nível de consumo desempenhou um papel preponderante: entre 1990 e 1993, ele aumentou em 29%. Também foi significativo o papel do investimento, que cresceu 85% em relação a 1990. Deve-se considerar, no entanto, que o nível de investimento de 1990 era o mais baixo dos últimos quarenta anos.

O setor público

Sem dúvida, a fonte mais importante de financiamento para o setor público foi dada pelo ingresso das privatizações. Da soma total antes mencionada, US\$ 6,230 bilhões afluí-

ram pela compra de ativos estatais e o restante por meio de mecanismos alternativos à compra de ativos físicos (capitais autônomos e compensatórios). Cabe mencionar, no entanto, que na verdade esses valores, provenientes da balança de pagamentos, subestimam as afluências por esse conceito, já que só incluem as compras de ativos públicos em efetivo e não as destinadas a amortizar a dívida oficial por meio dos mecanismos de intercâmbio da dívida pública. Utilizando fontes de informação alternativas, no Quadro 6, mostram-se as afluências totais provenientes do processo de privatização.

Quadro 6
Resultados financeiros do processo de privatização (1990-1993)
(em milhões de US\$)

Setor	Forma de transferência	Efetivo	Amortização do efetivo da dívida externa (valor mercado)	Transferência de passivos	Total	Amortização de dívida externa (valor nominal)
Telecomunicações	Venda de ações	2 271	1 257	—	3 528	5 000
Transp. aéreo	Venda direta	260	483	—	743	1 610
Ferrovias	Concessão	—	—	—	—	—
Eletricidade	Venda direta	524	1 681	1 071	3 276	3 362
Portos	Concessão/Venda direta	14	—	—	14	—
Estradas	Concessão	—	—	—	—	—
TV e Rádio	Concessão	14	—	—	14	—
Petróleo	Venda de ações	2 041	—	—	2 041	—
YPF	Concessão	3 040	—	—	3 040	—
Gás	Venda direta	300	1 541	1 110	2 951	3 082
Água e saneamento	Concessão	—	—	—	—	—
Indústria						
Petroquímica	Venda de ações	545	28	—	573	140
Estaleiros	Venda direta	60	—	—	60	—
Aço	Venda direta	143	22	—	165	42
Propriedades Públicas	Venda direta	184	—	—	184	—
Outros	Concessão/Venda direta	65	2	—	68	12
Soma total		9 460	5 015	2 181	1 6 656	13 248

Fonte: Ministério da Economia.

Durante o período de 1990 a 1993, como consequência da venda de empresas públicas, houve uma redução no estoque nominal da dívida de US\$ 13,2 bilhões. O valor de mercado da dívida amortizada era, aproximadamente, de US\$ 5 bilhões. Mesmo assim, no

processo, transferiram-se passivos junto com as empresas no valor de US\$ 2,2 bilhões. Os pagamentos em efetivo recebidos pelo Estado totalizaram US\$ 9,5 bilhões. Deduz-se, então, que as afluências globais por privatização alcançaram US\$ 16,7 bilhões. Desse total, US\$ 9,8 bilhões (60%) foram adjudicados a empresas estrangeiras e o restante a empresas nacionais.

Quadro 7
Superávit global do setor público
(como porcentagem do PIB)

		1990	1991	1992	1993
I.	Receitas correntes	14,41	15,86	17,15	17,85
II.	Gastos correntes excluindo juros	11,99	14,3	14,96	15,15
III.	Poupança corrente primária (I-II)	2,42	1,56	2,19	2,70
IV.	Pagamento de juros em dinheiro	-1,12	-2,12	-0,38	-1,18
V.	Superávit corrente (de caixa) (III-IV)	1,30	-0,56	1,81	1,52
VI.	Investimento	1,42	1,05	0,81	0,78
VII.	Superávit do Banco Central	-0,75	-0,36	-0,14	0,00
VIII.	Superávit de caixa (V-VI-VII)	-0,87	-1,97	0,86	0,74
IX.	Juros não pagos	-2,98	-0,92	-0,68	-0,08
X.	Superávit (VIII+IX)	-3,85	-2,89	0,18	0,66
XI.	Entradas de capital por privatização em dinheiro	0,45	1,21	0,79	1,00
XII.	Superávit global (X-XI)	-3,40	-1,68	0,97	1,66
XIII.	Superávit global excluindo atrasos	-0,42	-0,76	1,65	1,74

Fonte: Ministério da Economia.

Não existem dados para estimar a taxa de retorno dessas privatizações, embora elas tenham diminuído consideravelmente desde a privatização da Empresa Nacional de Telefones. Neste sentido, pode-se mencionar que o processo de privatização passou por três etapas bastante definidas. Na primeira, as privatizações tiveram como objetivo central induzir uma mudança nas expectativas do setor privado. Essa etapa compreende as privatizações realizadas da pior maneira, em termos da falta de mecanismos de regulamentação e altas taxas de retorno para os compradores. Na segunda etapa, as vendas de ativos públicos fundamentalmente visavam conseguir recursos para fechar a brecha fiscal. Por último, na terceira etapa, desde 1992, levou-se mais em conta o interesse do usuário — embora ainda com problemas — e também deram-se menores rendimentos aos compradores. Deve-se mencionar, no entanto, que a acelerada venda da companhia YPF (petrolífera estatal) no segundo trimestre de 1993, com o único objetivo de pagar a dívida aos aposentados no período anterior às eleições legislativas de outubro desse ano, teve características próprias do primeiro período mencionado.²⁰

A segunda fonte, em importância, de financiamento oficial é constituída pelo crédito “compulsório”, via atrasos nos juros sobre a dívida pública. Desde a implementação da convertibilidade registraram-se atrasos de US\$ 2,232 bilhões (Quadro 5). Essa fonte de financiamento, no entanto, começou a perder relevância até desaparecer completamente assim que foi assinado o acordo de refinanciamento com os bancos comerciais no contexto do Plano Brady. Caso sejam excluídos tanto os atrasos dos pagamentos de juros quanto as afluições de privatizações assentadas na balança de pagamentos, o financiamento remanescente recebido pelo setor público durante a convertibilidade é bastante reduzido (aproximadamente US\$ 1,3 bilhão).²¹

As contas da balança de pagamentos, no entanto, não são a melhor maneira de saber como o governo utilizou o seu financiamento, já que ele mesmo pode destinar-se, por exemplo, a cancelar a dívida em moeda nacional ou aumentar os ativos financeiros do setor público expressos em pesos. Para esclarecer um pouco mais esse ponto, é conveniente examinar brevemente as contas públicas.

O Quadro 7 mostra o orçamento fiscal em termos de caixa. Durante 1990 e 1991, o orçamento apresentou um déficit de caixa, enquanto em 1992 e 1993 produziu-se um superávit. No período de 1990 a 1991, as afluições para privatização foram utilizadas para financiar gastos do setor público. Em 1992 e 1993, por outro lado, o que se produziu com as privatizações foi destinado a cancelar a dívida.²²

O setor privado

Os valores do Quadro 5 permitem afirmar que aproximadamente 24% dos fluxos de capital privado destinaram-se ao financiamento comercial, 7% ao investimento direto (excluindo a compra de ativos públicos) e 21% a financiamento direto de empresas. Os 48% restantes não têm identificação na balança de pagamento.

O financiamento comercial líquido recebido durante o Plano de Convertibilidade foi de US\$ 4,9 bilhões. Esses valores são resultado de um financiamento de exportações negativo de US\$ 3,205 bilhões e um financiamento positivo de importações de US\$ 7,101 bilhões.²³ Essas quantias mostram que o aumento das importações após a implementação do Plano de Convertibilidade é um fator de primeira importância na explicação do aumento na oferta de financiamento externo. Essa fonte de financiamento, no entanto, tenderia a desaparecer se as importações deixassem de crescer e, conseqüentemente, isto levaria a um aumento na demanda de financiamento de outras fontes, à medida que o déficit de conta-corrente persistisse.²⁴

O investimento direto — excluindo privatizações — foi pouco importante. Representou aproximadamente US\$ 1,5 bilhão durante o programa de convertibilidade. Por outro lado, a quase totalidade desse montante é reinvestimento de rendas de empresas existentes.

Depois de um longo período de escasso ou nulo acesso ao mercado de capitais do exterior, as empresas argentinas — financeiras e não-financeiras — colocaram no mercado de euronotas um montante de US\$ 4 bilhões durante 1991 e 1993. Como se pode ver no Quadro 8, 42% desse ingresso teve como destino os bancos, 16%, as empresas de serviços, 25%, as petrolíferas e 17%, as empresas líderes do setor industrial. Essa distribuição, por um lado, é conseqüência da rentabilidade diferenciada dos setores envolvidos que determinaram níveis diferentes de investimento e, por outro, reflete o fato de que as empresas de

maior patrimônio na Argentina (alguns bancos, as empresas petrolíferas e, como consequência das privatizações, várias empresas de serviços com alta participação de acionistas externos) são as que têm melhor acesso ao mercado de capitais. Note-se, com relação a este último, que apenas algumas empresas líderes da indústria estiveram em condições de participar nos mercados de crédito internacional.

Quadro 8
Emissão de euronotas e bônus internacionais (1991-93)

Setor	Em milhões de dólares	Como porcentagem de total
Indústria	679,5	16,9
Petróleo	1 000	24,8
Serviços	660	16,4
Bancos	1 692,5	41,9
TOTAL	4 032	100

Fonte: Elaborado com base em dados da *Imprensa Econômica*.

Como foi mencionado, os fluxos de capital não-identificados representam quase 50% do total da receita do setor privado. O crescimento do segmento de depósitos em dólares do sistema financeiro nacional foi um importante canal para esses fluxos. A variação dos depósitos em dólares, no entanto, aparece registrada na balança de pagamentos em forma direta somente quando esses recursos são emprestados e à medida que o tomador de crédito compre pesos com os fundos do crédito ou realize pagamentos ao exterior. No entanto, dada a escassa magnitude da demanda de dólares para transações dentro da economia nacional, pode-se argumentar que a maior parte da expansão do segmento de “argendólares” refletiu-se na balança de pagamentos como um ingresso de capital não especificado, sob o item “outros movimentos”.²⁵ Pode-se destacar que a expansão do segmento em “argendólares” é superior ao montante registrado sob o item “outros”.

O aumento dos depósitos locais em dólares, desde a implementação da convertibilidade, alcançou US\$ 14,6 bilhões (Quadro 9). A expansão da capacidade de empréstimo dos bancos, a que esse aumento contribuiu, foi de US\$ 12,4 bilhões.

Parece, então, que residentes e não-residentes utilizaram os depósitos em dólares como um importante mecanismo para fazer ingressar capitais na Argentina. Se esse foi o caso, essa modalidade estaria indicando que grande parte da repatriação de capitais foi feita tentando evitar o risco da desvalorização, ao mesmo tempo que se aproveitava a diferença das taxas de juros entre a Argentina e o mercado internacional. Esse comportamento do investidor estaria indicando que somente considera o “risco país” e “acredita” que evita o risco de desvalorização. Dizemos que “acredita” que evita o risco de desvalorização porque este depende, agora, da solidez patrimonial dos bancos. E os bancos estão correndo

um risco significativo de desvalorização na alocação de suas carteiras. Para esclarecer este ponto, é necessário referir-se brevemente à situação do mercado de crédito local.

Quadro 9
Evolução do segmento de “argendólares”
(em milhões de US\$)

Depósitos em Dólares						Depósito em dólares/Dep. totais (%)	Depósito a prazo dólares/Dep. a prazo total (%) ^a
	Conta corrente	Depósitos de poupança	Depósitos a prazo	Total	Capacidade de empréstimo		
	1988	12		1 219	1 231	0	10
	1989	22		1 200	1 222	331	12
	1990	231		1 480	1 711	1 280	29
Dez.	1990	597		2 246	2 843	2 591	28
Mar.	1991	853		2 536	3 389	3 180	40
Jun.	1991	661	506	3 432	4 599	4 068	43
Set.	1991	716	868	4 139	5 723	5 036	46
Dez.	1991	782	1 137	4 642	6 561	5 746	45
Mar.	1992	879	1 505	5 516	7 900	6 900	46
Jun.	1992	852	1 536	6 670	9 058	8 017	43
Set.	1992	836	1 674	7 834	10 344	9 205	44
Dez.	1992	839	1 868	8 231	10 938	9 703	45
Mar.	1993	543	2 406	9 282	12 231	11 543	43
Jun.	1993	555	2 679	10 298	13 532	11 832	44
Set.	1993	601	3 824	12 488	16 913	14 636	47
Dez.	1993	616	4 151	13 264	18 031	15 583	47

^a Exclui depósitos em conta-corrente.

Fonte: Elaborado com base em dados do Banco Central.

Da análise do estoque de crédito outorgado pelo sistema financeiro aos cinquenta principais clientes de cada entidade (grandes devedores), conclui-se que 67% são créditos em moedas estrangeiras. Mas apenas 43% dos créditos em moeda estrangeira foram emprestados ao que genericamente poderia denominar-se setores produtores de bens comercializáveis, ou seja, a produção primária e a indústria manufatureira.²⁶ Portanto, em princípio, pareceria que a carteira do sistema financeiro está fortemente exposta a uma variação da taxa de câmbio real. Além disso, se uma desvalorização fosse acompanhada por uma recessão, como é o caso na Argentina, a capacidade de repagamento das empresas produ-

toras de não-comercializáveis se deterioraria ainda mais. Pode concluir-se, então, que a tentativa de evitar o risco de desvalorização por meio da alocação dos capitais externos em depósitos em dólares não parece garantida.

Fluxo de fundos externos e transformações no mercado de capitais domésticos

A inversão nos fluxos de capital provocou mudanças significativas na estrutura e na evolução tanto do sistema financeiro quanto do mercado de valores.

Mudanças no sistema financeiro

O forte aumento na afluência de capitais gerou, em primeiro lugar, uma significativa remonetarização da economia. Como se pode ver no Quadro 10, os ativos financeiros em pesos diminuíram acentuadamente como conseqüência das hiperinflações de 1989 e 1990 e da conversão compulsória dos depósitos em bônus de longo prazo no período do Plano Bonex de janeiro 1990. A recuperação da demanda de ativos financeiros locais começa no segundo semestre de 1990, no entanto consolida-se apenas com o início do Plano de Convertibilidade e com a conseqüente diminuição da taxa de inflação e da fuga de capitais.

A remonetarização é uma conseqüência normal de todo programa de estabilização que tenha sucesso. A característica específica que diferencia o processo atual de outros que tiveram lugar no final da década de 1970 e início da década de 1980 é a grande importância dos depósitos em moeda estrangeira. O Quadro 9 demonstra que a participação em dólares era de apenas 10% do total de depósitos no sistema financeiro local em 1988. No final de 1990 passa a representar 28%, e essa porcentagem eleva-se a 43% em junho de 1991, depois da desvalorização nominal do primeiro trimestre (80%). Desde então, a proporção tem flutuado por volta desse valor, embora, no final de 1993, tenha crescido levemente. Caso se excluam os depósitos em conta-corrente, ou seja, caso se elimine o efeito transação, os depósitos em dólares como porcentagem dos depósitos privados totais a prazo são ainda maiores. Após três anos de regime de convertibilidade (dezembro 1993), o coeficiente depósitos dolarizados/depósitos totais chega a 58%. Como conseqüência desse aprofundamento da dolarização, a estrutura da folha de pagamentos dos bancos mudou de forma significativa. Em junho de 1993, 47% dos ativos totais dos bancos e 48% de seus passivos estavam expressos em dólares.

Como se disse anteriormente, uma parte importante dos depósitos em dólares foi emprestada a atividades produtoras de bens não-comercializáveis e, conseqüentemente, existe uma importante exposição do sistema financeiro a variações na taxa de câmbio real. Essa exposição, no entanto, não se distribui uniformemente entre todos os bancos. Em particular, a exposição financeira dos bancos públicos parece ser maior que a dos bancos privados. Enquanto a proporção de crédito dolarizado alocado ao setor comercial é de 43% para o sistema financeiro como um todo, a proporção correspondente aos bancos oficiais é de apenas 20%.²⁷

Quadro 10
Agregados monetários em pesos
(em milhões de US\$)

	Notas e moedas	Conta Corrente	Caixa de Poupança	Dep. a prazo	M1	M2	Depósitos em pesos
1988	1 711	1 508	1 261	8 605	3 219	13 085	11374
1989	1 504	1 241	798	7 344	2 745	10 887	9383
1990	1 644	1 520	1 636	1 014	3 164	5 814	4170
Dez. 1990	3 521	2 063	2 632	2706	5 584	10 922	7401
Março 1991	2 350	1 429	1 804	1 933	3 779	7 516	5166
Junho 1991	3 209	2 114	1 594	2312	5 323	9 229	6020
Set. 1991	3 790	2 353	1 619	2719	6 143	10481	6691
Dez. 1991	4 761	3 160	1 789	3 066	7 921	12776	8015
Março 1992	5 028	3 577	2 039	3 622	8 605	14 266	9238
Junho 1992	5 529	4 396	2 542	4 912	9 925	17 379	11850
Set. 1992	5 843	4 612	2 768	5 778	10455	19001	13138
Dez. 1992	6 783	4 909	2 758	5 998	11692	20448	13665
Março 1993	6 997	4 995	3 639	7474	11992	23105	16108
Junho 1993	7 580	5 472	3 998	7 600	13052	24650	17070
Set. 1993	8 378	6 648	4 268	8350	15026	27644	19266
Dez. 1993	9 254	7 403	4 323	8455	16657	29435	20181

Fonte: Elaborado com base em dados do Banco Central.

Além dos empréstimos a atividades produtivas, o aumento da intermediação financeira gerou um crescimento importante dos empréstimos pessoais. Após um longo período no qual o financiamento para consumo era praticamente nulo, produziu-se um forte aumento na oferta desse tipo de empréstimo. Especialmente importante foi a expansão do crédito para a compra de automóveis e bens duráveis de consumo. Os agentes também se beneficiaram com o aumento de crédito hipotecário. Dado que uma proporção importante desse tipo de crédito pessoal está expresso em dólares, parece claro que grande parte do aumento dos depósitos locais em dólares contribuiu não só para financiar a produção de não-comercializáveis como também para o consumo.

A remonetização da economia afetou a evolução das taxas de juros. O Quadro 11 mostra que as taxas passivas foram decrescendo desde a implantação do Plano de Convertibilidade. Dois fatores são cruciais na explicação da tendência decrescente tanto das taxas nominais quanto das reais: a redução no diferencial de risco-país e a acentuada queda no risco de desvalorização percebido pelos investidores. O risco-país pode medir-se como a diferença entre a taxa interna de retorno do Plano Bonex (um bônus dolarizado do governo) e a taxa Libo.²⁸ O Quadro 11 mostra a evolução dessa variável.

Quadro 11
Evolução das taxas anuais de juros. Taxa de risco e desvalorização esperada (%)

Período		Taxa de juros local ^a	Taxa de retorno do Bonex	Taxa Libo	Taxa de risco estimada	Taxa de desvalorização esperada	Desvalorização observada
1981	IV	127,58	18,38	14,66	3,25	92,24	465,17
1982	IV	151,10	20,15	9,96	9,27	108,99	331,69
1983	IV	407,77	22,22	9,79	11,32	315,45	526,99
1984	IV	1 269,48	19,11	9,73	8,55	1 049,79	477,42
1985	IV	72,47	17,78	8,10	8,95	46,43	52,75
1986	IV	138,62	14,34	6,10	7,76	108,70	208,39
1987	IV	198,93	23,73	7,73	14,85	141,60	267,98
1988	IV	215,52	23,69	9,15	13,32	155,09	5 955,42
1989	I	434,38	36,12	10,23	23,49	292,58	11 739,88
	II	29 473,47	33,27	9,58	21,61	2 2091,10	3 340,69
	III	301,49	25,36	8,79	15,23	220,26	774,77
	IV	298,36	32,35	8,29	22,21	201,00	470,14
1990	I	3 934,55	45,98	8,48	34,57	2 663,80	171,48
	II	239,56	29,85	8,65	19,51	163,67	94,52
	III	270,68	23,06	8,21	13,72	201,18	73,70
	IV	135,90	25,15	7,87	16,02	93,12	85,70
1991	I	240,47	25,16	6,81	17,18	185,24	19,05
	II	22,09	17,21	6,37	10,19	4,16	0,45
	III	22,62	15,01	5,96	8,54	6,62	-0,20
	IV	17,08	10,51	4,90	5,09	5,95	0,10
1992	I	15,43	10,85	4,40	5,19	4,13	0,80
	II	16,17	9,85	4,17	5,45	5,75	0,00
	III	14,80	10,56	3,50	6,80	3,84	0,00
	IV	17,24	12,20	3,61	8,29	4,49	0,00
1993	I	16,75	11,53	3,28	7,99	4,60	0,00
	II	11,62	8,36	3,31	4,89	3,00	0,00
	III	10,27	7,55	3,55	3,93	2,45	0,00
	IV	7,93	6,95	3,50	3,20	0,91	0,00

^a Taxa de juros local de depósitos a trinta dias.

Fonte: Elaboração dos autores.

Como se pode ver, a taxa de risco-país caiu de forma notável após o lançamento do Plano de Convertibilidade e continuou caindo posteriormente. A abrupta baixa na taxa esperada de desvalorização²⁹ parece ter desempenhado o papel de maior importância na redução das taxas passivas: depois de alcançar níveis surpreendentes nos anos anteriores à convertibilidade, a taxa de desvalorização esperada era de apenas 4,5% ao ano no início de 1993, chegando no final desse ano a apenas 1%.

A evolução das taxas de juros passivas contrasta muito com o que se observa em outras experiências do passado, particularmente com o período da “tablita”. Na situação atual, apesar do aumento no déficit da conta-corrente, que pode ter tido um efeito negativo sobre a taxa de desvalorização esperada, não se observa uma tendência crescente nas taxas de juros locais.

Dado que as taxas passivas em pesos foram maiores que as taxas em dólares no sistema financeiro local (embora nos últimos meses a diferença tenha tendido a diminuir), os bancos que conseguiram um maior fundo em dólares contaram com uma vantagem competitiva. Em relação a isto, os bancos privados mostram melhor desempenho que os bancos públicos. Para o sistema financeiro como um todo, a proporção de depósitos em dólares era de 47% em agosto de 1993, mas, no caso dos bancos públicos, tal proporção caía para 31%. Na realidade, a distribuição de depósitos em dólares tampouco é uniforme dentro das entidades privadas. A maior concentração de depósitos em dólares é observada nos bancos estrangeiros (65% de seus depósitos totais) e nos bancos nacionais da capital (58%). Os bancos nacionais do interior do país, de menor tamanho relativo, têm uma proporção de depósitos em “argendólares” menor (48%).

Existem dois fatores adicionais que acentuam a vantagem competitiva dos bancos de maior tamanho relativo. Por um lado, as entidades de menor tamanho (cooperativas e entidades não-bancárias) pagam uma taxa passiva, em pesos e dólares, substancialmente superior à do resto do sistema para atrair os poupadores que, em princípio, preferem colocar seus fundos em entidades grandes. Esse efeito é ainda maior do que no caso das entidades do interior do país. Por outro lado, os bancos de menor tamanho relativo não têm acesso — ou têm de maneira muito limitada — a outras fontes de financiamento de menor custo, como linhas de crédito ou outro tipo de financiamento do exterior, e à emissão de Obrigações Negociáveis no mercado local.

A conjunção de todos esses fatores contribuiu para segmentar o mercado financeiro. Existe um custo dos recursos substancialmente diferente entre entidades que dependem basicamente do tamanho e origem do capital. Devemos acrescentar a essa diferença o fato de que os custos operativos por unidade de depósitos dos bancos pequenos é, geralmente, superior ao dos bancos grandes.³⁰ Não surpreenderia, nesse contexto, que tanto a margem entre taxas ativas e passivas como as taxas reais de juros sejam significativamente superiores para o crédito expresso em pesos e intermediado por bancos pequenos localizados no interior do país.

No Quadro 12, pode-se observar que taxas mensais maiores que 3%, em pesos, não são pouco comuns, mesmo quando as taxas de inflação para as atividades produtoras de bens são inferiores a 0,3% mensal. Os efeitos negativos sobre a qualidade da carteira de alguns bancos, que representam uma ameaça para o sistema em seu conjunto e para a situação macroeconômica global, não são difíceis de prever.

Quadro 12
Evolução das taxas de juros ativas mensais (%)^a

Instituição	junho	1991	dezembro	1991	junho	1992	dezembro	1992	agosto	1993
	pesos	US\$	pesos	US\$	pesos	US\$	pesos	US\$	pesos	US\$
Bancos públicos nacionais	1,65	n.d.	2,17	n.d.	1,79	0,66	1,45	0,39	1,17	
Bancos públicos de província	3,07	n.d.	3,01	n.d.	2,77	1,07	1,99	1,16	1,54	
TOTAL BANCOS PÚBLICOS	2,17	n.d.	2,94	n.d.	2,56	0,94	1,95	0,94	1,41	0,93
Bancos privados	4,91	n.d.	4,76	n.d.	2,85	1,14	4,41	1,23	2,65	1,14
Bancos estrangeiros	3,13	n.d.	3,91	n.d.	2,72	0,83	3,95	1,02	2,21	0,91
Bancos cooperativos	6,43	n.d.	5,23	n.d.	4,27	1,43	4,55	1,58	3,34	1,49
TOTAL BANCOS PRIVADOS	4,74	n.d.	4,67	n.d.	3,33	1,04	4,33	1,19	2,70	1,09
Entidades não-bancárias	5,33	n.d.	4,46	n.d.	3,74	1,62	4,31	1,66	2,62	1,66
Total do sistema financeiro	2,71	n.d.	3,77	n.d.	3,07	1,05	3,23	1,17	2,07	1,06

^a O crédito de importações está incluso no crédito em dólares.

Fonte: Banco Central.

Do ponto de vista dos que tomam crédito, o maior nível de aprofundamento financeiro fez com que as grandes empresas melhorassem de forma substancial seu acesso ao crédito, tanto nacional como externo. As pequenas e médias empresas, ao contrário, não tiveram possibilidades de alcançar o financiamento internacional ou o mercado de capitais locais e mantêm um acesso limitado aos grandes bancos;³¹ portanto devem operar com bancos de menor tamanho relativo que têm, como vimos, uma garantia mais cara e margens de intermediação mais altas. O resultado é que uma grande parte dessas empresas têm enfrentado a abertura econômica numa situação de alto custo do capital de trabalho e falta de financiamento de longo prazo para o processo necessário de reconversão industrial.³²

No que se refere ao prazo dos depósitos e empréstimos, o processo atual do aprofundamento financeiro não apresenta diferenças relevantes em relação à experiência de liberalização no final da década de 1970 e início da década de 1980. Ainda quando houve um certo aumento no prazo médio das alocações em relação ao período que se seguiu aos episódios hiperinflacionários, o prazo médio de amadurecimento dos instrumentos, tanto em dólares como em pesos, é ainda muito reduzido (aproximadamente de quarenta e noventa dias em pesos e dólares, respectivamente). O período de amadurecimento do crédito bancário, por outro lado, é superior ao dos depósitos.³³

Em síntese, o sistema financeiro canalizou uma parte importante da entrada de capitais no país. Isso foi especialmente relevante no caso dos depósitos em dólares. Mais de 50% desses recursos foram emprestados para financiar atividades produtivas de bens não-comercializáveis e, ao mesmo tempo, deram um importante impulso ao consumo, particularmente por meio do financiamento da compra de bens duráveis.

Por outro lado, a considerável baixa na taxa de juros passiva — como conseqüência da redução do risco-país e do risco de desvalorização — gerou uma baixa no custo de financiamento. As grandes empresas foram as mais beneficiadas com tal redução de custos e

isso, sem dúvida, incentivou o gasto de investimento. Esse efeito foi muito menos relevante no caso das pequenas e médias empresas, dado seu escasso acesso ao mercado externo e aos bancos com baixos custos de captação e a menor margem de intermediação financeira.³⁴

A evolução do sistema financeiro, que estamos comentando, poderia gerar problemas de solvência em alguns de seus segmentos. Dois fatores merecem ser mencionados. Por um lado, uma parte importante do crédito em moeda estrangeira foi alocado em atividades produtivas de bens não-comercializáveis. Por outro, os empréstimos foram outorgados a taxas de juros muito elevadas e isso deixa uma dúvida sobre a capacidade de recuperar esses créditos. Isso é especialmente relevante para os bancos pequenos e médios do interior do país.

Em relação a esse tema, cabe mencionar que o Banco Central, de acordo com sua nova Carta Orgânica, não pode auxiliar as entidades financeiras por mais de trinta dias e o montante do redesconto não pode superar o patrimônio delas. Do ponto, é necessário levar em conta que, embora exista um pleno respaldo em divisas da base monetária, a relação de M2 com a base monetária é aproximadamente de 2 e, quando se incluem os depósitos em dólares, a relação chega a 3. Ou seja, além das restrições legais que praticamente proíbem o Banco Central de ajudar as entidades financeiras com problemas, existem evidentes restrições econômicas que limitariam a ação do Banco Central em caso de dificuldades no setor financeiro.

O mercado de valores

Os efeitos da inversão nos fluxos de capital externo foram também importantes nos mercados de valores locais. No Quadro 13 pode-se observar a evolução da capitalização total na Bolsa de Comércio de Buenos Aires. Ela passou de US\$ 5,272 bilhões no primeiro trimestre de 1991 para mais de US\$ 25 bilhões, no segundo trimestre de 1992. A partir desse momento, embora com oscilações, os preços seguiram uma tendência declinante que foi interrompida com a venda das ações da companhia YPF em junho de 1993. Desde então, a capitalização continuou crescendo até superar os US\$ 42 bilhões, no final de 1993.

A evolução crescente na capitalização obedeceu mais ao aumento da cotação dos papéis existentes que à emissão de novas ações. No período de 1991 a 1993, as emissões mais importantes de novos papéis associaram-se ao processo de privatização das empresas de telefones e de petróleo.

Embora não existam dados referentes ao investimento de fundos institucionais do exterior, não parece que eles tenham sido muito importantes. Esses recursos teriam sido destinados, basicamente, às empresas privatizadas, em particular às telefônicas, que oferecem uma rentabilidade “garantida” a médio prazo. Também foi importante a participação estrangeira na privatização da YPF.

Em resumo, mesmo quando a evolução positiva do mercado acionário levou à qualificação do mercado argentino de “emergente”, alguns traços indicam que a recomposição do mercado está ainda longe de ter se consolidado. Em particular porque, como se pode observar no Quadro 13, produziram-se fortes flutuações nas cotações, o que indica que o nível de incerteza ainda é alto. Mesmo assim, além da alocação de ações de empresas

privatizadas, houve muito poucos casos de entrada de novas empresas privadas ou emissão de novos papéis com o objetivo de capitalizar as empresas já existentes. Esses fatos sugerem que as empresas privadas privilegiaram o crédito externo e os fundos locais provenientes dos bancos e dos mercados de bônus como instrumento de financiamento do investimento.

Quadro 13
Evolução da Bolsa de Buenos Aires
(em milhões de US\$)

Período	Montante de transações	Capitalização do mercado	Índice preços- bolsa (pesos)
1990			
I	56,6	2 593	1 045
II	58	3 241	1 511
III	67,2	3 360	1 858
IV	44,1	3 620	1 599
1991			
I	173,6	5 272	3 680
II	132,9	5 501	5 091
III	595,6	11 995	9 991
IV	660,5	18 644	12 272
1992			
I	1 070,8	25 746	15 088
II	2 146,6	2 5524	18 186
III	1 251,8	18 210	11 350
IV	1 327,8	1 8435	10 023
1993			
I	1 322	18 769	10 215
II	4 305	26 733	10 228
III	7 172	31 178	12 076
IV	9 819	42 931	15 381

Fonte: Instituto de Investigações do Mercado de Valores.

Fluxos de capital, estabilidade e crescimento

Como vimos, a inversão no sentido dos movimentos de capital teve como correlato uma série de transformações em nível interno. No plano macroeconômico, a crescente disponibilidade da poupança externa serviu como suporte para uma maior estabilidade e um crescimento da absorção interna. No plano financeiro, ela coincidiu com um aumento no grau de monetarização e uma consolidação do processo de dolarização do sistema financeiro.

O contexto de política econômica que acompanhou esse processo foi de adaptação passiva às novas e acrescidas entradas de capital. Na visão das autoridades argentinas, um maior ativismo orientado para a regulamentação do movimento de capitais era desnecessário. A curto prazo porque a estabilidade macroeconômica estava garantida pela convertibilidade, e a longo prazo porque a afluência de capitais permitiria financiar aumentos no investimento e na produtividade. Aqui, avaliamos estes pontos que, sem dúvida, constituem o núcleo da questão da estabilidade e do crescimento.

Estabilidade macroeconômica e fluxos de capital

Dado que a Lei de Convertibilidade e a Carta Orgânica do Banco Central implicam uma política monetária completamente passiva, um efeito importante da inversão do fluxo de capitais foi que — via crescimento das reservas — produziu-se um substancial aumento da oferta monetária. O aprofundamento financeiro, além disso, viu-se reforçado pela expansão do segmento de “argendólares”. Como já observamos, a contrapartida desse fato foi uma sensível expansão da capacidade de empréstimo do sistema.

A fase expansiva do crédito deu lugar a um forte aumento na demanda agregada. No contexto de uma política de taxa de câmbio fixa e de maior abertura da economia, essa expansão da demanda efetiva teve efeitos diferenciais sobre os diferentes componentes da oferta global. Em termos estilizados, pode-se afirmar que os comercializáveis (importações) tenderam a um ajuste via “quantidade”, enquanto os não-comercializáveis tenderam a mostrar um ajuste via “preço”. No contexto de uma economia aberta e pequena, enquanto a maior demanda de importações foi satisfeita por uma oferta de importáveis que se pode considerar como completamente elástica, o aumento na demanda de não-comercializáveis — cuja oferta somente pode expandir-se no curto prazo a custos crescentes — traduziu-se numa forte pressão sobre os preços.

Essa dinâmica de ajuste diferencial, num contexto de política econômica passiva, teve duas conseqüências macroeconômicas fundamentais. Em primeiro lugar, o saldo comercial sofreu uma reviravolta acentuada: entre o superávit de 1990 e o déficit de 1993, existe uma diferença absoluta de aproximadamente US\$ 11 bilhões. Em segundo lugar, desde que se produziram os primeiros sinais de inversão positiva nos movimentos de capital houve uma tendência permanente para a mudança dos preços relativos em favor dos bens não-comercializáveis e, portanto, contra a taxa de câmbio real.³⁵

Uma das formas assumidas nessa crescente distorção foi a de uma disparidade na evolução do índice de preços ao consumidor *vis-à-vis* o de preços para atacadistas. No que já transcorreu do plano, a variação acumulada no índice de preços ao consumidor foi de 54%, enquanto que os preços no atacado mostraram um aumento de apenas 8%. Como no caso dos atacadistas o peso dos bens comercializáveis é maior, e a forte competitividade dos artigos importados no contexto da redução de taxas e virtual eliminação de todas as restrições quantitativas às importações fixou um teto para as variações de preços. No que diz respeito à evolução dos diferentes itens de índice ao consumidor, a inflação foi liderada pelo aumento de serviços privados (72%) e dos alimentos frescos, verduras e frutas (84%) e carnes frescas (68%).

Além da pressão da demanda, houve outros fatores “estruturais” que explicam essa dinâmica diferencial dos preços. Por um lado, o choque desindexador posto em prática pela convertibilidade, mesmo quando teve muito êxito, deixou um resíduo de “inércia” inflacionária. Por outro, originou-se uma pressão inflacionária pelo aumento da pressão impositiva. Devido à diminuição na evasão tributária, a cobrança do IVA multiplicou-se por um fator superior a 2, em termos reais, e isto parece ter afetado principalmente o setor de serviços.

Além da diferença entre atacadistas e varejistas, a intensidade desse fenômeno pode ser vista no Quadro 14, que mostra diferentes indicadores de preços relativos. A relação entre o preço dos bens industriais e os serviços privados, tomando como base 1986 = 100, era, em dezembro de 1993, de 35. O mesmo índice para os produtos agropecuários era de 29.³⁶

Quadro 14
Evolução dos preços-chave relativos (% , 1986=100)

	Taxa de câmbio real ^a		Atacadista consumidor	Indústria/Serviços privados	Indústria/Serviços totais	Primário/ Serviços privados
	Dólar	Canasta				
1980	39,5	46,2	87,1	90,2	87,0	85,4
1981	47,9	51,8	88,3	90,5	88,3	78,3
1982	82,4	83,9	116,9	139,4	129,9	141,7
1983	97,4	93,6	126,1	146,3	147,1	153,4
1984	90,7	80,7	119,0	131,7	134,6	131,0
1985	105,7	89,4	114,6	120,0	120,0	89,5
1986	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
1987	103,0	110,6	94,9	99,7	97,1	96,6
1988	98,3	109,5	109,6	126,7	122,0	113,9
1989	133,1	146,6	124,3	155,1	152,8	143,6
1990	90,1	107,1	94,6	85,9	87,0	70,4
1991	67,1	96,3	67,6	61,0	59,5	45,4
Dez. 91	65,8	81,0	61,8	54,2	53,9	42,3
Junho 92	62,6	77,0	57,8	49,4	49,0	38,7
Dez. 92	61,6	79,1	54,3	38,7	44,2	32,8
Março 93	61,1	80,4	53,3	37,9	43,5	32,2
Junho 93	60,9	79,5	52,2	37,0	42,9	32,3
Set. 93	60,8	77,9	52,0	36,3	41,6	32,7
Dez. 93	61,3		50,6	35,3	40,6	29,3

^a Deflacionado por índice de preços combinado entre atacadistas e consumidor.

Fonte: Elaborado com base em dados do Banco Central e Indec.

Essa evolução da economia argentina mostra, entre outras coisas, que a relação entre a estabilidade macroeconômica e o movimento de capitais está longe de ser simples. Por um lado, a distorção de preços relativos no contexto da abertura da conta capital apresenta semelhanças com as distorções observadas no período da “tablita”. Por outro lado, também é verdade que o relaxamento da restrição de crédito externo teve uma importância fundamental para a estabilização pós-hiperinflacionária. A maior disponibilidade de divisas permitiu a fixação da taxa de câmbio nominal e, portanto, o “ancoramento” dos preços absolutos.

Logo após as primeiras etapas da estabilização, no entanto, parece que um excesso de oferta de fundos de crédito do exterior tende mais a atuar contra a estabilidade. Efetivamente, sabe-se que os programas heterodoxos baseados na desindexação e na fixação da taxa de câmbio têm êxito para desativar processos de alta inflação ou diretamente hiperinflacionários. Sabe-se também que, se o período de fixação da taxa de câmbio se prolonga excessivamente, esses programas tendem a gerar desequilíbrios de preços relativos crescentes e, portanto, desequilíbrios externos e/ou fiscais insustentáveis. No caso da Argentina, a distorção de preços relativos está gerando crescentes desequilíbrios externos, mas isso não está pressionando em favor de uma mudança do regime cambial justamente porque a fluida oferta de fundos do exterior está permitindo o financiamento desse desequilíbrio.

Neste contexto, o programa está enfrentando um dilema de política difícil de resolver. Se o regime cambial fosse orientado para a correção da distorção de preços relativos, isso atuaria em favor da estabilidade a médio prazo na medida em que tenderia a fechar o desequilíbrio de conta-corrente. Mas, dada a excessiva ênfase posta pelas autoridades no caráter “estrutural” da paridade fixada, em termos de credibilidade o efeito impacto de uma modificação na taxa de câmbio estabelecido na Lei de Convertibilidade seria grave. Se, por sua vez, a deterioração da credibilidade incentivasse uma mudança na composição das carteiras privadas em favor dos ativos externos, *ceteris paribus*, a correção necessária na taxa de câmbio real seria maior e mais rápida. Dessa forma, a situação é bastante paradoxal: dados os conhecidos efeitos inflacionários e recessivos da desvalorização, o incentivo das autoridades para induzir uma correção “preventiva” na taxa de câmbio será sempre fraca na medida em que não haja uma interrupção significativa na afluência de capitais. Mas, se a interrupção não ocorre, dada a passividade da política econômica, é possível que os desequilíbrios se acentuem com o tempo.

Obviamente, pode-se conceber alternativas para a desvalorização. Uma recessão suficientemente forte poderia induzir uma queda nas importações e nos preços dos não-comercIALIZÁVEIS que equilibraria o setor externo. Essa alternativa, no entanto, parece pouco plausível. A profundidade e a duração da recessão necessária seriam tais que seus efeitos sobre a estabilidade não seriam muito diferentes dos da desvalorização. Mesmo assim, do ponto de vista empírico, existe ampla evidência da rigidez dos preços nominais para a baixa. Por último, no atual contexto de política passiva, uma recessão-com-deflação da magnitude exigida só poderia ser induzida por uma inversão maciça na afluência de capitais, já que o governo não conta com os instrumentos de política para consegui-lo de outro modo.

Um problema adicional em relação a esse fato é apresentado pela forma que tomou o maior aprofundamento financeiro que se produziu *pari passu* com a inversão dos fluxos de capital. Como já analisamos, ao contrário do período da “tablita”, a remonetarização da

economia levou a um aprofundamento da dolarização do sistema e grande parte do novo crédito foi tomada para financiar atividades relacionadas com setores não-comercializáveis. Uma mudança de preços relativos, seja via deflação, seja via desvalorização, induziria um forte aumento no peso real dos serviços da dívida dolarizada e, certamente, uma sensível deterioração na qualidade das carteiras dos bancos, com os conseqüentes efeitos sobre a estabilidade do sistema financeiro em “argendólares”. Se a mudança de preços relativos se desse a partir de uma recessão de grande amplitude, o aumento na morosidade das carteiras seguramente seria maior. Cabe mencionar, por outro lado, que uma forte diminuição do nível de atividade econômica teria um considerável impacto nas contas fiscais porque, após as últimas reformas, a estrutura tributária é muito mais dependente do nível de demanda efetiva.

Em virtude dos problemas mencionados anteriormente, o governo está tentando, atualmente, reduzir os custos internos por meio da desregulamentação de certas atividades e pela eliminação e/ou redução dos impostos da produção.³⁷ A viabilidade dessa estratégia dependerá da força das contas fiscais e, basicamente, da habilidade para reduzir ainda mais a evasão fiscal.

Mesmo assim, para que essa estratégia funcione, deveria produzir-se um “salto” discreto nos níveis de produtividade da economia. Uma condição necessária para que isso aconteça é que se mantenham altas taxas de crescimento do investimento que a coloquem muito acima dos ainda baixos níveis atuais. Se o salto de produtividade ocorresse nos setores produtores de não-comercializáveis e tal aumento não fosse repassado aos salários, a taxa de câmbio real poderia melhorar, por meio de uma deflação induzida por aumentos de produtividade.

Há uma razão adicional pela qual a dependência atual de afluências de capital poderia tornar-se uma fonte de instabilidade. Como conseqüência da liderança dos capitais privados na inversão dos fluxos de financiamento, a composição do estoque da dívida externa acumulada começou a variar a favor de uma maior participação do endividamento do setor privado. Dessa forma, ao contrário da década de 1980, enquanto o setor público teve êxito em reduzir seu grau de exposição financeira externa, são agora os déficits do setor privado que estão alimentando o estoque da dívida. O aumento da dívida privada impediu uma redução maior nos indicadores de fragilidade externa do país, que são ainda muito elevados. A relação entre dívida total (aproximadamente US\$ 75 bilhões) e exportações encontra-se ainda num nível superior a 6.

Devemos também acrescentar a exposição em “argendólares” do setor privado. O estoque da dívida privada em “argendólares” é atualmente de US\$ 16 bilhões (6% do PIB). Levando-se em conta que esse endividamento é também conseqüência do processo de repatriação de capitais, é razoável esperar que, em suas decisões de carteira, os prestamistas em “argendólares” comportem-se de modo semelhante aos prestamistas externos do país.

As semelhanças entre a situação atual da economia e a experiência do período de 1978 a 1981 são bastante óbvias. Entre elas cabe mencionar os importantes fluxos de capital, a grande expansão do crédito de origem local, o ajuste da taxa de câmbio, a evolução crescente do superávit comercial e a fragilidade financeira.

Há, também, importantes diferenças. A de maior relevância é a situação do mercado internacional de capitais. As taxas de juros são agora muito menores do que no início da

década de 1980, e o mesmo ocorre com a taxa de inflação nos países industrializados, especialmente nos EUA. Outras diferenças significativas são, em primeiro lugar, uma melhor situação fiscal, que é resultado não somente do processo de privatizações como também — e fundamentalmente — da redução da evasão fiscal. Em segundo lugar, o setor privado tem uma participação maior no processo de investimento e, conseqüentemente, é possível que a alocação dos recursos seja mais eficiente. No entanto, ao se avaliar a relevância desse fato para o crescimento, deve-se considerar que a taxa de investimento atual é menor que a do período de 1979 a 1981, basicamente devido à reduzidíssima taxa de investimento público. Em terceiro lugar, nos últimos trinta meses houve uma persistente redução na taxa de risco-país que, unida à baixa das taxas de juros internacional, provocou um forte declínio nas taxas de juros internas. Por último, ainda que tenha havido uma forte especulação nos mercados de capital e de bens raiz, os sinais de geração de um boato nesses mercados persistiram. Após um aumento inicial, os preços nesses mercados são atualmente mais baixos que há 18 meses (mesmo quando ainda são substancialmente superiores aos existentes antes da estabilização).

Apesar de sua importância, nenhuma dessas diferenças em relação à economia nacional parece ser suficientemente acentuada para mudar a premissa de que existem semelhanças consideráveis entre a experiência atual e a do período de 1978 a 1981. Na verdade, é a diferença no cenário internacional (particularmente o baixo nível das taxas de juros) que constitui o fator básico de diferenciação entre ambas as experiências de liberalização. A favorável situação externa não apenas reduziu os problemas de insolvência do setor público como também induziu a uma redução na taxa de rendimento exigida para o investimento físico, tornando mais provável a manutenção de uma oferta razoável de fundos externos no futuro próximo. Nesse sentido, o que os sinais provenientes do mercado internacional parecem sugerir é que existem maiores incentivos para o investimento e que há mais tempo para levar adiante o processo de ajuste.

Mais tempo e mais incentivos para o investimento em ativos físicos, no entanto, não garantem a sustentabilidade a longo prazo da reforma. Especialmente se a distorção existente nos preços relativos levassem a um aprofundamento do desequilíbrio em conta-corrente, em vez de colocar a economia em um novo rumo de crescimento e de equilíbrio. Em relação a isso, a evolução futura das exportações é chave. Também o é a evolução tanto da poupança nacional como do investimento. É importante, conseqüentemente, passar em breve revista a evolução dessas variáveis após a inversão de fluxos de capitais.

Crescimento, poupança externa e investimento

Uma das conseqüências mais negativas da crise da dívida consistiu na redução espetacular do coeficiente de investimento. Como se pode ver no Quadro 15, entre o máximo registrado em 1980 (26,6% do PIB) e o mínimo do período hiperinflacionário de 1989 (14,2%) há uma diferença de doze pontos percentuais do PIB. Durante o período de 1982 a 1990, conseqüentemente, a média do coeficiente de investimento foi muito inferior à do período pós-guerra, encontrando-se numa média menor que 18%. A contrapartida, naturalmente, foi o estancamento da economia. Em 1990, o nível do produto era 3,1% inferior ao de 1980.

Quadro 15
Estrutura do PIB (% , preços constantes)

Ano	PIB	Import.	Oferta global	Consumo	Investimento	Export.	Absorção interna
1980	100,0	11,9	111,9	78,3	26,6	7,0	104,9
1981	100,0	11,6	111,6	80,2	23,6	7,8	103,8
1982	100,0	6,9	106,9	78,1	20,4	8,4	98,5
1983	100,0	6,2	106,2	78,4	19,5	8,3	97,9
1984	100,0	6,3	106,3	79,9	18,5	7,9	98,4
1985	100,0	5,9	105,9	79,8	16,3	9,8	96,1
1986	100,0	6,3	106,3	80,7	17,5	8,2	98,2
1987	100,0	7,0	107,0	79,7	19,5	7,7	99,3
1988	100,0	6,3	106,3	77,5	19,5	9,3	97,0
1989	100,0	5,5	105,5	79,3	15,7	10,5	95,0
1990	100,0	5,5	105,5	78,9	14,2	12,5	93,1
1991	100,0	8,4	108,4	81,6	16,3	10,5	97,9
1992	100,0	12,6	112,6	83,2	19,6	9,7	102,8
1993	100,0	13,4	113,4	82,9	21,0	9,5	103,9

Fonte: Banco Central.

O aumento dos pagamentos de juros durante a crise da dívida reduziu acentuadamente a renda nacional. Entre 1982 e 1990, em média, o PNB foi 5% menor que o PIB devido ao peso dos serviços da dívida. Como a participação do gasto de consumo se manteve nos níveis do período pré-crise, o resultado final foi uma redução substancial da proporção representada pela poupança nacional na renda. Devido ao fato de a redução no investimento ter sido menor que a da poupança nacional, a economia continuou fazendo uso da poupança externa. Como vimos, a maior parte dessa poupança foi obtida por meio de crédito "compulsório", ou seja, por meio de atrasos nos pagamentos de juros obtidos pela dívida externa.

Isso não implica, entretanto, que o esforço de transferência externa não tenha sido espetacular. Devido ao crédito externo ser sistematicamente menor que os juros obtidos, a Argentina fez uma transferência líquida positiva da década de 1980. Essa transferência foi realizada mediante a geração de superávits comerciais. Como consequência, a absorção foi menor que a receita aproximadamente três pontos percentuais do produto de forma sistemática entre 1982 e 1990 (Quadro 15).

Essa evolução da brecha externa mudou de forma significativa após a inversão no movimento de capitais. O Quadro 15 mostra que o nível da transferência externa medida pela diferença entre absorção e PIB caiu de um máximo de 6,9%, em 1990, para -2,8%, em 1992. Isto é, a acentuada inversão nos movimentos de capital privado permitiu que, pela primeira vez em 11 anos, a Argentina efetuasse uma transferência líquida negativa para o resto do mundo.

A flexibilização da restrição externa deteve a tendência declinante da taxa de investimento. Entre 1990 e 1992, houve uma recuperação de mais de cinco pontos percentuais no coeficiente de investimento.³⁸ No entanto, como a recuperação se deu a partir dos comprimidos níveis pós-hiperinflacionários, o nível médio do coeficiente de investimento é ainda semelhante ao observado em média durante a década de 1980. Para garantir um processo de crescimento constante, a taxa de investimento deveria subir significativamente no futuro.³⁹ Esta afirmativa não desconhece o fato de que o nível de atividade se recuperou consideravelmente nos últimos anos (a economia cresceu mais de 8% ao ano, em média, em 1991 e 1992 e 6% em 1993). Isso demonstra, justamente, que essa recuperação parece estar mais associada a um aumento no emprego da capacidade produtiva existente — subutilizada após os episódios hiperinflacionários — do que à sua ampliação, capaz de manter o crescimento a longo prazo.

Uma segunda observação negativa é que houve um enfraquecimento adicional da taxa de poupança, visto que o gasto de consumo cresceu mais rapidamente que o PIB. O coeficiente de consumo passou de 78,9% em 1990 para 83% em 1992 e 1993 (Quadro 15). Este último valor representa um pico na série e é ainda maior que o registrado na experiência de abertura de 1979 a 1981.⁴⁰ Obviamente, a maior disponibilidade de financiamento do resto do mundo, via afluências de capital privado, explica a aparente inconsistência de que o coeficiente de consumo e o de investimento tenham subido ao mesmo tempo nos últimos três anos.

A incerteza sobre o futuro mais preocupante que essa evolução da poupança *vis-à-vis* a do investimento apresenta é que, mesmo quando a taxa de investimento é ainda reduzida, a utilização de poupança externa para financiá-la é significativa. Do ponto de vista da consistência macroeconômica, então, parece que a alternativa é ou gerar uma redução acentuada no coeficiente de consumo que ajude a aumentar o coeficiente de investimento, sem pressionar a poupança externa, ou conseguir um crescimento substancial na produtividade do investimento que permita aumentar a taxa de crescimento econômico, dado o coeficiente de investimento. A consistência das contas externas, por sua vez, requer que a taxa de crescimento dos setores comercializáveis seja muito superior à dos não-comercializáveis, se é que o nível de dependência da poupança externa e a fragilidade financeira possam vir a ser reduzidos no futuro. Nesse sentido, cabe enfatizar que a restrição mais importante que a economia enfrenta, tanto para a obtenção de uma redução da taxa de consumo⁴¹ como para a indução de um vigorosa taxa de crescimento do setor de comercializáveis, é a distorcida estrutura de preços relativos que ocorre na atualidade.

Notas

1. O Chile, no entanto, recebeu um forte apoio dos organismos de financiamento multilaterais no processo de estabilização e mudança estrutural que empreendeu durante a década de 1980. Uma parte não desprezível do melhor desempenho chileno durante esse período, comparado com outros países da região como México, Argentina ou Brasil, deve-se ao fato de que o apoio externo recebido foi significativamente maior que o dos países mencionados. Os elementos para sustentar esta hipótese aparecem em Damill *et al.* (1991).

2. As medidas de liberalização consistiram na eliminação completa das normas que se referem à constituição de depósitos e na redução a um ano do prazo mínimo de contratação de empréstimos financeiros que, poste-

riormente, foi completamente eliminado. Algumas restrições menores foram mantidas, mas também elas foram gradualmente flexibilizadas.

3. Devido à pressão dos produtores, a liberalização comercial não afetou de maneira significativa os insumos industriais. Conseqüentemente, a competitividade das empresas produtoras de bens finais foi severamente castigada, devendo enfrentar a competição externa sem ter acesso a insumos aos preços internacionais.

4. No início, anunciou-se uma taxa de desvalorização para um período de oito meses que, posteriormente, foi sendo ampliado.

5. Tanto mais certo isto seria quanto mais próximos substitutos resultassem os ativos externos e os internos. Sobre a eficácia da política monetária num contexto de imperfeita substituição entre ativos financeiros externos e internos, ver Obstfeld (1982).

6. O coeficiente de efetivo mínimo foi reduzido de um nível de 45% no momento do lançamento da reforma financeira, em 1977, para 29% no final de 1978. Em fins de 1979, encontrava-se no nível de 16,5%.

7. Esse objetivo, no entanto, foi parcialmente atingido. As autoridades permitiram que o setor público competisse com o setor privado na obtenção de crédito nos bancos comerciais.

8. A liberalização do sistema financeiro seguiu o enfoque de McKinnon. Na realidade, deveríamos dizer do “primeiro” McKinnon, já que, em seus últimos escritos, esse autor parece ser muito mais cauteloso em relação às benevolências designativas de um sistema financeiro liberalizado. Ver McKinnon (1991) e Fanelli e Frenkel (1993). Sobre a liberalização financeira de 1977 na Argentina, ver Feldman e Sommer (1984), Feldman (1983), Damill e Frenkel (1987). Sobre a experiências de liberalização no Cone Sul, ver Ffrench-Davis (1983), Machinea (1983) e Díaz Alejandro (1985).

9. Sobre a relação entre risco e evolução das contas externas, ver Frenkel (1983), e, para uma exposição da evolução financeira da economia nessa etapa, ver Damill e Frenkel (1987).

10. Uma medida complementar foi a total eliminação dos prazos mínimos para a amortização dos empréstimos externos. Essa medida conseguiu que a afluência de capitais repontasse muito transitoriamente no terceiro trimestre de 1980, ao custo de uma redução adicional no médio prazo dos empréstimos da empresas.

11. A partir de abril de 1982, estabeleceu-se o mecanismo de consulta prévia ao Banco Central para todo tipo de operação de câmbio. Desde então, começaram a acumular-se os atrasos nos pagamentos externos. Assim, estabeleceu-se que o cancelamento de obrigações por rendas, dividendos e regalias devia fazer-se mediante o uso de Bônus Externos. As medidas mais rigorosas foram sendo flexibilizadas durante 1983 e 1984.

12. Cabe mencionar que, no caso argentino, as inconsistências da experiência de liberalização foram agravadas pela presença de um déficit fiscal significativo. O déficit tornou o controle da oferta monetária mais difícil. Além disso, o aumento do gasto público induziu um aumento adicional na demanda de não-comercializáveis, contribuindo para agravar o desequilíbrio nos preços relativos.

13. Classificamos os movimentos de capital seguindo as definições da balança de pagamentos. Conseqüentemente, os fundos provenientes do FMI classificam-se como “compensatórios”, enquanto os originados no Banco Mundial e no BID catalogam-se como “autônomos”. A maior parte do financiamento outorgado por essas duas últimas instituições, no entanto, pode ser considerada mais como compensatória do que como autônoma.

14. Na realidade, uma das fontes mais perversas de instabilidade macroeconômica da década de 1980 foi o resultado das negociações externas, que se tornou um argumento crucial da função que determina o tipo de câmbio real. Frequentemente, esse fato fez com que o cálculo econômico baseado em expectativas com um nível razoável de certeza fosse impossível.

15. Sobre o “problema da transferência doméstica”, ver, por exemplo, Fanelli *et al.* (1992).

16. A plena convertibilidade do peso foi declarada a uma taxa de câmbio fixa segundo a relação 1 peso = 1 dólar.

17. Embora os preços não tivessem sido congelados e se tivesse anunciado que não seriam controlados, na verdade houve, durante os primeiros meses, uma série de sanções para os que aumentavam os preços. Essas sanções iam desde as “visitas” da Dirección General Impositiva e a dureza na política de crédito dos bancos oficiais, até a procura de sanções públicas com a publicação dos aumentos.

18. A emissão de bônus da dívida para financiar o déficit não foi proibida pela Lei de Convertibilidade. No entanto, o governo não utilizou essa opção devido ao fato de que o setor privado podia ter interpretado que

não se estava cumprindo com o “espírito” da lei. É necessário considerar que houve dois elementos que, durante pelo menos o primeiro ano, contribuíram consideravelmente para o cumprimento do compromisso de não emissão: por um lado, o processo de privatizações, que, no começo, serviu para financiar certos gastos correntes e, em segundo lugar, o fato de se comprometerem pagamentos aos bancos credores abaixo da conversão de juros. Esse financiamento obrigatório — embora feito em acordo — implicou recursos de aproximadamente US\$ 17 bilhões durante o primeiro ano da convertibilidade.

19. Uma conseqüência “positiva” da inflação foi a de induzir *overshooting* na taxa de câmbio real. Isso incentivou as exportações e retraiu as importações (que já estavam caindo devido à redução do nível de atividade), resultando em um superávit comercial sem precedentes em 1990. Isso permitiu que as autoridades acumulassem uma quantidade de reservas suficiente para lançar o programa de estabilização sem esperar o apoio externo que de outra forma teria sido indispensável.

20. A venda da YPF foi realizada num período de tempo muito curto com o objetivo de amortizar parcialmente a dívida do governo com o sistema de previdência social. O preço das ações da YPF subiu aproximadamente 50% nos quatros meses que seguiram a privatização.

21. Os valores agregados não mostram o crédito recebido pelo governo para fazer frente aos pagamentos em efetivo relacionados com o Plano Brady. A maior parte desses créditos aparece como financiamento autônomo ao setor público; os pagamentos aparecem sob o item de capitais compensatórios.

22. Embora o setor público tenha cancelado a dívida preexistente, ao mesmo tempo emitiu dívida dexpressa em dólares e em pesos, basicamente para atender tanto à dívida anterior não-documentada como à que surgiu durante o período em análise, com provedores e aposentados. Portanto, num sentido estrito não se pode dizer que a dívida do setor público tenha diminuído (além da conversão da dívida em ações). Com base nos dados existentes, é difícil dar uma visão acabada da evolução da dívida pública.

23. Não estão disponíveis as somas desagregadas de crédito de importações e exportações para 1993; por isso as somas citadas não incluem as correspondentes a esse último ano.

24. Se o montante de repagamento do estoque da dívida comercial existente é semelhante ao fluxo de crédito comercial novo porque as importações não estão crescendo, isso implica que não há novos fundos externos disponíveis, e, portanto, o item de crédito comercial às importações não poderia contribuir para o financiamento do desequilíbrio em conta-corrente.

25. Note-se, no entanto, que os fundos de crédito são utilizados para abonar importâncias sem “passar” pelo mercado de câmbio local; tais fundos serão contabilizados na balança de pagamento, baixando o item de “crédito comercial”.

26. Como se sabe, nem todos os bens produzidos por esses setores são totalmente comercializáveis; por isso a porcentagem incluída no texto pode ser uma superestimativa.

27. Esses dados foram extraídos de uma amostra que abarca apenas grandes devedores; conseqüentemente, pode existir algum desvio devido à maior concentração de crédito nos bancos privados.

28. Esta estimativa da taxa de risco-país tende a superestimar essa taxa devido ao fato de o amadurecimento médio do Bonex ser de dois anos. No entanto, na medida em que a estrutura intertemporal das taxas de juros internacionais não muda excessivamente, a variável que estamos usando pode ser considerada uma aproximação razoável.

29. A taxa de desvalorização esperada mede-se por meio da diferença entre a taxa de juros nominal local e a taxa interna de retorno do Bonex.

30. Para uma média de custo por unidade de depósito de 1,65% mensal em dezembro de 1992, os bancos com menos de US\$ 29 milhões em depósitos tinham um custo mensal médio entre 2,1% e 3,3%. Esses valores diminuem numa faixa entre 1,6% e 2,7% para entidades com depósitos entre US\$ 29 e US\$ 67 milhões e caem para valores entre 0,8% e 1,6% para entidades com mais de US\$ 67 milhões em depósitos. Deve-se considerar, além disso, que os bancos de maior porte cobrem uma proporção maior de seus custos com a venda de uma grande variedade de serviços e que a produtividade de serviços se relaciona positivamente com a quantidade de depósitos.

31. O acesso limitado aos grandes bancos se deve principalmente a dois fatores. Por um lado, esses bancos não estão acostumados (há falta de departamentos de avaliação de projetos) a emprestar às pequenas e médias

empresas porque durante anos emprestaram uma parte importante de sua carteira ao setor público e, por outro, porque a curto prazo têm incerteza com relação a que setores podem sobreviver no contexto da abertura econômica e é mais fácil e rentável para eles dar empréstimo para consumo.

32. Na realidade, é possível que o excessivo nível das taxas ativas tenha desempenhado um papel importante como incentivo à entrada de capitais. Em geral, os modelos que discutem o movimento de capitais, associado a diferenciais de taxas de juros, consideram uma única taxa de juros no mercado local e no "resto do mundo". A verdade é que existe uma multiplicidade de taxas de juros, embora grande parte da diferença entre elas possa explicar-se por diferentes riscos. No entanto, há duas taxas de juros cuja diferença é resultado da margem de intermediação no sistema financeiro, ou seja, a taxa passiva e a ativa. A existência de uma taxa de captação e outra de empréstimos não deveria ser demasiado importante, na medida em que a margem de intermediação seja relativamente reduzida e semelhante entre países. No entanto esse é um fator a levar em consideração no caso argentino, devido à alta margem de intermediação que caracterizou seu sistema financeiro durante muitos anos (incluindo os últimos três). Nessa situação, caso existam taxas passivas semelhantes entre dois países, pode ocorrer movimento de capitais resultantes de taxas ativas diferentes. Obviamente, também existe a possibilidade de que um agente, tendo recursos investidos no exterior (apesar de uma taxa passiva menor), necessite de empréstimo; nesse caso, a comparação relevante é entre a taxa passiva externa e a taxa ativa interna, na qual a margem de intermediação tem importância. No caso argentino, parece razoável supor que uma parte da afluência de capital tem relação com o fato de que há empresas que necessitam de fundos e, antes de endividarem-se com taxas exorbitantes no mercado doméstico, decidiram repatriar capitais. Esse pode ter sido o caso tanto de médias empresas, que necessitaram de mais capital circulante para fazer frente ao aumento do nível da atividade econômica, ou aos incertos resultados da abertura econômica, ou realizar investimentos defensivos em relação a essa mesma abertura, quanto de grandes empresas, que, além dos fatores mencionados, poderiam precisar de recursos para o processo de privatização. A relevância nesse tipo de comportamento parece difícil de se avaliar.

33. Os fatores de maior relevância que permite aos bancos aumentar o período de amadurecimento dos empréstimos *vis-à-vis* os depósitos são: o crédito em moeda estrangeira; os bônus alocados nos mercados locais e externo; e a capacidade de empréstimo baseada em fundos próprios dos bancos (que representam aproximadamente 7% dos fundos líquidos totais). Os depósitos são aproximadamente 50% dos passivos totais dos bancos.

34. Com o objetivo de relaxar a restrição de crédito que afeta as pequenas e médias empresas, o governo lançou recentemente um programa de subsídios financeiros para os bancos que emprestem a essas empresas. Também se tentou canalizar fundos provenientes de organizações multilaterais e de bancos públicos na mesma direção.

35. Na verdade, a tendência ao atraso da taxa de câmbio real era anterior à implementação do Plano de Convertibilidade e relacionava-se com o extraordinário superávit comercial de 1990 e também, ainda que em menor medida, com a inversão nos fluxos de capital que, como vimos, antecederam a convertibilidade. Em relação a isso, cabe mencionar que no momento de fixar-se a taxa de câmbio nominal no início do programa as autoridades econômicas reconheceram que a taxa de câmbio real não era o adequado. Com esse prognóstico tentou-se gerar uma redução no preço dos serviços e de certos bens de forma a aumentar a taxa de câmbio real. Esse objetivo, no entanto, era inconsistente com a passividade da política monetária que confirmava a pressão da demanda. Portanto não parece estranho que a deflação esperada não acontecesse. De fato, aconteceu o contrário. A distorção de preços relativos tendeu a acentuar-se com o passar do tempo.

36. Embora se possa argumentar que a produtividade tende a aumentar mais nas atividades produtoras de bens comercializáveis, e isso explicaria a diminuição de seu preço relativo através do tempo (ajuste da taxa de câmbio), torna-se difícil justificar, por esse motivo, variações da magnitude das que se mostram no Quadro 14. Em especial na década caracterizada pela falta de crescimento e por um baixo nível de investimento.

37. No final de 1993, as autoridades anunciaram uma redução dos impostos sobre o trabalho para as atividades comercializáveis e a substituição de outros encargos sobre a produção por impostos sobre o consumo.

38. A taxa de crescimento do investimento global no período de 1981 a 1992 foi de 64%. O item que mostrou a maior taxa de crescimento foi o de maquinaria e equipamento (87%). A tendência de crescimento manteve-se em 1993, embora se tenham registrado taxas mais baixas (13%).

39. Considerando que a alocação dos fundos de investimento por parte das empresas públicas estava longe de ser eficiente, é razoável esperar que haja aumento na eficiência do investimento realizado por empresas privatizadas.

Esse fato, no entanto, deve ser avaliado levando-se em conta o atual estado de deterioração da infra-estrutura econômica, que necessitaria de uma taxa de investimento acima da normal para ser recomposta.

40. Durante 1993, é provável que a participação do consumo se tenha reduzido em cerca de um ponto percentual do PIB.

41. Em particular, o atraso cambial tem um forte efeito sobre a relação consumo/PIB, visto que o nível de gasto público corrente tende a crescer acima do produto. Isso, obviamente, deve-se ao fato de que o gasto corrente está, em sua maior parte, composto por bens não-comercializáveis.

Referências bibliográficas

- CALVO, G. A., LEIDERMAN, L. e REINHART, C. M. (1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America. The role of external factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, nº 1, março.
- DAMILL, M., FANELLI, J. M., FRENKEL, R. e ROZENWURCEL, G. (1993), "Crecimiento económico en América Latina: experiencia reciente y perspectivas", *Desarrollo Económico*, nº 130.
- DAMILL, M., FANELLI, J. M e FRENKEL, R. (1991), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta: Chile", Buenos Aires, *Documento Cedes*, nº 77.
- DAMILL, M. e FRENKEL, R. (1987), "De la apertura a la crisis financiera. Un análisis de la experiencia argentina de 1977-82", *Ensayos Económicos*, nº 37.
- DEVLIN, R., FFRENCH-DAVIS, R. e GRIFFITH-JONES, S. (1994), "Fluxos de Capital e o desenvolvimento: Implicação para as políticas econômicas", neste livro.
- DÍAZ ALEJANDRO, C. (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, 19, set.-out.
- FANELLI, J. M. e FRENKEL, R. (1993), "On gradualism, shock treatment and sequencing", in *International Monetary and Financial Issues for the 1990's. Research Papers for the Group of Twenty-Four*, vol. II, Nações Unidas, Nova York.
- FANELLI, J. M., FRENKEL, R. e TAYLOR, L. (1992), "The world development report 1991: A critical assesment", in *International Monetary and Financial Issues for the 1990's. Research Papers for The Group of Twnty-Four*, vol. I, Nações Unidas, Nova York.
- FELDMAN, E. (1983), "La crisis financiera argentina: 1980-82. Algunos comentarios", *Desarrollo Económico*, vol. 23, nº 91.
- FELDMAN, E. e SOMMER, J. F. (1984), *Crisis Financiera y Endeudamiento Externo*, Centro de Estudios Transnacionales, Buenos Aires.
- FFRENCH-DAVIS, R. (1983), *Las Relaciones Financieras Externas. Su Efecto en la Economía Latinoamericana* (ed.), Fondo de Cultura Económica, México.
- FRENKEL, R. (1983). "Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital", *El Trimestre Económico*, nº 200, out.-dez.
- MACHINEA, J. L. (1983), "The use of the exchange rate as an anti-inflation instrument in a stabilization-liberalization attempt: the Southern Cone experience", Tese de PhD., University of Minnesota.
- MACHINEA, J. L. e KACEF, O. (1992), "Ahorro, inversión y crecimiento. Un análisis de sus perspectivas en el caso argentino", *Documento de Trabajo* nº 1, Instituto para el Desarrollo Industrial, Fundación UIA, Buenos Aires.
- MCKINNON, R. I. (1991), *The Order of Economic Liberalization. Financial Control and the Transition to a Market Economy*, Johns Hopkins University Press, Londres.
- OBSTFELD, M. (1982), "Can we sterilize? Theory and evidence", *American Economic Review*, maio.

MOVIMENTOS DE CAPITAIS, ESTRATÉGIA EXPORTADORA E ESTABILIDADE MACROECONÔMICA NO CHILE¹

Ricardo Ffrench-Davis
Manuel Agosin
Andras Uthoff

Introdução

Este estudo tem por objetivo analisar os fatores determinantes, o manejo macroeconômico e os efeitos dos fluxos de capitais estrangeiros sobre a economia chilena nos anos 90. No período de 1982 a 1987, a restrição principal experimentada pela economia chilena era a escassez de divisas, produto da crise da dívida. Desde então, teve de enfrentar a problemática oposta que emergiu, primeiro, por causa de uma alta considerável do preço do cobre e, depois, pela abundância de capitais externos. Os efeitos mais importantes da renovada afluência de capitais foram o seu impacto positivo sobre o investimento e sua pressão sobre o nível de atividade econômica, a oferta monetária e a valorização cambial.

Para contrapor-se ao efeito sobre a taxa de câmbio, as autoridades recorreram a uma série de medidas que estabeleceram uma separação entre os mercados financeiros de curto prazo nacionais e externos. O objetivo principal foi impedir uma valorização cambial como a que ocorreu no período anterior de grande corrente de capitais (1978-81) e criar um espaço para a política monetária interna; com isso o Banco Central pôde moderar seus efeitos negativos sobre a sustentabilidade dos equilíbrios macroeconômicos e a expansão das exportações, que lideram o crescimento econômico chileno. O efeito monetário da intervenção do Banco Central no mercado cambial foi contraposto à esterilização do correspondente aumento da liquidez.

Utilizam-se quatro instrumentos básicos com o objetivo de neutralizar os efeitos que, como resultado da afluência de capitais de curto prazo, podem tornar-se incompatíveis com os objetivos da estratégia de desenvolvimento exportador. Esses instrumentos são: a aplicação de impostos e exigências de reservas (encaixe) para a entrada de capitais; uma política cambial apoiada na flutuação suja da taxa de câmbio ao redor de um valor de referência determinado sobre a base de uma cesta de moedas; as operações de mercado aberto a fim de esterilizar os efeitos monetários das transações cambiais; a regulamentação preventiva dos mercados financeiros.

Com as medidas adotadas conseguiu-se moderar a inevitável valorização cambial que acompanha a nova corrente de capitais externos. De todas as formas, entre os primeiros trimestres de 1991 e 1993 houve uma revalorização real de 15 %;² logo depois, em 1993, a taxa de câmbio real apresentou uma pequena recuperação. É difícil determinar com certeza qual foi o impacto da valorização sobre o investimento em itens exportáveis.

É provável que o crescimento das exportações não-tradicionais, bem como o investimento em tais itens, tenha um forte componente inercial, assim como um significativo aumento líquido de produtividade. De fato, as autoridades estimaram que a produtividade importante líquida do Chile, em relação a seus sócios comerciais, estaria crescendo cerca de 2% ao ano.

Embora a análise se concentre em 1987-93, faz-se referência ao período 1978-81, durante o qual conduziu-se no Chile a maior parte da liberalização financeira externa. Esses dois períodos caracterizaram-se por fortes entradas de capitais, que foram manipuladas pela autoridade econômica de maneira muito diferente.

Em um primeiro momento este estudo descreve as características dos fluxos de capitais e analisa seus determinantes. Põe ênfase especial em três tipos de fluxo diferentes: o investimento externo direto (IED), as novas formas de investimento ativo (a bolsa de valores, os fundos mútuos de investimento e a alocação de títulos chilenos na Bolsa de Nova York) e outras afluências de capitais especulativos.

Em seguida analisa-se a manipulação de tais fluxos, desde as perspectivas da estratégia exportadora, dos equilíbrios macroeconômicos e das políticas fiscal, monetária e cambial. No que se refere à política monetária, estudam-se as medidas adotadas no atual período de entrada de capitais, comparando-as com aquelas exercidas de 1978-81. Com relação à política cambial, discutem-se as medidas adotadas em relação à taxa de câmbio e sua eficácia para moderar consideravelmente a valorização que poderia ter-se registrado se as autoridades econômicas não tivessem intervenido.

Em um terceiro momento analisam-se os efeitos dos fluxos de capitais sobre o investimento nacional. Um dos resultados do estudo é que, em parte graças às políticas adotadas, os fluxos de capitais tomaram preponderantemente a forma de IED. Embora nem todo IED se materialize como um novo investimento (às vezes é apenas uma compra de ativos existentes), tenta-se determinar de forma aproximada qual teria sido a contribuição efetiva do investimento externo direto para o investimento total.

O estudo termina com uma parte de conclusões em que se extraem algumas lições de política para enfrentar entradas bruscas de capitais e valorizações da taxa de câmbio real. A regulamentação dos movimentos de capitais atingiu importantes objetivos altamente inter-relacionados. Primeiro, o de desenvolver instrumentos de política que sirvam de incentivos ou barreiras à entrada e saída de capitais, ou que cumpram ambos os objetivos. Segundo, regulamentar os mercados cambiais e monetários que influem sobre os preços relativos macroeconômicos básicos, a fim de impedir que estes se desviem significativamente de sua trajetória de equilíbrio a longo prazo, já que isso afetaria a alocação de recursos para o crescimento sustentável. Terceiro, um grau de manipulação sobre determinantes da demanda agregada de maneira a influir positivamente sobre a formação de capital e sua produtividade. No entanto, uma gradual liberalização de diversos fluxos de capital, unida a uma melhora substancial nos termos do intercâmbio, dificultaram crescentemente, em 1994, a regulamentação do mercado cambial e da taxa de câmbio por parte do Banco Central.

Características dos novos fluxos de capital

Nas últimas duas décadas, a liberalização drástica da economia chilena refletiu-se em todos os âmbitos da política econômica. No campo comercial, entre 1974 e 1979, elimina-

ram-se todas as medidas não-tarifárias e reduziu-se a tarifa a uma taxa uniforme de 10% (11% atualmente). No que diz respeito à conta de capital da balança de pagamento, a maior parte da liberalização das entradas de capital e do mercado financeiro interno ocorreu na década de 1970 e início na década de 1980, ainda que as afluências e saídas ainda estejam sujeitas a certos controles que vêm sendo parcialmente liberalizados desde 1991. No entanto, em 1986 estabeleceu-se um estrito sistema de supervisão preventiva sobre as entidades bancárias e desde 1991 reimpuseram-se diversas regulamentações para fazer frente à abundância (conjuntural) de divisas.

O crescimento econômico, que vem tendo fortes altos e baixos entre 1970 e 1990, foi liderado pelas exportações, cuja participação no PIB aumentou notavelmente (de menos de 15% em 1974 até mais da terça parte atualmente, em preços de 1977). O maior crescimento correspondeu a novas exportações, incluídos os produtos hortifrutícolas, os florestais, os marítimos (particularmente a farinha de peixe e o salmão) e um grupo crescente de itens manufaturados, entre os quais se destacam o papel e a celulose e produtos diversos. O investimento em capital fixo foi fraco durante todo o período. No entanto, começou a recuperar-se no final da década de 1980 e depois a crescer, conseguindo superar 20% do PIB (em pesos de 1977) em 1993.³

Depois da depressão de 1982-83, durante a qual o PIB caiu 15%, a economia chilena vem manifestando uma recuperação constante, com uma leve interrupção, primeiro em 1985, como o resultado de políticas deliberadas para reequilibrar as contas externas e fiscais, e depois em 1990, para baixar a inflação e o excesso de demanda agregada com relação à capacidade produtiva, gerado por um forte aumento do gasto no último biênio de governo militar. Esse crescimento do PIB esteve associado a uma bonança das exportações não-tradicionais, uma recuperação do investimento, um preço muito alto do cobre e, posteriormente, uma forte entrada de capitais privados.

A recuperação dos fluxos de capital voluntário privado começou a manifestar-se em 1987 (Quadro 1). De lá até 1989, as afluências de capital aumentaram de forma constante, mas em montantes efetivos que a situaram em níveis inferiores à média de 1983-86. Cresceu espetacularmente a partida correspondente às conversões da dívida em capital acionário. A disparada dos fluxos iniciou-se em 1990 e aumentou fortemente em 1993. O item mais importante foi o investimento externo direto efetivo.⁴ Outros componentes significativos entre 1989-93 foram os empréstimos privados de curto prazo e o retorno, a partir de 1991, dos empréstimos privados voluntários de médio e longo prazo.

Os investimentos de carteira, que apareceram em 1989, constituem um fenômeno novo. A maior parte desses investimentos são canalizados por duas vias: fundos mútuos estrangeiros, organizados especificamente para investir em ações de sociedades anônimas chilenas e de outras sociedades latino-americanas; emissões de ações de várias empresas chilenas no mercado de bolsa de valores norte-americanas por meio de ADRs (American Depositary Receipts).

Outro fenômeno recente, com outro significado, é a aparição, em 1991, de uma corrente significativa de exportação de capital por empresas chilenas, a qual assumiu a forma de investimentos diretos e de compra de ativos no exterior, principalmente na Argentina.

Quadro 1
Chile: Conta de capitais, 1980-93
(montantes anuais em milhões de US\$)

	1980-82	1983-85	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
CONTA DE CAPITAIS	3 026	1 278	741	945	1 009	1 264	3 049	829	2 883	2 763
1. INVESTIMENTO ESTRANGEIRO	421	113	380	1 068	1 305	1 677	1 690	761	703	1 768
a. Investimento externo	448	118	383	1 075	1 321	1 687	1 698	883	1 082	2 289
Investimento estrangeiro direto efetivo ^a	332	92	60	104	124	182	235	562	730	896
Créditos associados ao DL 600 (líquidos) ^b	115	-1	67	185	388	311	749	336	51	615
Desembolsos	134	53	108	226	524	437	888	458	328	847
Conversão de dívida/capital	0	27	255	786	809	1 107	355	-40	-32	-55
Investimento ativo	0	0	0	0	0	87	359	25	332	833
Fundos de investimento ^c	0	0	0	0	0	87	254	56	50	40
American Depositary Receipts (ADR)	0	0	0	0	0	0	105	-31	282	793
b. Investimento no exterior	-27	-5	-3	-7	-16	-10	-8	-122	-378	-521
2. OUTROS CAPITAIS	2 605	1 164	361	-123	-296	-413	1 358	68	2 179	996
a. Capitais de médio e longo prazo	2 080	1 438	-41	-968	-986	-1616	-57	-419	239	-96
Desembolsos de médio e longo prazo	3 613	1 623	1 144	829	998	1009	1328	1152	1376	1438
Por créditos	3 572	1 623	1 144	829	998	1 009	1 328	952	1 256	1 114
Créditos através do Art. 15	65	23	16	27	42	232	395	210	104	187
Créditos de fornecedores	237	124	159	197	124	134	86	85	77	129
Créditos oficiais	80	445	510	535	765	558	652	508	656	290
Bancos	3 176	1 021	459	69	68	67	164	87	386	448
Empresas e particulares	15	10	0	0	0	18	32	61	32	60
Por bônus	41	0	0	0	0	0	0	200	120	324
Amortizações de créditos externos	-1487	-638	-1 192	-1 804	-2 381	-2 636	-1 432	-1 546	-1174	-1 506
Amortizações efetivas ^d	-1487	-552	-432	-269	-513	-690	-604	-863	-838	-1230
Conversões de dívida externa	0	-85	-760	-1 535	-1 868	-1 946	-828	-684	-336	-276
Outros capitais de médio e longo prazo (líquidos) ^e	-46	452	7	8	397	11	48	-24	38	-28
b. Capitais de curto prazo	525	-237	402	845	690	1 203	1 415	487	1940	1091
Linhas de curto prazo	729	-165	242	141	371	819	549	-998	1 879	154
Setor público não-financeiro	249	-26	22	5	44	161	-101	-600	61	-12
Setor privado e bancário	480	-139	220	136	328	658	650	-398	1 818	165
Curto prazo comercial direto	58	-19	-47	-99	-3	105	251	400	-217	207
Ativos de curto prazo	-346	248	563	577	546	273	610	1 094	280	732
Contrapartida conversão de dívida externa ^f	0	44	478	750	991	606	473	665	263	135
Outros	-346	204	85	-172	-445	-332	137	429	17	597
Outros capitais de curto prazo (líquidos)	85	-338	-357	225	-225	5	5	-9	-1	-1

^a Corresponde aos ingressos líquidos mediante o Decreto-lei n° 600 e o Capítulo XIV do CNCI.

^b Apesar de não ser estritamente capital de risco, é um crédito associado diretamente ao processo de investimento.

^c Corresponde aos fundos constituídos mediante a Lei nº 18657.

^d Descontadas as amortizações dos créditos associados ao DL 600.

^e Inclui o refinanciamento de amortizações, *retiming* de juros, amortizações diferidas ao Club de Paris e outros ativos e passivos de médio e longo prazo. Em 1983, corresponde ao refinanciamento de amortizações efetuado no marco do acordo de reestruturação da dívida desse ano. Em 1988, corresponde ao *retiming* de juros no âmbito do acordo de reestruturação da dívida desse ano.

^f Reflete a diminuição de ativos do setor privado para financiar conversões de dívida feitas com recursos do mercado informal e que não têm em contrapartida outros componentes na balança de pagamentos.

Fonte: CEPAL, com base em informação do Banco Central do Chile.

É interessante colocar os fluxos de capital do período de 1987-93 no contexto da evolução dos mesmos desde 1978.⁵ As afluências líquidas de capital de 1978-81 representaram entre 11 e 14% do PIB a preços atuais (Quadro 2). Caso se meça essa proporção em preços e dólares de 1977, ela se situa entre 11 e 18%. Embora houvesse uma acumulação de reservas importante, de 54% a 100% das entradas financiaram fortes déficits em conta-corrente (provocados pela crescente supervalorização real do peso e o acelerado aumento da demanda agregada). No período em curso, as entradas de capital foram mais modestas, tanto em termos nominais quanto em porcentagens do PIB. O único ano em que as entradas foram semelhantes às que ocorreram entre 1978-81 foi em 1990, quando chegaram a 11% do PIB a preços atuais. No entanto, o déficit em conta-corrente foi pequeno e decrescente nesse ano, já que a acumulação de reservas alcançou 77% do ingresso de capitais e 8% do PIB.

Uma acentuada mudança no saldo comercial também se refletiu na conta-corrente. Depois de ter apresentado um superávit em 1991, deteriorou-se rapidamente até alcançar aproximadamente 5% do PIB em 1993. A brusca mudança esteve associada a: a) uma virada na conjuntura interna — a economia cresceu muito lentamente entre 1990-91 e recuperou-se acentuadamente entre 1992-93; b) mudanças dos termos de intercâmbio que passaram de favoráveis (provavelmente sobre o “normal”) a desfavoráveis;⁶ c) efeitos retardados das revalorizações de 1991-92 e de uma redução tarifária em 1991.

É evidente que o balanço do setor externo pode experimentar altos e baixos por efeito de choques externos e por mudanças na conjuntura macroeconômica interna de curto prazo. Conseqüentemente, uma visão de curto prazo pode induzir a erros custosos, como ocorreu nos anos 1978-81. As atuais autoridades econômicas parecem ter tido muito presente essa lição quando tentaram frear as pressões de revalorização em 1991, apesar do superávit comercial e da conta-corrente observado nesse ano.

A composição dos ingressos de capital variou de forma mais acentuada do que o seu volume total (Quadro 1). Entre 1978-81 eles assumiram predominantemente a forma de empréstimos de médio prazo dos bancos internacionais ao setor privado nacional. Em parte, dada a abundante oferta de empréstimos bancários, isso deveu-se tanto à crescente liberalização dos limites impostos ao endividamento externo dos bancos locais, com o objetivo de que fizessem empréstimos em pesos, quanto aos avais que os bancos podiam outorgar ao endividamento externo das empresas não-bancárias.

Quadro 2
Resumo da balança de pagamentos do Chile, 1979-93
(em milhões de US\$)

	Balança comercial	Serviços financeiros	Conta corrente	Conta de capitais ^a	Erros e omissões	Acúmulo de reservas	Ingressos líquidos de capital a PIB	
							Em dólares nominais	Em dólares de 1977 ^b
1979	-355	675	-1189	2247	-11	1047	10,8	11,2
1980	-764	930	-1971	3165	50	1244	11,5	13,0
1981	-2677	1464	-4733	4698	102	67	14,2	17,9
1982	62	1921	-2304	1215	-76	-1165	4,8	5,5
1983	986	1748	-1117	508	68	-541	2,6	2,3
1984	363	2025	-2111	1940	188	17	10,1	8,5
1985	884	2043	-1413	1384	-70	-99	9,6	5,9
1986	1092	1892	-1191	741	223	-227	4,4	2,8
1987	1229	1700	-808	945	-91	45	5,0	3,0
1988	2219	1920	-167	1009	-110	732	4,2	2,8
1989	1578	1926	-705	1264	-122	437	5,0	3,2
1990	1273	1811	-648	3049	-32	2369	11,2	7,6
1991	1576	1809	15	829	394	1238	2,6	1,9
1992	749	1860	-743	2882	359	2498	7,4	6,1
1993	-979	1503	-2092	2764	-94	578	6,7	5,5
1994	725	1744	-639	4573	-740	3194	9,9	n.a.

^a Entradas líquidas de capital. Essa coluna mais "Erros e omissões" e menos a variação de reservas (segundo balança de pagamentos) é igual ao financiamento líquido da conta-corrente.

^b O PIB (em pesos de 1977) foi convertido em dólares com a taxa de câmbio média para 1977. Os ingressos de capital foram deflacionados pelo índice de preços externos para o Chile.

Fonte: Banco Central do Chile.

A seguir passa-se a analisar os quatro componentes mais importantes nos fluxos de capitais: o investimento externo direto, os investimentos de carteira, os fluxos especulativos e os investimentos chilenos no exterior.

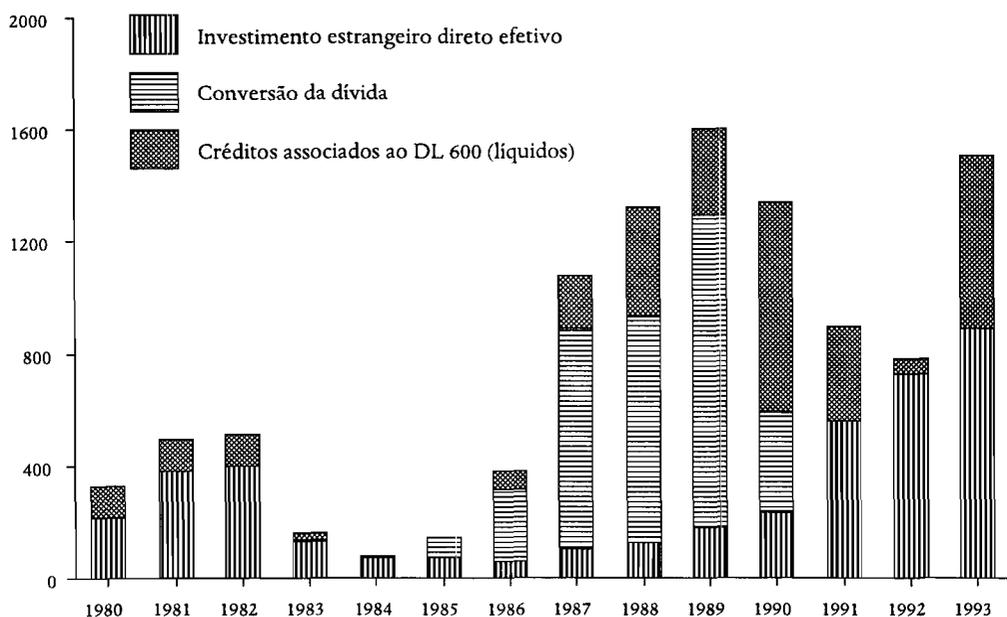
O investimento externo direto

O investimento externo direto vem tendo um papel protagonista no atual período de entradas de capital. Foi normatizado desde 1974 pelo Decreto-lei nº 600, no qual se introduziram pequenos ajustes desde então. Os princípios desse decreto são o acordo nacional para os investidores estrangeiros, seu livre acesso aos mercados nacionais e a quase total precedência do Estado com relação às atividades das empresas estrangeiras ou ao destino

setorial dos seus recursos. Atualmente, a repatriação de capital pode efetuar-se após um ano da materialização do investimento. Aos investidores estrangeiros é garantido o direito às remessas de rendas, podendo-se optar entre o regime tributário aplicável às empresas nacionais e uma taxa fixa impositiva sobre suas rendas, garantida por um determinado período. Quando os investimentos para projetos de exportação são superiores a US\$ 50 milhões, as empresas podem manter contas bancárias (*scrow accounts*) fora do Chile com o objetivo de cobrir pagamentos de juros, dividendos, regalias e compras de matérias-primas e bens de capital.

Outra forma muito utilizada para a realização de investimentos no Chile foi o mecanismo de conversão da dívida externa em capital — o Capítulo XIX do CNCI do Banco Central —, vigente desde 1985. No entanto esse mecanismo não representou um ingresso líquido efetivo de capital, mas sim uma conversão da dívida.⁷ Os investimentos realizados pelo mecanismo do Capítulo XIX estavam sujeitos à aprovação do Banco Central, caso a caso. Além disso existiam algumas limitações na utilização desse mecanismo; no caso dos grandes projetos de investimento em mineração, apenas 10% dos investimentos podiam realizar-se por meio de conversões de dívida. Quando se introduziu o mecanismo, não se podia remeter rendas por um período de quatro anos e o capital podia ser repatriado somente depois de dez anos.

Gráfico 1
Investimento estrangeiro direto
(em milhões de US\$)



Fonte: Banco Central do Chile e Quadro 1.

O investimento externo direto teve uma crescente participação nos ingressos líquidos de capital e chegou a 32% em 1993; sua importância aumenta para 55%, ao somarem-se os créditos líquidos associados ao DL 600. Observa-se uma mudança na composição entre o capital de risco e créditos associados em favor do primeiro, que pode estar relacionada aos mecanismos que desestimulam as entradas de capital financeiro de curto prazo, mencionadas na Seção II.

Fora da estabilidade de longo prazo nas regras do jogo para investimentos externos e bons prognósticos para a economia chilena em geral, parece provável que o sistema de conversão da dívida em capital foi um fator que favoreceu o aumento da presença de investidores estrangeiros. No período de presença ativa (1985-90), ele contribuiu com mais da metade do investimento estrangeiro que ingressou no Chile⁸ (Gráfico 1). Existe uma controvérsia difícil de resolver sobre o grau de adicionalidade que representaram esses recursos.⁹ Os investidores que ingressaram no Chile por essa via beneficiaram-se de um significativo subsídio que não esteve disponível para aqueles que se utilizaram do DL 600. (FRENCH-DAVIS, 1990, Quadro 6) estima que, entre 1985 e 1989, o subsídio implícito no mecanismo foi de 46% do valor dos investimentos, isto é, o maior valor recebido do investidor das letras de câmbio no país, dividido pelo seu preço de compra nos mercados internacionais. Em valores correntes, esses investidores contribuíram com papéis valorizados em US\$ 1,9 bilhão nos mercados internacionais, pelos quais lhes foi reconhecido no Chile um valor de US\$ 2,8 bilhões.¹⁰

O aumento do preço das letras de câmbio da dívida chilena nos mercados internacionais fez com que a conversão deixasse de ser um bom negócio para os investidores. Na verdade, desde 1991 não se realizam novas operações.

Uma parte importante do investimento externo direto radicou-se em itens de exportação. Entre 1985 e 1992, os projetos de mineração absorveram mais da metade dos fluxos que ingressaram relacionados ao DL 600. Dois grandes projetos de cobre (*La Escondida* e *La Disputada de las Condes*) representaram uma parte substancial de tais investimentos no período 1987-90. Os outros únicos setores de alguma significação são as manufaturas e os serviços. A julgar pela informação disponível sobre os investimentos superiores a US\$ 1 bilhão, a maioria dos investimentos no setor manufatureiro foi destinada às indústrias florestais e de papel e celulose, orientados fundamentalmente aos mercados externos. Pode estimar-se, então, que aproximadamente dois terços dos investimentos externos diretos que ingressaram por meio do DL 600 se localizaram em setores de exportação. No que se refere aos serviços, as evidências indicam que o investimento concentrou-se no setor financeiro. Em alguns casos, esses investimentos não representaram a criação de ativos novos, mas sim compras de ativos existentes, o que implica que nem todo investimento externo direto contribui para o aumento da formação de capital bruto.

Houve certa seletividade setorial no Capítulo XIX. Os limites impostos aos investimentos em mineração explicam a baixa participação do setor nesses investimentos. Por outro lado, alguns setores manufatureiros de exportação (alimentos processados e papel e celulose), o setor florestal, a pesca e a agricultura de exportação, aumentaram. Em relação aos serviços, esses investimentos concentraram-se nas telecomunicações (privatizadas no final da década de 1980), nas administradoras de fundos de pensão (AFP), nos bancos, nas empresas geradoras de eletricidade (também recentemente privatizadas) e hotéis. Em

suma, é possível que entre a metade e dois terços das conversões de dívida em capital acionário tenham sido para setores de exportação, mas que uma proporção importante tenha correspondido a ativos existentes. Em contraste com os investimentos realizados por meio do DL 600, elas se concentraram em setores extrativos ou processadores de produtos primários não-minerais. Os investimentos em manufatura não relacionados com os produtos primários, nos quais o Chile tem vantagens comparativas naturais, não figuram de forma significativa nem nos fluxos que ingressaram por meio do DL 600, nem naqueles por meio do Capítulo XIX.

A compra de ativos existentes tem sido indubitavelmente mais importante entre os investimentos em virtude do Capítulo XIX, do que entre as realizadas pelo DL 600. A maior parte dos investimentos no setor de serviços com relação ao Capítulo XIX foram aquisições de firmas existentes. Inclusive em alguns setores exportadores, algumas empresas mistas com grupos empresariais nacionais incluíram compras de ações das empresas locais. Uma estimativa baseada em antecedentes do Banco Central assinala que as compras de empresas existentes representaram mais da metade das conversões de dívida. Essa elevada porcentagem levou o Banco Central a priorizar, em 1990, os investimentos novos em itens comercializáveis, mais do que a compra de ativos existentes.

Os investimentos no mercado de valores

É interessante analisar os fatores determinantes dos fluxos mais recentes que se vêm produzindo: os investimentos nos mercados de valores, os quais ingressaram por meio de fundos de investimento de capital externo (FICE) e pela venda de ações em mercados de bolsa de valores internacionais, por meio do mecanismo dos ADRs. Como se pode observar no Quadro 1, os FICEs foram quantitativamente mais significativos em 1989-90. Por outro lado, os ADRs, logo após uma primeira operação em 1990, ganharam importância a partir de 1992. Esse mecanismo despertou um interesse crescente por parte das empresas locais e dos investidores estrangeiros e também gerou crescentes e significativos efeitos macroeconômicos, não desejados, na economia chilena.

Existem duas formas completamente diferentes de ADR. A original ou ADR primária ("oferta inicial") está submetida a rigorosas exigências; por exemplo, a empresa ofertante deve satisfazer às regras mínimas de capital e renda bruta, exceder os requisitos em matéria de classificação de solvência e, o que ainda é mais importante, os ADRs devem corresponder a um aumento do capital da empresa e colocar-se nos mercados de valores norte-americanos. A segunda forma (*inflows* ou ADRs secundários) corresponde a aquisições, nas bolsas de valores locais, das ações já emitidas pelas empresas que cumprem as exigências da primeira etapa. Posteriormente, convertem-se em ADR e, então, são comercializáveis no mercado norte-americano e no Chile gozam dos benefícios de isenções tributárias sobre ganhos de capital e têm acesso ao mercado cambial formal quando o desejarem. Também existe o processo de *flowback*, que consiste na conversão de ADR em ações e na revenda dessas no mercado local. Essas operações contam com acesso ao mercado cambial formal de divisas para a conversão de dólares em pesos chilenos e vice-versa.

Uma grande proporção do total de ADR vigente corresponde à segunda categoria (Quadro 3); essa é uma operação em bolsa de ações existentes que não está associada diretamente à formação de capital nem ao investimento externo direto.

A demanda pelos títulos chilenos intensificam-se quando se produzem diferenciais de preços importantes entre o mercado local e o externo. Esses diferenciais são aproveitados pelos investidores estrangeiros, produzindo-se o processo de *inflows*. Em todo caso, como foi observado, a compra de ADRs secundários é a que está ocorrendo com maior frequência; no final de 1993, a soma que ingressou por meio de ADRs secundários perfaz US\$ 640 milhões em comparação com apenas US\$ 466 milhões por conta de ofertas iniciais (Quadro 3); isto é, a maior parte do fluxo está associada a “ações antigas”. Esse fenômeno acentuou-se fortemente em 1994. De fato, US\$ 1 bilhão em ADRs secundários foram operados em 1994, representando uma entrada líquida de capital de 2% do PIB. Esta pode tornar-se uma significativa fonte de instabilidade futura.

Quadro 3
ADRS registrados na Bolsa de Nova York e operações “flowback”
(em milhões de US\$ até novembro de 1993)

Empresa	Data	Colocação inicial	<i>Inflows</i> ^a	Total ^b	<i>Flowback</i> ^c	% Empresa em ADRs	Varição nominal (%) ^d
CTC	20/07/90	89,0	416,6	505,6	46,1	24,2	416,9
Chilectra	19/02/92	72,2	36,7	109,4	14,0	10,6	25,0
CCU	24/09/92	57,0	19,8	76,8	6,7	9,7	116,0
Madeco	07/06/93	55,0	34,6	89,6	2,4	15,8	103,6
Masisa	16/06/93	54,0	45,7	99,7	0,0	27,0	26,2
Soquimich	28/09/93	75,2	47,1	122,3	0,0	22,7	-8,4
Enersis	26/10/93	63,5	39,2	102,7	0,0	9,5	9,0
TOTAL		466,4	639,7	1106,1	69,2	—	—

^a Contabiliza as compras efetuadas por estrangeiros no Chile convertidas em ADRs.

^b Total de ADRs chilenos registrados na Bolsa de Nova York (colocação inicial mais operações *inflows*).

^c As operações *flowback* correspondem aos ADRs transformados em ações e comercializados no mercado de valores nacional.

^d Variação nominal da cotação dos ADRs na Bolsa de Nova York desde o momento de sua primeira colocação até novembro de 1993.

Fonte: *Latin Finance Review*, vários números; Chile Market, corretores de Bolsa.

No Chile operam dois tipos de fundo de investimento de capital estrangeiro: os financiados pela conversão da dívida em capital acionário (regulados pelo Anexo 2 do Capítulo XIX dos CNCI), hoje reduzidos a fundos já existentes, e os regidos pela Lei n° 18657.¹¹ Por meio deste último mecanismo, tem-se canalizado a maior quantidade de recursos para

a constituição desses fundos. Em maio de 1994, a Superintendência de Valores e Seguros havia autorizado o funcionamento de 18 fundos, os quais na época tinham introduzido US\$ 500 milhões. Em relação à composição da carteira dos fundos, 97% correspondia a ações de 120 sociedades anônimas. No entanto, somente cinco empresas locais englobam 45% dos valores totais dos fundos.¹¹

Por outro lado, os fundos constituídos por meio do mecanismo de conversão da dívida introduziram capitais num montante de US\$ 130 milhões. No início de 1990, como foi comentado, o Banco Central anunciou regras mais seletivas para a aplicação do Capítulo XIX e excluiu dele as novas contribuições de fundos de investimento.¹³

Quadro 4
Ativos de fundos de investimento de capital estrangeiro
(em bilhões de pesos em dezembro de 1993)

	Ações	Títulos estatais	Outros ^a	Total Ativos
Fundos relacionados com o DL 600 ^b	649,2	6,6	13,8	669,6
Fundos do anexo 2 do Capítulo XIX ^c	25,3	0,1	0,8	26,2
Total	674,5	6,7	14,6	695,8

^aInclui depósitos a prazo, letras hipotecárias, bônus e outras inversões.

^bInclui 17 fundos de investimento.

^cInclui um fundo de investimento.

Fonte: Superintendência de Valores e Seguros e Banco Central do Chile.

Indubitavelmente, as perspectivas macroeconômicas favoráveis do Chile, desde o final da década de 1980, e a alta esperada nas cotações da bolsa de valores foram importantes para atrair esse tipo de capitais, reforçando os efeitos da queda dos juros nos Estados Unidos.

É interessante contrastar o retorno para o investidor e, portanto, o pagamento a fatores externos ao Chile, que obtiveram os ADRs e os FICEs. Ambos trouxeram benefícios extraordinários para os investidores estrangeiros, como mostraremos adiante. No entanto os ADRs primários contribuíram diretamente para aumentos no volume de ações, enquanto os FICEs ajudaram principalmente a incrementar os preços das existentes. Os ADRs primários oferecidos entre 1990-93 permitiram às empresas locais colocar ações a melhores preços do que poderiam ter feito se tivessem de limitar-se ao mercado local. De fato, os ADRs foram oferecidos a relações preço/renda da Bolsa de Nova York que eram mais altas que os coeficientes predominantes no mercado chileno; a arbitragem anterior e/ou posterior às ofertas de ADR elevou as relações locais aos níveis norte-americanos.¹⁴ Portanto, nesse processo as empresas locais obtiveram financiamento a um custo menor.¹⁵

Apesar dos preços relativamente altos obtidos pelos emissores de ADR, estes continuaram elevando-se posteriormente. O valor dos ADRs em dezembro de 1993, incluídas

ambas as categorias deles que tinham sido compradas por US\$ 1 bilhão, subiram para US\$ 2,2 bilhões (mais US\$ 60 milhões em dividendos).

Ao contrário, os FICEs entraram na bolsa local a preços mais baixos, o que se reflete em um aumento posterior notavelmente maior de seu patrimônio. As afluências de capital no FICE da ordem de US\$ 490 milhões (Quadro 1) tinham-se transformado em dezembro de 1993 em US\$ 1,6 bilhão (Quadros 4 e 5). Ambas as formas de passivos externos são relativamente líquidas, já que os ativos podem se retirar rapidamente do Chile por meio do mercado cambial oficial (MCF) se os investidores julgarem conveniente vendê-los no mercado local. Em consequência, podem ser voláteis e propensos à especulação. Tanto no que diz respeito à estabilidade do estoque de contribuições quanto em sua contribuição para a formação de capital e para a inovação produtiva o investimento externo direto é notoriamente superior.

Outros fluxos especulativos

Até 1975 as regulamentações existentes sobre o mercado financeiro interno, assim como o controle sobre os fluxos de capital do exterior, dificultavam a entrada de fluxos especulativos no país. Somente a partir de 1978, com a liberalização das restrições ao endividamento externo dos bancos, pode-se falar da possibilidade de movimentos de capital especulativo por meio do mercado cambial oficial. Posteriormente, durante 1982, a contração abrupta da oferta internacional de empréstimos bancários para a América Latina, a percepção de que o Chile era um país-risco, assim como a crescente expectativa de desvalorização do peso, levaram a uma redução significativa dos fluxos de capitais privados; desde então, até 1986, eles tiveram características não-voluntárias e como receptores preferentemente o setor público.¹⁶ Somente a partir de 1987 voltou a produzir-se um fluxo de capitais privados de volumes importantes, do qual uma proporção apreciável era capital especulativo ou de curto prazo.

A medição dos capitais especulativos apresenta problemas estatísticos consideráveis porque eles costumam esconder-se tanto na conta-corrente como na de capital. É comum que se considere que, com exceção dos créditos para financiar o comércio exterior, os capitais de curto prazo (de menos de um ano) são todos de caráter especulativo. Mas nem todos os fluxos com menos de um ano são de caráter especulativo, e não há dúvida de que o crédito comercial "normal" também não o é. De toda forma, os fluxos privados de curto prazo representam uma primeira aproximação à medição do conceito de capitais especulativos.

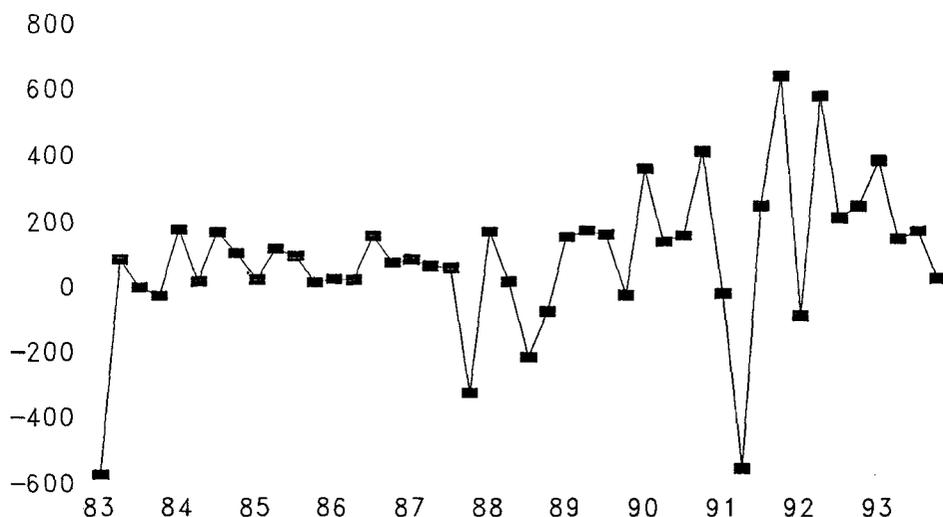
Quando existem controles de capital ou medidas que desestimulam os fluxos de curto prazo (como no caso do Chile desde meados de 1991), os canais mais importantes para introduzir capitais especulativos são o superfaturamento das exportações de bens e principalmente de serviços (como o turismo), o subfaturamento das importações e os adiantamentos e resíduos (*leads and lags*) nas liquidações das operações de comércio exterior.

Outro canal pelo qual poderiam ingressar capitais especulativos é o mercado cambial informal (ex-mercado paralelo). Não há dúvida de que nesses fluxos influem tanto o diferencial entre as taxas de juros no Chile e nos mercados financeiros internacionais (em particular as taxas sobre o dólar) quanto as expectativas de desvalorização ou valorização do peso. O Banco Central realiza uma estimativa de alguns desses fluxos, associados à corrente e a algumas operações com a conta de capital. O resultado está consignado em

uma parte da conta de capitais chamada “outros ativos”, permitindo depurar em parte a conta de erros e omissões.

Os fluxos especulativos registrados encontram-se dentro dos movimentos de curto prazo realizados pelos setores privado e bancário e das operações de crédito comercial direto. Estas últimas, ainda que não tenham um caráter especulativo, evidentemente respondem aos diferenciais das taxas de juros. Conseqüentemente, pode-se estimar estes fluxos especulativos somando os fluxos privados de curto prazo registrados na balança de pagamentos e a subdivisão “outros ativos”. A partir do quarto trimestre de 1991, o aumento do saldo acumulado de exigências de encaixe associadas a esses créditos (um total aproximado de US\$ 1 bilhão) deve ser subtraído das somas da balança de pagamento, já que os bancos tiveram de endividar-se com o exterior para cumprir as exigências de reservas do Banco Central.¹⁷

Gráfico 2
Fluxos de capitais de curto prazo (dados trimestrais)
(em milhões de US\$)



Fonte: Banco Central do Chile e cálculos feitos pelos autores.

Como se pode ver no Gráfico 2, os fluxos privados no curto prazo comportam-se de acordo com esperado e foram fortemente positivos em 1989-92. Nesse período houve uma brecha bruta crescente entre as taxas nacionais e internacionais de juros (que aparecem no Gráfico 4), uma expectativa dos agentes econômicos de que o peso chileno se valorizaria em termos reais (devido à abundância de capitais estrangeiros e à melhoria dos termos de intercâmbio) e a percepção de que melhorara apreciavelmente a posição do Chile na classificação dos países segundo o risco. Como se analisa na Seção II, a brecha bruta foi reduzida significativamente por uma série de medidas adotadas pelo Banco Central a partir de 1991.

Até o final de 1990 esses movimentos de capital foram poucos significativos, alcançando um montante total acumulado de US\$ 178 milhões. No entanto, a presença do investimento chileno no exterior mudou radicalmente com a flexibilização de algumas saídas de capital em 1991, a estabilização da economia nacional e a abundância de moeda estrangeira; em fins de 1994, os investimentos chilenos no exterior tinham alcançado um total acumulado de US\$ 1,8 bilhão.¹⁸ Esses novos investimentos concentraram-se basicamente na Argentina, onde existem mais de cinquenta empresas que pertencem ou estão ligadas aos chilenos. Somente durante 1992 a presença chilena na Argentina começou a tomar dimensões significativas, principalmente por meio de programas de privatizações. No final de 1994 o Banco Central registrava investimentos na Argentina que chegavam a US\$ 700 milhões. Segundo informações disponíveis, uma soma apreciavelmente superior inclui investimentos informais não registrados dos mercados de valores em várias bolsas de valores latino-americanas e ganhos de capital associados a ela.

O processo de privatizações que ocorreu na Argentina, através da perspectiva dos investidores chilenos, foi um êxito, já que três das quatro empresas em que foi dividida a empresa Servicios Eléctricos del Gran Buenos Aires (SEGBA) ficaram em poder de consórcios controlados por companhias elétricas chilenas.¹⁹ Também participaram investidores chilenos na privatização da Gas del Estado e, desde 1992, na aquisição de uma siderúrgica.

Outra área em que a participação chilena na Argentina começa a se tornar rapidamente importante é a dos serviços, principalmente nos supermercados e nas seguradoras.

No setor manufatureiro, além da presença na siderurgia, empresas chilenas diversificaram comprando ativos na Argentina; é o caso das fábricas de ladrilhos, de fraldas descartáveis, empresas de engarrafamento de gás e produtos de solda, fábricas de doces e balas, fábricas de fios e indústrias oleaginosas; e mais recentemente nos fundos privados de pensões, que começaram a funcionar em 1994.

Em 1993, o Peru também despertou o interesse dos investidores chilenos. Nesse país, como na Argentina, os negócios mais rentáveis estão sendo vinculados à privatização de empresas públicas e às novas oportunidades geradas a partir da liberalização econômica; é o caso da entrada em vigência de novos fundos de pensões.

A recomposição dos passivos externos

Com o desenvolvimento de novas formas de fluxos de capitais, vê-se limitado o significado da medição tradicional da dívida externa. Esse fenômeno assemelha-se ao que se apresentou com a medição habitual da dívida na década de 1970, que não incluía nem a dívida privada dos credores bancários nem a de curto prazo. Ambos os componentes cresceram vertiginosamente, o que se refletiu em uma subestimação ainda maior do endividamento externo (Ffrench-Davis, 1982). Produziu-se um fenômeno semelhante ao da década de 1990, embora agora envolvendo uma composição diferente, já que foi elevada a proporção dos passivos externos vinculados aos mercados de valores e ao IED.

Por isso há atualmente a preocupação de aperfeiçoar a medição de definições ampliadas dos passivos externos por parte das IFI. O Quadro 5, a seguir, mede os passivos externos do Chile para alguns anos selecionados, incluindo o ano da medição tradicional em que se alcançaram os valores máximos e que corresponde a 1986.

Quadro 5
Passivos externos do Chile
(em bilhões de US\$)

	1980	1986	1990	1993
I. Dívida tradicional	11,1	19,5	17,4	19,2
Longo prazo	9,4	17,8	14,0	15,7
Pública	4,7	14,4	9,8	8,6
Privada	4,7	3,4	4,2	7,1
Curto prazo	1,7	1,7	3,4	3,5
Pública	0,3	1,4	2,0	0,5
Privada	1,3	0,3	1,4	3,0
II. Reservas internacionais				
1. Banco Central ^a	4,0	1,8	5,4	9,8
2. Ativos do sistema financeiro	0,6	0,5	0,5	0,5
III. Investimento estrangeiro				
1. Investimento estrangeiro direto (IED) ^b	1,0	2,1	2,8	4,9
2. Investimento com papéis da dívida externa ^c	—	0,3	3,3	3,2
3. American Depositary Receipts (ADR) ^d	—	—	0,1	2,2
4. Fundos de investimento ^d		—	0,5	1,6
5. Investimento no exterior (ativos Cap. XII)	0,0	0,1	0,2	1,2
IV. Utilidades não-distribuídas ^e	n.a.	n.a.		

^a Reservas internacionais brutas, líquidas ao do uso de créditos do FMI.

^b Soma dos fluxos nominais líquidos de capital de risco do DL 600; exclui o Capítulo XIX do CNCI, a dívida capitalizada diretamente e as rendas não-distribuídas. Os créditos associados ao IED estão incluídos na dívida privada de longo prazo.

^c É o valor de redenominação (líquido de retiradas de capital) do Capítulo XIX mais capitalizações diretas.

^d Estoque a preços de mercado.

^e Estimativa conservadora de rendas e aumentos do valor nominal do estoque de IED e Capítulo XIX.

Fonte: Banco Central do Chile (I e II) e cálculos dos autores (III e IV)

Equilíbrios macroeconômicos, desenvolvimento e ingressos de capitais

Os movimentos de capitais podem afetar de maneira significativa a evolução das exportações e os equilíbrios macroeconômicos, por meio da sua incidência sobre a taxa de câmbio e sobre a demanda agregada. A estratégia de desenvolvimento vigente outorga um papel central à expansão e diversificação das exportações. O nível e a estabilidade da taxa de câmbio real são algumas das principais determinantes do comportamento das exportações. A economia chilena caracteriza-se por grande instabilidade macroeconômica, que esteve associada a choques externos dos prazos de intercâmbio e de financiamento externo. Por exemplo, a queda de 15% do PIB em 1982 e a alta de 10% em 1989, as mais pronunciadas da América Latina nesses dois anos, estiveram associadas a choques externos.

Em geral a política macroeconômica recente conseguiu amortizar com relativo êxito a valorização do peso, assim como o impacto dos fluxos de capital sobre o ritmo de expansão da demanda agregada e da inflação. Para isso, as autoridades econômicas recorreram a políticas de intervenção compensatória ou esterilização em três níveis. Num primeiro nível, procurou-se desestimular os ingressos de capitais restringindo e taxando a entrada de capitais (principalmente) de curto prazo e gerando certa incerteza para a arbitragem das taxas de juros. Num segundo nível, aplicou-se uma ativa política de sustentação da taxa de câmbio, acumulando significativas reservas internacionais. Em um terceiro nível, aplicou-se uma efetiva esterilização dos efeitos monetários da acumulação de reservas.

A política macroeconômica e o caráter dos movimentos de capitais

Quando se desencadeou a crise da dívida em 1982, predominava uma taxa de câmbio fixa e uma política monetária passiva que deu lugar, como conseqüência dos choques externos, a uma intensa redução automática do gasto interno, tanto em consumo como em investimento (linhas 2, 3 e 4 do Quadro 6). Para reduzir a brecha externa, funcionou como variável de política principal uma redução extremamente forte da demanda agregada. O ajuste transmitiu-se ao setor externo, reduzindo as importações e aumentando a oferta exportável (linha 6 do Quadro 6).

Essa realocação endógena foi apoiada posteriormente, de forma adicional, por uma série de fortes desvalorizações da taxa de câmbio real e um aumento nas tarifas e sobretaxas de importação (ver Ffrench-Davis, Leiva e Madrid, 1991). Não obstante, o efeito das políticas redutoras da demanda foi muito mais intenso que o das políticas realocatórias, como se pode deduzir do fato de que o ajuste contribuiu mais para a redução da demanda do que para realocar a demanda e a oferta. Isto se traduziu numa elevada subutilização da capacidade produtiva, o que se reflete parcialmente no Quadro 6, linha 1.²⁰ Com o transcorrer do tempo, dados os incentivos cambiais e tarifários à produção de itens comercializáveis, registrou-se uma recuperação gradual da atividade econômica e do investimento, processo que foi liderado pela expansão dinâmica das exportações.²¹

A partir de 1988, graças às melhorias registradas nos termos de intercâmbio (linha 7 do Quadro 6), especialmente por uma brusca elevação do preço do cobre entre 1986 e

Quadro 6
Produção, consumo, investimentos e choques externos per capita no Chile, 1980-93^a
(porcentagens do PIB per capita de 1981)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1983-89	1990-93
1. PIB	95,7	100,0	85,0	81,2	84,5	84,7	88,1	91,5	96,7	104,6	105,1	109,6	119,1	124,6	90,2	114,6
2. Gasto interno	102,1	112,8	85,1	77,6	82,7	78,6	81,4	85,9	92,0	101,4	99,8	102,5	114,1	123,1	85,7	109,9
3. Consumo	79,2	86,5	73,9	69,0	68,1	66,7	68,0	69,3	74,3	77,9	77,2	79,9	85,8	91,1	70,5	83,5
4. Formação bruta de capital fixo	16,9	19,4	11,7	9,8	11,5	12,4	13,1	14,9	16,2	19,3	20,3	19,8	23,4	28,0	13,9	22,9
5. Arroxo interno ^b	16,5	13,5	11,0	12,2	16,4	18,1	20,0	22,2	22,4	26,7	27,9	29,8	33,3	33,5	19,7	31,1
6. Conta-corrente não-financeira ^c	-6,4	-12,8	-0,1	3,6	1,8	6,2	6,7	5,7	4,7	3,2	5,3	7,1	5,0	1,5	4,5	4,7
a) Exportação	22,6	20,3	20,9	20,5	20,7	22,8	24,6	26,3	27,5	31,3	33,1	36,8	40,7	41,8	24,8	38,1
b) Importação	29,0	33,1	21,0	17,0	18,9	16,6	17,9	20,7	22,8	28,1	27,8	29,7	35,7	40,3	20,3	33,3
7. Efeitos finais do intercâmbio	1,9	0,0	-1,7	-1,2	-2,5	-3,7	-3,3	-2,2	0,9	0,2	-2,3	-1,7	-2,0	-4,7	-1,7	-2,7
8. Transferências líquidas de fundos ^c	4,5	12,8	1,9	-2,4	0,7	-2,4	-3,4	-3,5	-5,6	-3,4	-3,0	-5,4	-3,0	3,2	-2,9	-2,1
a) Movimentos de capital	12,0	17,5	4,0	1,6	7,6	3,8	2,9	2,6	3,3	4,0	9,1	3,0	9,2	8,0	3,7	7,3
b) Pagamento líquido de utilidades e juros	-3,4	-5,0	-6,8	-6,5	-7,4	-7,0	-7,6	-6,5	-6,9	-6,5	-5,5	-5,7	-5,8	-4,4	-6,9	-5,3
c) Transferências unilaterais	0,4	0,5	0,6	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	1,1	1,3	1,2	0,5	1,1
d) Subtotal	9,0	13,0	-2,3	-4,4	0,8	-2,7	-4,3	-3,4	-3,0	-1,9	4,2	-1,5	4,7	4,9	-2,7	3,1
e) Variação das reservas internacionais	4,6	0,2	-4,1	-2,0	0,1	-0,3	-0,9	0,2	2,6	1,5	7,2	3,9	7,7	1,7	0,2	5,1

Fontes: Banco Central do Chile, Contas Nacionais Oficiais definitivas 1980-85; encadeamento de 1985 com Contas Nacionais Oficiais para 1986-92; taxas de crescimento em pesos de 1986 para 1993 obtidas com as Contas Nacionais Oficiais trimestralizadas do Banco Central, agosto de 1994.

^a Todas as cifras foram ajustadas pelo crescimento da população e se expressam em porcentagens do PIB de 1981. Desse modo, a comparação de qualquer cifra com seu valor em 1981 indica a mudança percentual *per capita* no período respectivo.

^b Calculado como a diferença entre o PIB e o consumo.

^c As transferências unilaterais líquidas estão incluídas na linha 8.

1988 e uma renovada afluência de capitais externos (linha 8a), a economia chilena começou a enfrentar uma problemática radicalmente oposta à descrita anteriormente.

Entre os efeitos mais importantes da renovada afluência de capitais estrangeiros estão, por um lado, seu impacto positivo sobre o nível de atividade e investimento e, por outro, sua pressão sobre a oferta monetária em direção a valorização cambial. Para contrabalançar o efeito sobre a taxa de câmbio, as autoridades recorreram a uma série de medidas para impedir uma valorização como a experimentada no período anterior à afluência de capitais (1978-81) e seus efeitos negativos sobre a sustentação dos equilíbrios macroeconômicos e a expansão e diversificação das exportações.

A percepção de que elevados déficits em conta-corrente da balança de pagamentos não são sustentáveis a longo prazo e as lições aprendidas da crise da dívida, induziram as autoridades a darem uma atenção prioritária ao nível da taxa de câmbio real. O Banco Central decidiu intervir ativamente para manter a taxa de câmbio num nível compatível com equilíbrios macroeconômicos sustentáveis, proteger o desenvolvimento dos setores produtores de itens comercializáveis e lhes orientar quanto aos recursos de investimento.

No fundo, as autoridades preocupam-se em determinar se as forças que estão afetando o comércio exterior, o investimento externo direto e o acesso aos mercados de capitais internacionais são de uma natureza transitória ou permanente. O objetivo é evitar a volatilidade de um preço-chave em uma economia aberta ao exterior, para não gerar incertezas entre os investidores produtivos.

O efeito da entrada de capitais sobre a estabilidade e a formação de preços relativos foi objeto de preocupação por parte das autoridades monetárias no Chile (Zahler, 1992). Existem dois mecanismos fundamentais por meio dos quais tais moedas afetam o nível e a estrutura dos preços relativos no país. Primeiro, estimulam a valorização cambial, reduzem os custos de importação e geram maiores exigências aos produtores de itens comercializáveis. Segundo, mediante o efeito monetário das operações de câmbio que — por não ser adequadamente esterilizado —, pode conduzir alternadamente a excessos de demanda e inflação ou a recessões que detêm os processos de investimento e inovação tecnológica.

As expectativas podem desempenhar um papel muito importante a curto prazo. Por exemplo, em uma conjuntura de expectativas favoráveis pode-se estimular um ingresso forte de fundos, que por sua vez gera expectativas de valorização, as quais em seguida induzem a um aumento adicional dos fluxos.

As autoridades chilenas, no último período estudado, optaram pela regulamentação do mercado para influir sobre a determinação da taxa de câmbio real a curto prazo, de forma que corresponda melhor à tendência de longo prazo. Essa opção, destinada a fazer prevalecer as variáveis fundamentais, sustenta-se na assimetria de informações entre o mercado e as autoridades monetárias, supondo que estas últimas: a) conheçam melhor as perspectivas dos diversos componentes da balança de pagamentos e seus prováveis efeitos sobre a economia; e b) tenham um horizonte de planejamento maior que os agentes que operam intensamente nos mercados de curto prazo. No entanto, ante a dificuldade de prever o que acontecerá na realidade, as autoridades, em vez de apontar um único valor da taxa de câmbio, utilizaram bandas cambiais centradas numa taxa de câmbio de referência, que está ligada a uma cesta de três moedas, que inclui o dólar americano, o marco alemão e o iene, com ponderações associadas a seu peso no intercâmbio comercial do Chile.²²

Há implicações da política econômica cruciais que recaem sobre duas variáveis-chave que afetam a alocação e o volume dos recursos para o investimento: a taxa de câmbio e a taxa de juros; além disso, a política fiscal pode desempenhar um papel importante, tanto sobre as tendências do mercado como sobre a conjuntura. O dilema político é como conciliar simultaneamente três objetivos: reduzir a inflação; uma taxa de câmbio real estável para incentivar, de maneira razoável, o setor produtor de itens comercializáveis; e conseguir um desenvolvimento contínuo com equidade.

Trata-se de conseguir que a taxa de câmbio, as taxas de juros e a política fiscal ofereçam bons sinais a médio prazo aos agentes econômicos, a fim de promover um desenvolvimento produtivo eficiente. Para isso é necessário, ao mesmo tempo, que os inevitáveis problemas conjunturais sejam enfrentados com uma adequada dosagem de políticas. Uma concentração excessiva em uma só política tende a provocar um sobreajuste de seu instrumento e, conseqüentemente, distorções alocatórias.

A trajetória da política cambial

A política cambial passou por mudanças substanciais através do tempo. No início do regime militar, quis-se compensar o impacto da liberalização comercial com desvalorizações reais do peso. Em seguida, a partir de 1976, começou-se a utilizar a taxa de câmbio nominal para combater a inflação. Procedeu-se assim por causa da rebeldia da inflação, para reagir a uma profunda recessão que, além disso, gerou um superávit em conta-corrente. A habitual revalorização real decorrente de usar a taxa de câmbio para reprimir a inflação culminou em 1979, quando se fixou o dólar em 39 pesos, paridade nominal que se manteve até a crise de 1982; durante esses anos criou-se uma importante valorização real. Depois de um período de sucessivas mudanças de política, adotou-se novamente uma paridade rastejante (*crawling-peg*), política que se manteve entre 1983 e 1988. Fundamentalmente, o Banco Central fixava no mercado oficial um preço de referência para o dólar (chamada taxa de câmbio acordo, TCA), com um índice de flutuação de 2% para cima ou para baixo (que chegou a 3% em 1988). A taxa de câmbio "oficial" desvalorizava diariamente, de acordo com o diferencial entre a inflação interna e uma estimativa da inflação externa. A isso somaram-se, em várias ocasiões, desvalorizações discretas que permitiram a notória depreciação real registrada depois da crise de 1982 (119% entre 1981 e 1988).

Dado que diversos controles cambiais mantiveram-se vigentes por muitos anos (salvo por umas poucas semanas em 1982), operou-se de forma não-legal um mercado cambial paralelo. Este seria legalizado como mercado cambial informal (MCI) recentemente, em abril de 1990, em virtude das disposições da lei de autonomia do Banco Central, que foi outorgada em fins do governo de Pinochet.

Durante 1988 ocorreram revalorizações acompanhadas de baixas tributárias e tarifárias que conseguiram conciliar uma redução na inflação com uma alta na atividade econômica. Em 1989 completou-se a recuperação da atividade econômica, ascendendo assim até a fronteira de produção. Isso foi alcançado com um acelerado aumento da demanda agregada, apoiada nas baixas tributárias e na valorização cambial em 1988 e no ingresso gerado por um grande aumento do preço do cobre em 1987-89: a melhoria dos termos de intercâmbio em 1988 com relação a 1986 equivaleu a 7% do PIB (novas Contas Nacionais do

Banco Central). Um forte crescimento das importações e do déficit externo (que alcançou 10% do PIB, caso se recalcule a conta-corrente usando-se o preço “normalizado” do FEC — Fundo de Estabilização do Cobre — que se comenta a seguir) levou o Banco Central a inverter sucessivamente anteriores baixas nas taxas de juros e, em particular, a uma desvalorização cambial.

Em meados de 1989 ampliou-se ainda mais o índice de flutuação do dólar, dessa vez para 5%. A ação do Banco Central foi acompanhada por uma mudança de expectativas do mercado cambial, fazendo com que este se situasse rapidamente no topo do índice. Assim se conseguiu, sem maiores traumas, uma significativa desvalorização sem modificar a taxa de câmbio “oficial”. Durante aproximadamente um ano — que incluiu o retorno a um regime democrático, eleições presidenciais (dezembro de 1989) e a posse do presidente Aylwin (março de 1990) —, a taxa de câmbio manteve-se no topo. Conseqüentemente, em janeiro de 1990 acentuou-se um processo de ajuste para frear um acelerado aumento da inflação (que chegou a 31% ao ano nos cinco meses precedentes). O ajuste repousou exclusivamente em uma alta acentuada das taxas de juros, liderada por letras de câmbio do Banco Central, que as ofereceu à elevada taxa real de 9,7% ao ano e um prazo de dez anos.

As mudanças vigentes nos mercados internacionais, as altas taxas de juros no Chile e o rápido deslanche da incerteza gerada pelo plebiscito de 1988 e pela posse de Aylwin promoveram um crescente ingresso de capitais no Chile (também as importações foram freadas como resultado do ajuste). Esses eventos refletiram-se rapidamente em uma valorização cambial real no mercado. Desde julho de 1990 o TCO situou-se no piso da banda. Inclusive, durante a crise do Iraque, em setembro desse ano, o TCO manteve-se no piso apesar de o Chile importar, então, 85% do seu consumo de petróleo; o Chile reagiu face a essa crise elevando drasticamente o preço interno dos combustíveis (juntamente com uma redução do gasto fiscal não-social), o que provocou um choque inflacionário em setembro e outubro. Nesses meses, o índice de preços ao consumidor, cujo componente inercial supunha um aumento da ordem de 2% ao mês, elevou-se a 4,9 e 3,8%, respectivamente. A rapidez com que o Banco Central e o governo reagiram frente aos eventos externos, estreitamente coordenados, pode explicar as razões pelas quais se manteve no mercado cambial a tendência à valorização.

Os ingressos de capitais continuaram fortes. Em outubro de 1990 o Banco Central teve de comprar US\$ 620 milhões de oferta excedente do mercado cambial; isso equivale a 27% do PIB mensal. Recorrentes corridas contra o dólar e a favor do peso reforçaram-se com expectativas de uma revalorização (e das baixas das taxas de juros internas) que dificultaram a política monetária.

No início de 1991 abandonou-se a paridade móvel estrita que as autoridades monetárias vinham aplicando e, com o intuito de introduzir o “ruído cambial” que desestimulasse os fluxos de curto prazo, revalorizou-se em três ocasiões de forma moderada, para se desvalorizar compensatoriamente nos meses seguintes. Desta maneira, o câmbio “oficial” voltava ao final de cada episódio ao nível real inicial; as desvalorizações reais dentro de cada episódio encareceram o custo do ingresso de fundos de curto prazo e foram uma medida eficiente para frear transitoriamente o excesso de ofertas de divisas. No entanto a medida não podia repetir-se em muitas ocasiões, pois o mercado se anteciparia ao evento revalorizador e a política perderia eficiência, o que aconteceu no terceiro episódio. Entre-

tanto, durante quase um semestre as autoridades ganharam tempo para conceber uma política que permitisse atuar eficientemente numa transição mais prolongada. A política apoiava-se na percepção de que fatores conjunturais de conta-corrente, como o alto preço do cobre, o incentivo de taxas de juros internas altas e as importações transitórias deprimidas, tenderiam a modificar-se a curto ou médio prazo.

No entanto, também se estava consciente de que parte da melhoria observada na conta-corrente era mais estrutural ou permanente: uma conta de serviços não-financeiros notoriamente melhorada, exportações não-tradicionais mais vigorosas e uma redução da carga da dívida externa. Em reação a essa combinação de fatores, alguns considerados transitórios e outros permanentes pelas autoridades, em junho de 1991, juntamente com uma pequena revalorização de 2% do “dólar *acuerdo*” e uma diminuição das tarifas de 15% para 11%, estabeleceu-se um encaixe de 20% para os créditos externos — cujo efeito concentrou-se nos de curto prazo. Paralelamente, um imposto ao crédito interno, que onerava com uma taxa anual de 1,2% as operações de até um ano, estendeu-se aos empréstimos externos. Tanto o rendimento como o imposto têm um custo marginal zero para as operações de mais de um ano. O rendimento, por sua vez, era mais alto para as operações de menos de noventa dias, pois foi o prazo mínimo que se estabeleceu para que se mantivesse o encaixe em uma conta sem juros (Banco Central, 1992, pp. 13-19).²³ As autoridades estimaram que o acréscimo financeiro de ambas as medidas, no momento de pôr-se em prática, equiparava o custo dos fundos externos (do mercado norte-americano) e internos.²⁴

As pressões sobre o mercado cambial continuaram nos meses seguintes, apesar do ingresso de capitais de curto prazo permanecer em níveis baixos, em resposta às políticas de regulamentação adotadas e a uma redução das taxas de juros internos. Deve-se observar que as etapas do ciclo econômico coincidiram no Chile e em “seu centro financeiro” (EUA) durante a maior parte de 1991, o que não aconteceu a partir do final desse ano e em 1992.

A pressão sobre o mercado cambial em 1991 obedeceu, então, aos ingressos de longo prazo, mas principalmente a uma conta-corrente muito favorável: as exportações continuavam subindo fortemente, incluindo um notável aumento do turismo procedente da Argentina; o preço do cobre mantinha-se anormalmente elevado; os coeficientes de remessa de rendas e os pagamentos de juros também foram reduzidos; a recuperação das importações foi muito lenta e atrasada em relação à reativação da economia. O resultado líquido foi um (pequeno) superávit em conta-corrente.

Começou a predominar a opinião de que era inevitável uma modificação da política cambial, com uma revalorização significativa. Conseqüentemente, o câmbio oficial ia perdendo sua capacidade alocadora. Em janeiro de 1992 revalorizou-se a taxa de câmbio em 5% e o índice de flutuação do mercado cambial formal ampliou-se para 10%.

Bruscamente, a taxa de câmbio observada revalorizou-se 9% no mercado, isto é, pouco menos que os dez pontos da soma da valorização da taxa de câmbio oficial e da redução do piso da banda. Depois surgiu uma onda de expectativas revalorizadoras, alimentada pelos ingressos de capital nos mercados formal e informal. Esses fluxos eram estimulados pela certeza de que o Banco Central não poderia intervir dentro do índice pelas normas que ele mesmo havia estabelecido. Num mercado situado persistentemente num nível próximo ao piso, somente podia intervir comprando-se ao preço mínimo. A

expectativa do mercado era que, caso houvesse mudanças, o piso se revalorizaria, como de fato aconteceu em janeiro de 1992.

Durante muito tempo havia circulado no Banco Central a proposta de iniciar, dentro do índice, uma flutuação “suja” ou regulada; os proponentes desta argumentavam que as normas vigentes, de índice puro, com um MCI crescentemente ativo e um mercado formal mais poroso, conduziam a um TCO que se inclinaria aos extremos do índice (no topo em 1989-90; e no piso, posteriormente). A revalorização brusca de quase 10% do TCO, entre janeiro e fevereiro de 1992, contribuiu para que o banco iniciasse a flutuação suja em março desse ano. De fato, o TCO flutuou desde então entre um e oito pontos sobre o piso, isto é, habitualmente levantado do solo, sempre com ativas compras pelo banco mas também com vendas.

A ampliação do índice *per se* aparentemente tinha demonstrado que o banco recusava-se a tentar frear as pressões revalorizadoras e defender a estratégia exportadora, entregando ao mercado, dominado pelo segmento de curto prazo, a determinação do TCO num espectro muito amplo. Por outro lado, com o estabelecimento da flutuação regulada, o Banco Central voltava a ter maior capacidade de condução, o que lhe permitia fortalecer as variáveis de longo prazo na determinação da taxa de câmbio utilizada pelos produtores de itens exportáveis e importáveis.

Nos meses seguintes, as taxas de juros do mercado norte-americano continuaram diminuindo, exercendo pressão sobre o Banco Central. No entanto a economia chilena enfrentava um auge notável, com uma taxa de aumento no PIB firmemente situada em dois dígitos (aproximadamente 15% em 12 meses). Conseqüentemente, por razões de equilíbrio macroeconômico, o Banco Central quis elevar, ao invés de reduzir, como fez os Estados Unidos, as taxas internas de juros. Para evitar um estímulo à arbitragem, decidiu aumentar a taxa de encaixe aos ingressos de capitais. Em maio de 1992 as reservas sobre os créditos externos foram elevados para 30% e fixou-se em um ano o prazo do depósito.

Por último, em julho do mesmo ano, substituiu-se o dólar como vínculo direto da taxa de câmbio oficial por uma cesta de moedas (constituída pelo dólar, pelo marco alemão e pelo iene) como uma nova taxa de câmbio de referência. Essas medidas tinham como objetivo tornar menos rentável a arbitragem de taxas de juros entre o dólar e o peso e introduzir maior incerteza cambial a curto prazo, dada a instabilidade cotidiana entre as cotações internacionais dessas três moedas. A substituição do dólar por uma cesta de moedas deu maior estabilidade média aos valores em pesos dos retornos de exportações. Efetivamente, ao contrário das operações financeiras que se expressam em grande proporção em dólares, o intercâmbio comercial está bastante diversificado geograficamente, sendo que os EUA contribuem com apenas um quinto do total, e operam também com uma cesta mais diversificada de moedas.

Desde 1991 tentou-se flexibilizar ou antecipar a saída de capitais como forma de aliviar as pressões da baixa sobre a taxa de câmbio. Por exemplo, liberalizaram-se os prazos mínimos para repatriar capitais ou remeter rendas para os investimentos por meio do Capítulo XIX (conversão de dívidas em capital), em algumas opções previu-se o pagamento antecipado de uma comissão sobre o investimento original ou sobre os ganhos de capital ou subsídio recebido pelo conversor. Autorizou-se às AFP (Administradoras de Fundos de Pensões) que investissem até 6% (atualmente) de seus fundos no exterior. Mesmo assim,

permitiu-se que os bancos nacionais financiassem o comércio intralatino-americano a empresas de outros países da região e que comprassem no exterior ativos financeiros de baixo risco. Além disso, os exportadores que deviam devolver o valor de suas vendas por meio do mercado cambial formal, dentro de certos prazos, foram autorizados a prolongar esses prazos e a reter no exterior ou vender no mercado informal uma proporção crescente (10% de seus ingressos em 1993 e, após sucessivas altas, 50% desde fins de 1994). Finalmente, como já se expôs, flexibilizou-se o investimento direto no exterior, por meio de ambos os mercados cambiais.

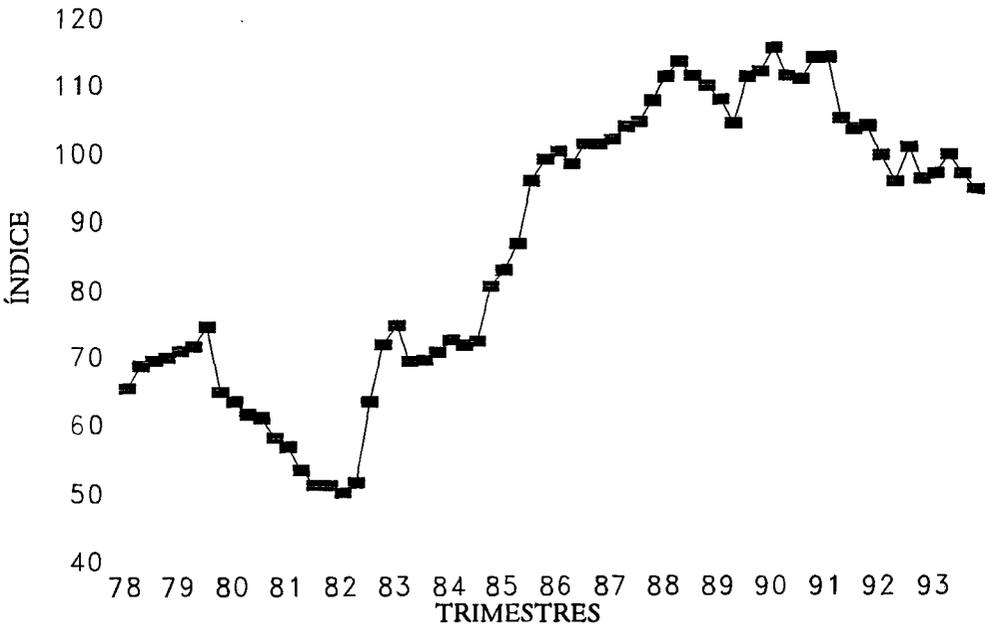
É pouco provável que, na atual conjuntura do mercado de divisas, essas medidas tenham o impacto desejado sobre a taxa de câmbio real, já que a rentabilidade dos ativos financeiros é bastante maior no Chile que no exterior; isso desestimulou que se efetuassem alocações importantes dos bancos ou AFP no exterior.²⁵ Inclusive há indícios de que os investidores estrangeiros estiveram reinvestindo suas rendas no Chile em proporções maiores que o “normal”, em vez de repatriá-las para suas sedes. Evidentemente, os exportadores fizeram um uso muito limitado da opção de não retornar uma proporção do valor de suas exportações ao mercado formal.²⁶ Além do mais, geralmente se apressaram em efetuar seus retornos rapidamente para aproveitar a maior rentabilidade do capital no mercado nacional. Em contrapartida, o investimento direto e do mercado de valores em países da região foi muito significativo, fato associado aos ganhos de capital que foram obtidos nas bolsas de ações e na compra de empresas privatizadas em vários países latino-americanos.

É preciso diferenciar entre efeitos conjunturais e permanentes da abertura de saída de capitais. Em condições de mercados “ordenados” e com abundante oferta de divisas, como o chileno, e em um contexto de taxas de juro baixas no “centro financeiro”, as medidas que facilitam a saída de capitais (ou de rendas, dividendos ou juros) poderiam ter o efeito contrário ao desejado e incentivar os fluxos maiores para o país (Williams, 1992; Labán e Larrain, 1993). A longo prazo, por sua vez, poderia ocorrer que se deixassem muitas portas abertas para a saída de capitais que são usadas quando se produz um nervosismo no mercado e surgem expectativas de desvalorização. Uma liberalização pouco reflexiva pode dificultar a administração da política cambial e semear instabilidade macroeconômica para o futuro.

Como se pode observar no Gráfico 3, a taxa de câmbio real (observado) foi depreciado fortemente em relação ao seu ponto mais baixo, em abril de 1982, até se chegar a um nível máximo no início de 1988. Depois de flutuar sem tendência até o primeiro trimestre de 1991, iniciou-se uma baixa que continuou até abril de 1992. A valorização nesse último período foi de 17%.

Desde então e até o início de 1994, as fortes pressões para valorização cambial real se enfraqueceram, em parte devido à mencionada desvalorização pela qual passaram os preços dos principais produtos de exportação do Chile e (como o tinham prognosticado os que eram partidários de evitar as revalorizações adicionais) a um forte aumento das importações em 1992-93. O superávit comercial, que reinava desde a crise de 1982, transformou-se num déficit da ordem de US\$ 1 bilhão e o saldo em conta-corrente passou de um pequeno superávit em 1991 a um déficit da ordem de US\$ 2 bilhões em 1993 (5% do PIB). No entanto, a balança de pagamentos continua mostrando um superávit (Quadro 2).

Gráfico 3
Taxa de câmbio real
(base média 1986=100)



Fonte: Banco Central do Chile

Caso se comparem as políticas referentes ao capital estrangeiro e à regulamentação de seus efeitos sobre a economia, durante o período em curso, com as adotadas em circunstâncias semelhantes em 1978-81, chega-se à conclusão de que as políticas macroeconômicas seguidas desde 1991 foram, em média, muito mais pragmáticas e proporcionaram resultados positivos.

Quanto ao impacto dos fluxos de capital sobre a taxa de câmbio, as políticas seguidas desde o início do novo período positivo de divisas atingiram seu objetivo de moderar uma valorização real que, de outra maneira, tinha sido muito mais significativa. Em contraste, durante 1978-81 seguiu-se uma política que envolveu uma substancial valorização cambial, paralela aos efeitos de uma radical liberalização comercial que culminou com uma tarifa uniforme de 10% em 1979. A valorização prejudicou extremamente a produção de itens comercializáveis. Em contraste com aquele período, desde que recomeçou a abundância de capitais externos procurou-se manter a valorização dentro de limites razoáveis, consistentes com os melhores líquidos de produtividade da economia chilena, juntamente com o predomínio do investimento externo direto e dos créditos de longo prazo nas entradas de capital. As diferenças entre os dois episódios são ainda mais acentuadas no que diz respeito à poupança interna, pois no período entre 1978 e 1981 parece ter existido um deslocamento negativo (*crowding-out*) da poupança interna, enquanto agora parece ter-se operado um positivo (*crowding-in*) (Quadro 6).

*As políticas monetária e fiscal*²⁷

A intervenção do Banco Central no mercado cambial refletiu-se, entre outros aspectos, numa grande acumulação de reservas internacionais entre 1989 e 1992 (Quadro 2 e Quadro 6, linha 8e). A contrapartida das compras de moeda estrangeira no mercado foi um aumento da oferta monetária, o que com frequência significou um aumento da liquidez superior à exigida pelas metas oficiais de atividade econômica e inflação.

A autoridade monetária conseguiu esterilizar com sucesso os efeitos monetários dos já mencionados ingressos de capital e a conseqüente acumulação de reservas internacionais. Com o objetivo de evitar uma correspondente expansão monetária, o Banco Central emitiu uma dívida interna para anular o efeito da compra de divisas. A esterilização pode ter dois efeitos retroalimentadores. Primeiro, a aplicação de títulos negociáveis pressiona a taxa de juros interna, evitando que esta se reduza ao nível internacional e gerando incentivos para um grande fluxo de capitais. Segundo, pode causar um déficit no Banco Central, visto que tem de endividar-se internamente a um custo superior à rentabilidade que pode das reservas internacionais. Essa situação torna-se insustentável a longo prazo, caso os montantes envolvidos sejam altos e por períodos muito prolongados. Se persistir, gera expectativas de revalorização e aumenta a rentabilidade prevista da arbitragem.

Esterilização e equilíbrios macroeconômicos

A necessidade de esterilização varia segundo a conjuntura macroeconômica que se enfrenta. De 1976 a 1979 a economia chilena passou por uma recessão e funcionou muito abaixo de sua capacidade produtiva (Marfan, 1992). Os primeiros ingressos de capitais e a correspondente expansão da emissão contribuíram para uma reativação da demanda, acrescida de itens comercializáveis e não-comercializáveis, que encontrou uma oferta capaz de reagir, devido ao financiamento crescente das importações e à capacidade produtiva disponível. A conjuntura não exigia uma esterilização ativa.

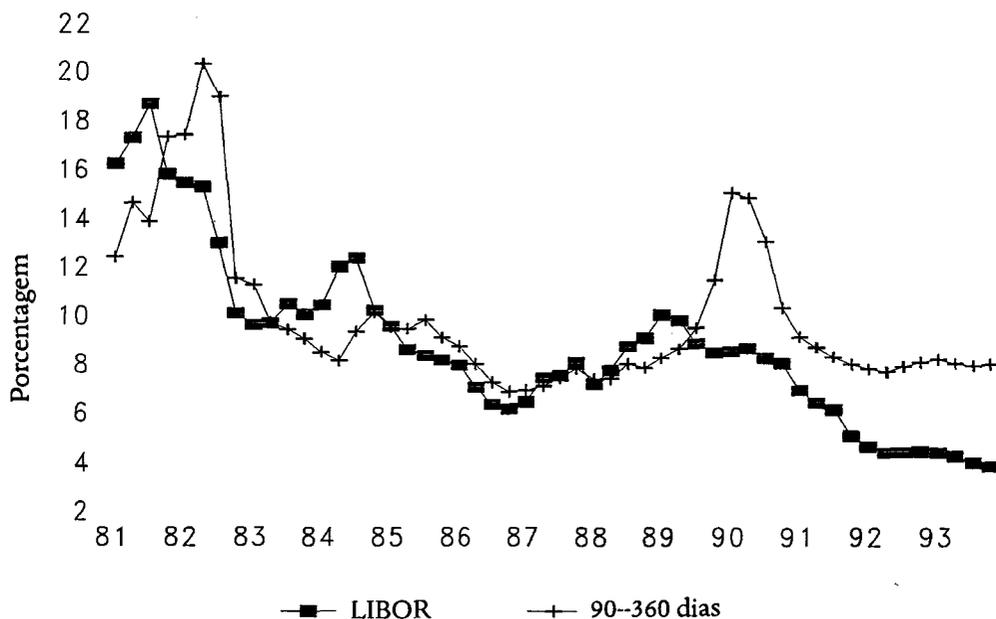
À medida que a capacidade produtiva foi-se completando, já em 1979-81 os crescentes ingressos de capitais tendiam a gerar um aumento excessivo da demanda agregada. Esta se manifestou em um acelerado aumento do déficit em conta-corrente, numa alta do preço relativo dos itens não-comercializáveis e um desestímulo à oferta exportável (Ffrench-Davis e Arellano, 1981; Morandé, 1988).²⁸ Deliberadamente, no entanto, havia-se adotado uma política monetária passiva, no contexto do enfoque monetário da balança de pagamentos. Supunha-se que a economia se ajustaria automaticamente de maneira eficiente.

Logo após a crise de 1982, a economia voltou a situar-se muito abaixo da fronteira produtiva. Por outro lado, numa primeira etapa, a necessidade de desvalorizar a moeda nacional causou uma forte baixa nos incentivos à arbitragem financeira entre o endividamento interno e o externo. No Gráfico 4, observa-se que a margem para a arbitragem financeira entre a taxa de juros internacional e a interna, *ex-post*, sem descontar o risco-país,²⁹ alcançou valores negativos, em média, para o quadriênio 1983-86.

Os fluxos de capitais concentraram-se em crédito comercial de curto prazo, empréstimos involuntários do banco credor e fundos das IFI destinados à Tesouraria e ao Banco

Central. As crescentes e volumosas conversões de dívida também não exerciam efeitos monetários nem cambiais diretos, embora afetassem o mercado cambial paralelo e o mercado secundário de ações.

Gráfico 4
Taxas de juros nacionais e internacionais
(Taxas 90-360d e Libor)

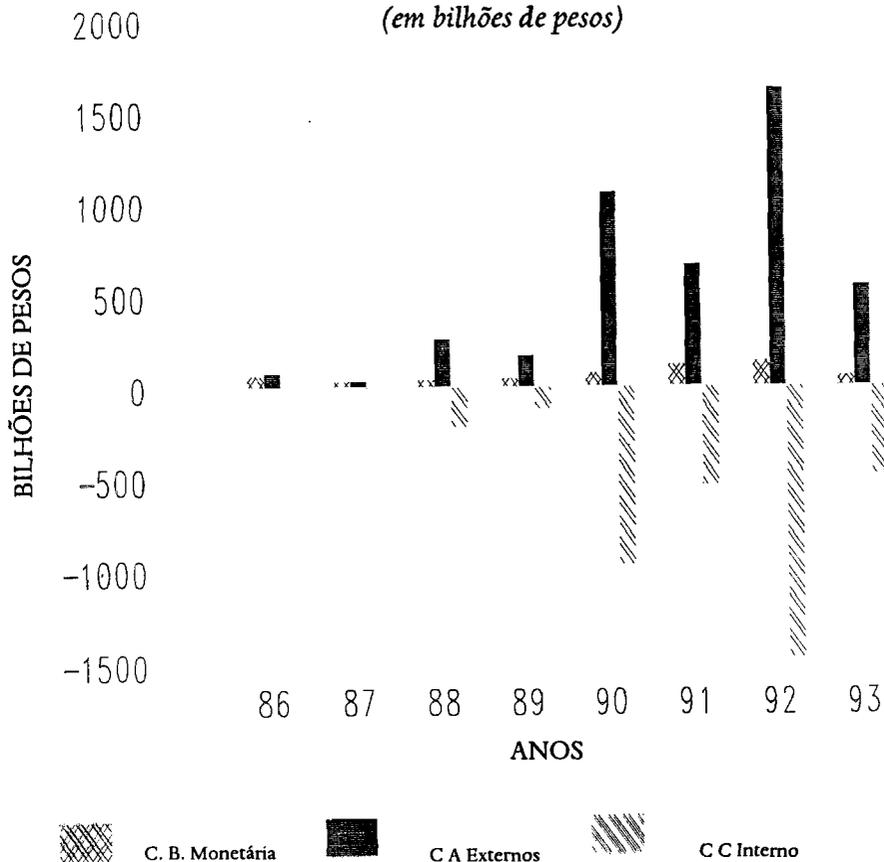


Fonte: A partir de cifras do Banco Central do Chile

Posteriormente, a margem para a arbitragem financeira tornou-se positiva e começou a atrair fundos, mas em montantes ainda inferiores ao serviço da dívida. Até 1988, a economia chilena seguia em processo de recuperação e, portanto, era desnecessário efetuar uma esterilização ativa.

Somente em 1988 surgiu o dilema com relação à dificuldade, na ausência de políticas ativas, de manter simultaneamente equilíbrios macroeconômicos, o complemento entre poupança externa e interna e uma taxa de câmbio real estável. A esterilização ativa tornou-se claramente uma necessidade na década de 1990 (Gráfico 5), com uma conjuntura macroeconômica rondando a fronteira produtiva e um mercado cambial excedente. Diferentemente de 1985, quando se fez um miniajuste por excesso de demanda face à restrição externa dominante, em 1990 e 1992 fizeram-se dois miniajustes por uma restrição fundamentalmente interna (tendência a exceder a fronteira produtiva em ambas as ocasiões recentes).

Gráfico 5
Fontes de câmbio base monetária
(em bilhões de pesos)



Fonte: Banco Central do Chile, *Activos e Pasivos* (variações anuais de saldos)

Taxas de juros e déficit quase-fiscal

A esterilização pode contribuir para estabilizar a taxa de câmbio real e os equilíbrios macroeconômicos de curto prazo. No entanto, também exerce outros efeitos: afeta as taxas de juros internas, a demanda e a oferta agregada e as reservas do Banco Central.

A venda líquida de letras de câmbio manteve a taxa de juros interna em níveis mais altos do que os que teria alcançado caso não tivesse ocorrido essas operações. Isto é, se a absorção interna tivesse aumentando, estimulada por revalorizações cambiais e um gasto mais intenso em itens comercializáveis, teriam imperado menores taxas de juros internas, que tenderiam a convergir com a taxa externa correspondente. A formação de capital ainda é baixa, principalmente quando comparada com a obtida por intermédio de econo-

mias subdesenvolvidas mais dinâmicas; menores taxas internas de juros reais contribuiriam para que esta aumentasse (ainda que o efeito desestimulador da correspondente valorização cambial sobre a demanda de itens comercializáveis provavelmente possa fazer mais do que compensar esse resultado, como ficou dito posteriormente).

Se a oferta de créditos externos e seu custo se mantivessem indefinidamente tão favoráveis, como de 1990 a 1993, a política apropriada seria permitir que a taxa interna se reduzisse ao nível externo e a taxa de câmbio revalorizasse. A única questão pendente em matéria de política referia-se à graduação relativa dessas medidas. No entanto, as autoridades agiram com base no fato de importantes componentes da abundância de fundos internos serem apenas transitórios; essa posição tem sólidos respaldos na literatura especializada (ver Banco Mundial, 1993; Calvo, Leiderman e Reinhart, 1993; CEPAL, 1995b, Capítulos IX-XI; e Devlin, Ffrench-Davis e Griffith-jones, neste livro). Portanto, nas atuais circunstâncias macroeconômicas seria recomendável aplicar políticas que mantivessem uma brecha positiva entre as taxas internas e externas.

O custo financeiro imediato da política de esterilização do aumento nas reservas internacionais foi alto: as taxas de juros que o Banco Central deve pagar sobre seus passivos são muito maiores do que as que se obtêm sobre suas aplicações em moeda estrangeira. Estima-se que, em 1992, as perdas do Banco Central por esse motivo ascenderam aproximadamente a 0,5% do PIB.³⁰

Os custos mencionados não são inevitavelmente permanentes. Se a intervenção estabiliza uma taxa de câmbio "de equilíbrio", ela deveria ser rentável para o Banco Central, já que venderia mais caro do que se compra; no entanto, incorreria em perdas pelo diferencial de juros, os quais tenderão sempre a ser maiores do que no centro financeiro credor. Quanto maior for a etapa excedente no regime de índices reais, maior tenderá a ser o custo financeiro em que se incorrerá por efeito desse diferencial. A flutuação suja, sem dúvida, tende a diminuí-lo. No final, o efeito financeiro líquido da esterilização para o balanço do Banco Central pode ser positivo ou negativo.

No caso de o resultado inevitável ser uma revalorização importante, adiciona-se esse custo ao dos diferenciais de juros. No entanto, não se deve ignorar que é imprescindível que o Chile mantenha algum nível de reservas internacionais. É evidente que, além disso, no final da década passada o Chile precisava repor suas reservas; na verdade, no início de 1990 o Banco Central tinha reservas internacionais de US\$ 3 bilhões e passíveis de curto prazo em moeda estrangeira "com-residentes" de US\$ 5 bilhões. O custo de acumular reservas e da esterilização monetária que pudesse estar associada a elas não seria então atribuído exclusivamente às políticas de estabilização cambial e monetária. Além disso, se a revalorização drástica é inevitável, certa graduação da mudança de preços relativos pode ser eficiente, o que tende a conseguir-se com uma política flexível de estabilização combinada com um conjunto de revalorizações graduais. Conseqüentemente, uma parte do custo financeiro da esterilização poderia ser um investimento em uma transição que conduziu a uma destinação mais eficiente dos recursos do país e à sua maior estabilidade.

Mercado interno de capitais e política fiscal

Geralmente se afirma que a revalorização seria evitada por um política de gasto fiscal mais restritiva. Esta última colocação parece superestimar os efeitos sobre o mercado

cambial da poupança fiscal por menor gasto³¹ e da substituição do gasto público (intensivo para itens não-comercializáveis) por gasto privado (intensivo em comercializáveis). Ao mesmo tempo, subestima a importância do gasto público social na infra-estrutura e institucionalidade para o desenvolvimento produtivo moderno. Ainda prevalece um grande déficit no Chile em relação a esse fato.

A política fiscal apoiou os esforços de estabilização macroeconômica e cambial em duas dimensões. Por um lado, gerou-se uma poupança crescente do setor público não-financeiro. O crescimento do gasto foi mais do que compensado por uma forte alta das receitas fiscais, resultante de uma reforma tributária aprovada em 1990 (no início do governo democrático), uma melhor arrecadação e um crescimento econômico superior ao previsto (média efetiva de 6,3% *versus* os 5% projetados no início do governo).

A política fiscal orientou-se prioritariamente para os objetivos de manter a estabilidade interna e, ao mesmo tempo, aumentar o gasto social, principalmente na saúde e educação. Desde que começou a afluência de capitais, o fisco manteve uma taxa de poupança e um superávit significativos e crescentes. O saldo da conta-corrente do setor público foi positivo, flutuando acima de 5,5% do PIB desde 1990 (5,6% em 1990, 5,5% em 1991 e 6,6% em 1992). O forte aumento da demanda agregada também levou a uma política cautelosa com relação ao gasto fiscal. Nos últimos anos, em vez de aumentar os gastos ao ritmo do aumento das despesas públicas, o governo utilizou em parte seu superávit para pagar com antecedência a enorme dívida que mantém com o Banco Central (que se originou no resgate do setor bancário após a crise de 1982). De fato, o superávit total (incluindo a conta de capital) foi de 1,5% do PIB em 1990, 1,7% em 1991 e 2,8% em 1992 (CEPAL, 1994a).

Quadro 7
Movimentos do fundo de estabilização do cobre
(em milhões de US\$)

Período	Depósitos	Usos	Saldo
1987	26,4	—	26,4
1988	496,0	439,5	82,9
1989	1 202,9	1 260,1	25,7
1990	785,1	256,2	554,6
1991	289,7	200,0	644,3
1992	134,6	—	778,9
1993	9,8	39,0	749,7
Total	2 944,5	2 194,8	2 862,5

Fonte: Banco Central do Chile e Romaguera (1991).

Um elemento-chave para compreender a situação monetária chilena, além da disciplina das finanças do setor público, é a criação do fundo de estabilidade do preço do princi-

pal produto de exportação, cuja produção está majoritariamente nas mãos do Estado (Romaguera, 1991).

O FEC acumula-se toda vez que o preço ultrapassa o nível “base”. É depositado no Banco Central. Durante 1988 e 1989, utilizou-se a quase totalidade de tais recursos em pagamentos antecipados da dívida da Tesouraria Geral da República com o Banco Central (Quadro 7). A política de usar os fundos do FEC para pagar antecipadamente a dívida fiscal continua, parcialmente, acumulando um montante inferior ao total de depósitos. Isso implica que, na etapa do preço alto do cobre, o FEC contribuiu para suavizar o ciclo expansivo; ao transferir os fundos ao Banco, o Fisco não poderá operar simetricamente com igual intensidade ao eventual ciclo de contração.

O Banco Central pôde chegar ao mercado financeiro para regular o volumoso fluxo de liquidez que se origina em resposta à corrente de capitais, em parte graças a uma reforma do sistema de pensões e ao esforço fiscal que viabilizou a reforma.³²

Uma das características fundamentais da reforma nas pensões chilenas foi a capitalização individual, acumulando volumes crescentes de recursos financeiros. Isso redundou em um aumento substancial da participação desses investidores institucionais no mercado de instrumentos financeiros, nos quais estão autorizados a operar. A participação dos fundos no mercado de alguns instrumentos específicos é majoritária, como as letras hipotecárias, bônus de empresa e títulos da Tesouraria Geral da República. Também é significativa no caso das letras de câmbio do Banco Central (Iglesias e Acuña, 1991).

Por meio da disciplina fiscal e de um mercado financeiro relativamente desenvolvido, o Banco Central teve a possibilidade de intervir nos mercados cambial e de dinheiro, o que lhe permitiu regularizar a oferta monetária. A disciplina das finanças no setor público e os depósitos dos governos e dos fundos de pensões em instrumentos financeiros do Banco Central ajudaram a regular a oferta monetária.

Esse efeito pode ser visto no Gráfico 5, que mostra uma variação na base monetária e sua desagregação nas operações de câmbio do Banco Central e crédito interno. Observe-se que as mudanças no crédito interno estão significativamente (e negativamente) correlacionadas às operações de câmbio. Isso mostra que o crédito interno foi usado intensamente para deter as compras e vendas de divisas. As diferenças entre os dois componentes estão associadas a variações na demanda de dinheiro, que no Chile é notoriamente sensível a mudanças no custo para se manter a liquidez (a taxa nominal de juros) e à etapa do ciclo em que esteja situada a economia.

Efeitos sobre o investimento

O investimento nacional esteve fortemente retraído durante a primeira metade da década de 1980 e só começou a recuperar-se significativamente em seu final. A recuperação do investimento afetou a todos os componentes do mesmo. Caso se tome 1981 como base, em 1993 o investimento bruto fixo por habitante havia aumentado 45% (Quadro 8). Uma proporção apreciável dessa melhora, a qual foi muito importante, produziu-se nos dois últimos anos. Até 1989, os aumentos do coeficiente de investimento no Chile corresponderam exclusivamente a uma recuperação com relação aos níveis baixíssimos a que se

chegou em 1983-84. Somente em 1993 o coeficiente entre o investimento fixo e o PIB superou os valores máximos que havia alcançado na década de 1960.³³ Dado o forte investimento em setores de exportação no segundo quinquênio da década de 1980, em particular os vinculados aos investimentos externos, o fraco desempenho do investimento global parecia estar indicando que, à exceção das exportações relacionadas com as matérias-primas, o investimento na maioria dos outros setores (principalmente na indústria manufatureira) atrasou notoriamente durante a década de 1980.

Quadro 8
Indicadores do investimento real, 1981-94

	Investimento bruto fixo (% do PIB)		Investimento bruto fixo real p/c ^a (1981 = 100)	Importação de bens de capital p/c ^c (1981 = 100)
	Antigas contas nacionais ^a	Novas contas nacionais ^b		
1981	19,4	23,2	100,0	100,0
1982	13,8	15,8	60,7	49,7
1983	12,1	13,7	50,7	28,3
1984	13,6	16,3	59,2	40,4
1985	14,6	17,7	64,0	45,3
1986	14,8	17,1	67,4	46,4
1987	16,3	19,6	77,0	62,5
1988	16,8	20,8	83,9	69,9
1989	18,4	23,5 ^d	99,6	93,2
1990	19,3	23,1 ^d	104,8	94,2
1991	18,0	21,1 ^d	102,1	81,2
1992 ^c	19,6	23,9 ^d	120,8	106,6
1993 ^c	22,5	26,5 ^d	144,6	123,5
1994 ^c	22,4	26,3 ^d	148,2	125,3

^a Pesos de 1977.

^b Pesos de 1986.

^c Encadeamento das classificações "antiga" e "nova" do Banco Central; deflacionado pelo índice de preços externos do Chile.

^d Cifras provisórias.

Fonte: Cálculos baseados nos dados do Banco Central do Chile e notas do Quadro 6.

Impacto geral dos fluxos de capital

É difícil avaliar até que ponto os fluxos de capital contribuíram para aumentar o investimento. Pode-se distinguir cinco efeitos principais: a) o resultado direto e positivo do

investimento externo direto; b) um possível impacto devido ao relaxamento da restrição da balança de pagamentos, que poderia ter permitido uma normalização da demanda efetiva e aumentado a capacidade do país para importar bens de capital; c) se o investimento estava constringido por falta de acesso ao crédito (em outras palavras, se a taxa de juros por si só não equilibrava o mercado de crédito), os aumentos na liquidez, produto dos fluxos de capital e da conseqüente acumulação de reservas internacionais, poderiam ter afetado favoravelmente o investimento; d) a valorização cambial que ocorreu como um dos efeitos da afluência de capitais poderia desestimular o investimento em itens comercializáveis, mas também incentivou o investimento por meio do barateamento dos bens de capital, os quais em sua maioria são importados; e) os efeitos sobre o ambiente macroeconômico em que operam os eventuais investidores.

Os efeitos dos fluxos de capitais sobre a distribuição do investimento entre itens comercializáveis e não-comercializáveis poderiam ter sido consideráveis. A valorização do peso, na medida em que excede os aumentos líquidos da produtividade, tende a afetar adversamente o investimento em itens comercializáveis (e, particularmente, os exportáveis, que foram o motor de recuperação da economia chilena desde meados da década de 1980), já que então afeta desfavoravelmente sua rentabilidade. Isso pode ser particularmente significativo em projetos marginais de exportações de manufaturas, o setor mais dinâmico das exportações chilenas e responde de forma mais elástica a uma taxa de câmbio favorável, como demonstram os trabalhos empíricos disponíveis (CEPAL, 1995b, Cap. IV). As valorizações cambiais também têm um efeito expansivo sobre a atividade econômica a curto prazo (porque fazem subir os ingressos reais). Conseqüentemente, o efeito acelerador tenderia a aumentar o investimento a curto prazo e a diminuí-lo a médio prazo.

É pouco provável que os impactos sobre o investimento dos fluxos recentes de capitais tenham operado por meio da via de relaxamento de restrições potenciais à disponibilidade de divisas. Como se afirmou anteriormente, a abundância de divisas que a economia chilena experimentou deveu-se a uma variedade de fatores, sendo a mais importante a mudança favorável na conta-corrente (Quadro 2), liderada inicialmente por uma acentuada melhora do preço do cobre a partir de 1987. No que se refere à disponibilidade de crédito ao setor privado, não há dúvida de que as condições externas tornaram-se mais favoráveis nos últimos anos, já que os credores chilenos, em particular os bancos e algumas grandes empresas, puderam voltar-se para os mercados internacionais de crédito. Se é que existia uma restrição creditícia que operava por vias adicionais à taxa de juros, a retomada dos empréstimos voluntários a bancos e empresas chilenas poderia ter contribuído para relaxar tal restrição. Além disso, todas as empresas, inclusive as que não têm acesso ao mercado internacional de capital, beneficiaram-se de uma demanda efetiva que pela primeira vez em duas décadas situou-se perto da fronteira produtiva por cinco anos. Essa é uma determinante decisiva para o bom desempenho do investimento.

Taxa de câmbio, investimento em itens exportáveis e importações de bens de capital

É particularmente interessante estudar o efeito indireto da afluência de capitais estrangeiros sobre o investimento em itens exportáveis, principalmente em manufaturas, por

seu impacto sobre a taxa de câmbio. Infelizmente, não existe informação desagregada do investimento por setores da atividade econômica e nos setores de itens exportáveis. O desenvolvimento econômico chileno durante as duas últimas décadas esteve intimamente ligado à expansão e diversificação das exportações. O comportamento mais dinâmico foi o das exportações de produtos primários que não o cobre e as semimanufaturas a ele associadas. As exportações de manufaturas propriamente ditas também aumentaram a taxas bem elevadas, mas desde níveis iniciais muito baixos. A taxa de câmbio tem sido uma variável fundamental para explicar o comportamento da oferta exportável (Moguillansky e Titelman, 1993). O único subperíodo no qual o volume das exportações manufatureiras contraiu-se (enquanto as de produtos baseados em recursos não-mineirais cresceram mais lentamente) é o que vai de 1979 a 1983. É interessante observar que durante o período de 1978 a 1982 produziu-se a forte revalorização da taxa de câmbio associada à grande entrada de empréstimos bancários ocorrida durante o período anterior.

Isso explica por que as autoridades dispensaram tão alta prioridade às medidas para moderar a valorização da taxa de câmbio, apesar de suas implicações com respeito à inflação.

Numa economia pequena e aberta como a chilena, uma valorização não só tem efeitos sobre a alocação de recursos entre os setores de itens comercializáveis e não-comercializáveis como também afeta a taxa de crescimento a longo prazo.³⁴ O crescimento do setor de itens não-comercializáveis (igualmente ao dos setores substituidores de importações) tem um limite estreito, determinado pelo porte do mercado interno. O aumento das exportações geralmente não está sujeito a essas limitações, principalmente quando sua expansão vem acompanhada por um processo de diversificação quanto a produtos e mercados de destino. Além disso, é mais provável que os benefícios das economias de escala e aprendizagem possam ser obtidos exportando mais do que produzindo apenas para o mercado interno.

A taxa de câmbio pode também afetar o investimento por meio de seu impacto sobre o custo de bens de capital, a maior parte dos quais é importada numa economia como a chilena. Esse efeito pode ter sentido contrário ao associado com os investimentos em itens exportáveis: quanto mais depreciado esteja a taxa de câmbio real, mais altos serão os custos de reposição de bens de capital, e isso poderia desestimular o investimento. No entanto, mesmo quando uma desvalorização cambial afeta negativamente o investimento por meio do efeito do preço dos bens de capital, se é levada a uma taxa de crescimento de exportações e do PIB mais alta, o investimento total poderia aumentar (efeito entrada da desvalorização). O que interessa investigar é a importância relativa desses efeitos.

Num estudo recente (Assael e Rojas, 1993), estimam-se funções desagregadas da demanda de importações. Em relação às importações de bens de capital, ao estimar a equação de co-integração os autores descobrem que elas têm uma elasticidade negativa em relação à taxa de câmbio real de 0,24 e uma elasticidade positiva em relação à formação bruta de capital fixo de 1,15 (que é a escala variável utilizada pelos autores). Uma vez que obtêm uma relação de co-integração, estima-se um modelo de correção de erros. Nesse modelo, a elasticidade com relação à taxa de câmbio fica negativa e seu valor no curto prazo é de 0,32. Portanto, ambas as estimativas apontam para um efeito com o sinal esperado, mas de uma magnitude relativamente baixa.

Um estudo realizado por Solimano (1990) apresentou sob nova luz os elementos determinantes do investimento. Solimano estima um modelo de três equações simultâneas para o investimento, o q de Tobin (aproximado pelo índice de preços reais das ações) e o ingresso real. Os resultados da estimativa desse modelo indicam que o investimento fica afetado pelo nível de crédito ao setor privado mas que ele não é muito importante em termos quantitativos. Por outro lado, o impacto da taxa de câmbio sobre o investimento é complexo. A curto prazo, a supervalorização cambial pode aumentar a rentabilidade do investimento por uma redução no preço de reposição do capital, substituindo uma expansão no investimento que não é sustentável e que concentra-se em setores "errados" (os produtores de itens não-comercializáveis). Num prazo mais longo, o impacto de uma desvalorização real pode tornar-se positivo porque aumenta o valor do capital instalado no setor de itens comercializáveis, e esse efeito chega a ser maior do que o do aumento do custo do investimento, uma vez que a importância relativa desse setor da economia cresce e a dependência de bens de capital importados diminui.

Como já se observou, uma desvalorização real da taxa de câmbio tem importantes efeitos positivos sobre as exportações, embora estas variem setorialmente (Moguillansky e Titelman, 1993). O que por sua vez tem um impacto positivo sobre o crescimento econômico e deveria refletir-se no aumento do investimento total, aumentando portanto as importações de bens de capital. Conseqüentemente, é provável que uma desvalorização real, ao afetar positivamente as exportações e os bens substitutos das importações, tenha um efeito positivo líquido sobre o investimento por seus efeitos sobre a demanda agregada, apesar do encarecimento que produziria no preço dos bens de capital.

Conclusões

A experiência chilena demonstra que, para conseguir simultaneamente o ingresso de capitais, a manutenção de certo controle sobre as políticas cambial e monetária e um aumento da poupança nacional, costuma-se exigir um elevado nível de intervenção esterilizadora e de regulamentação das afluências de capitais de curto prazo. O êxito dessa estratégia repousa em aspectos macrofinanceiros que competem ao Banco Central e ao Ministério da Fazenda.

A experiência chilena ressalta a importância de se adotar uma posição pragmática em torno da regulamentação dos movimentos de capitais. Em geral, modificaram-se as regulamentações com uma perspectiva de manter o estímulo de atrair capitais ao país, mas procurando minimizar os efeitos transitórios indesejados que pudessem recair sobre a estabilidade macroeconômica e sobre a alocação de recursos.

Uma manifestação desse pragmatismo é um processo gradual, reflexo da vontade das autoridades econômicas de identificar se a afluência de financiamento externo constitui um choque externo transitório ou permanente. Isso permite diminuir os custos e maximizar os benefícios de se dispor de tais recursos. A combinação de elementos que se utilizaram para esses propósitos foi a de regulamentar os movimentos especulativos de curto prazo mediante encaixes, quotas e comissões, assim como a de intervir no mercado cambial mediante a flutuação suja, dentro de uma banda que se movimenta em torno de um

valor de referência definido por uma cesta de moedas e da esterilização do efeito monetário da maior disponibilidade de divisas.

É difícil atribuir a situação de abundância de fundos externos exclusivamente à política econômica interna. A abundância é comum a países com políticas diferentes. Existem importantes fatores externos que estão operando para desviar capitais externos para a América Latina (Calvo *et al.*, 1993), e o Chile é um importante receptor desses capitais. A recuperação dos níveis de atividade econômica e das taxas de juros externos pode causar inversões desestabilizadoras nos fluxos de capitais, independentemente das políticas internas chilenas.

O componente principal dos capitais estrangeiros que entraram no Chile nos últimos anos foi o investimento externo direto. O primeiro fator importante foi uma “reposição” dos estoques do investimento externo direto, que se encontravam em níveis inusitadamente baixos em meados da década de 1980. Mas os fluxos adicionais estão também relacionados com as condições favoráveis que a economia chilena apresentava e continua apresentando para o investimento externo, particularmente em itens exportáveis nos quais o Chile tem vantagens comparativas naturais.

Outro fator importante, nos últimos anos, no interior dos fluxos de capitais são os denominados fluxos de capitais especulativos. É difícil descrever esse conceito, e neste estudo fez-se uma discussão de definições alternativas, dando-se ênfase às suas vantagens e desvantagens. A definição que encontramos está estreitamente relacionada com os movimentos de capitais privados de curto prazo. O diferencial entre a taxa interna e a taxa internacional de juros, corrigido pelas expectativas de desvalorização em condições normais, influi decisivamente nesses fluxos.

Dois fatores estruturais foram fundamentais para explicar as mudanças experimentadas nos fluxos de capital de curto prazo desde 1987. O primeiro é o problema da dívida, o qual predominou em sua forma mais aguda desde 1982 até meados de 1987. No final deste período, os preços do cobre subiram apreciavelmente e também o Chile pôde assinar um acordo de reprogramação de sua dívida com os credores externos. Além disso, as pressões sobre a dívida externa aliviaram-se, resultado do programa de conversão da dívida em capital acionário. A segunda mudança estrutural relaciona-se com as medidas cambiais adotadas para desestimular a arbitragem internacional das taxas de juros, em particular a introdução de encaixes sobre os créditos e investimentos externos de curto prazo e a maior incerteza no preço do dólar causada pela ampliação de sua banda de flutuação, juntamente com o início de um regime de flutuação suja e pela adoção de uma cesta de moedas para determinar o ponto central dessa banda. Essas políticas foram adotadas a partir de 1991 e produziram como efeito uma diminuição importante dos fluxos de capitais de curto prazo, os quais vinham sendo incentivados pela manutenção de taxas de juros nacionais que estavam muito acima das internacionais.

Conseqüentemente, longe de representar uma situação de liberalização com uma perfeita mobilidade do capital, uma taxa de câmbio fixa e na qual se perde o controle sobre a demanda agregada, o governo chileno adotou uma intervenção pragmática flexível para regulamentar a entrada de capitais e agir nos mercados financeiro e cambial para assim administrar a liquidez interna e regulamentar o gasto agregado.

O Banco Central e o Ministério da Fazenda agiram de forma coordenada para implantar essa estratégia. Seu papel consistiu no uso do mercado de capitais internos — aprofundado em consequência de uma reforma do sistema de pensões — como âmbito para esterilizar os efeitos monetários da acumulação de reservas a fim de prevenir a valorização excessiva da taxa de câmbio real. Por sua vez, tal enfoque exigiu que se fizessem economias no setor público e, portanto, que se aplicasse uma política fiscal disciplinada, na qual os recursos gerados pelos choques positivos que se manifestam nos preços de recursos naturais de propriedade do Estado são poupados para serem utilizados nos períodos de choques negativos.

Estudaram-se as diferenças entre o primeiro período de fortes entradas de capital (1978-81) e o período de 1987 a 1992. A principal diferença entre esses dois períodos fixa-se em que, no primeiro, a política monetária foi essencialmente passiva e permitiu a monetarização dos fluxos e o atraso cambial; enquanto no segundo a autoridade monetária efetivamente esterilizou uma boa parte da entrada de capitais e articulou uma série de medidas para moderar a valorização cambial. Em função disso, as taxas de juros chegaram a níveis mais altos que as que teriam prevalecido sem a esterilização e exigiram a utilização das medidas cambiais já mencionadas e restrições de custos para impedir um fluxo de capitais especulativos ainda maior. Em contrapartida, contribuiu para um equilíbrio macroeconômico mais sustentável e um desenvolvimento produtivo mais sólido, vinculado ao dinamismo exportador.

Uma parte importante dos fluxos financeiros foi destinada a comprar ativos existentes (por exemplo, os FICES e os ADRs secundários) ou a investir no exterior. Parece evidente que o IED, os créditos associados diretamente a este e às fontes multilaterais foram os que contribuíram em grande parte para complemento externo da formação de capital no Chile.

Apesar de não existirem números sistemáticos da distribuição do investimento entre comercializáveis e não-comercializáveis, as análises empíricas disponíveis para diversos países permitem concluir que a taxa de câmbio é uma variável crucial para a manutenção do dinamismo exportador, particularmente no que se refere aos produtos não tradicionais (ver CEPAL, 1995b, Cap. IV). O crescimento econômico do Chile chegou a repousar de forma crescente na ampliação constante da oferta exportável, a qual aumentou de forma notória sua participação no PIB. Essa mudança estrutural faz com que uma desvalorização cambial tenha um efeito positivo cada vez maior sobre o investimento. Isso acontece em parte porque o acervo de capital de itens exportáveis tem aumentado e, portanto, a desvalorização cambial eleva o valor do capital instalado na economia (Solimano, 1990). Por outro lado, o impacto positivo de uma desvalorização real sobre o investimento seria maior quanto maior fosse o setor exportador. À medida que cresce esse setor, os aumentos de investimento induzidos pelo efeito da desvalorização sobre os preços relativos dos itens comercializáveis passam a ser maiores que as diminuições de investimento nos setores produtores de itens não-comercializáveis. Por sua vez, o impacto multiplicador do impulso exportador sobre a economia, em seu conjunto, poderia estar exercendo um efeito-ingresso positivo sobre os setores que produzem itens não-comercializáveis e substitutos de importações.

Estas considerações explicam o esforço das autoridades para moderar a valorização real como consequência da afluência de capitais externos privados nos anos recentes.

Políticas mais pragmáticas poderiam fazer com que a taxa de câmbio se mantivesse mais próxima às bases fundamentais, em vez de guiar-se por valores transitórios fora de tendência (*outliers*). Dessa maneira se pode contribuir de forma mais efetiva para desenvolvimento da economia chilena.

Notas

1. Os autores agradecem os comentários de Guilherme Calvo, Vittorio Carbo, Rodrigo Vergara e Joaquín Vial, e as valiosas contribuições de Alvaro Calderón e Daniel Titelman.
2. A taxa de câmbio real define-se como o preço nominal do dólar multiplicado pelo quociente entre a inflação externa relevante e as taxas de inflação interna. Esta é medida pelo índice de preços ao consumidor (IPC). A inflação externa é calculada com os índices de preço ao atacadista (IPM), expressos em dólares, dos principais sócios comerciais do Chile, ponderados pela importância relativa do comércio — excluídos o petróleo e o cobre — que o Chile realiza com eles (Feliu, 1992).
3. O Banco Central (1993) publicou as novas contas nacionais (com base em 1986); estas dão taxas de investimento com inflexões semelhantes às contas baseadas no ano de 1977, mas com níveis bem mais altos que na série anterior (Quadro 8). Neste artigo trabalharemos com as contas nacionais anteriores.
4. O investimento direto efetivo inclui os ingressos líquidos de capital por meio do Decreto-lei n° 600 e Capítulo XIV, *Compendio de Normas de Câmbios Internacionais* (CNCI), do Banco Central. Somam-se a isso créditos líquidos associados ao DL 600. Aqui classificamos separadamente a capitalização de créditos externos e os investimentos realizados com letras de câmbio da dívida externa mediante o Capítulo XIX do CNCI. Quadro 1.
5. Para uma análise do manejo e impacto dos ingressos de capital em 1978-82, ver Ffrench-Davis e Arellano (1981), Ffrench-Davis (1984), Hachette e Cabrera (1989), Mizala (1985), Morandé (1988) e Ramos (1988).
6. A deprimida situação internacional provocou uma baixa nos preços dos principais produtos de exportação. No caso do cobre, por exemplo, no final de 1993 registrava-se uma baixa de 25% em relação à média de 1991-92, enquanto na celulose a baixa era de 35% e na farinha de peixe de 19%. Em 1994 esses preços mostraram uma recuperação notória.
7. Na conta de capitais da balança de pagamentos, os investimentos realizados com letras de câmbio da dívida externa registraram-se como ingressos de capital. No entanto, ao mesmo tempo são registrados como amortizações extraordinárias das dívidas que representam tais letras de câmbio.
8. Caso se considere que o investimento externo total inclui: a) os ingressos líquidos de capital por meio do DL 600 e do Capítulo XIV (investimento externo direto à vista); b) os créditos associados ao DL 600; c) a capitalização de créditos externos; e d) os investimentos realizados com letras de câmbio da dívida externa.
9. Diversas avaliações do mecanismo são apresentadas em Desormeaux (1989), Ffrench-Davis (1990) e Larrain (1988).
10. Seu valor alcançou US\$ 3,2 bilhões, isto é, aproximadamente 15% da dívida externa do Chile no início do programa de conversão. Outro mecanismo (Cap. XVIII) alcançou maior significação. Ver as referências na nota de rodapé anterior.
11. A Lei n° 18657, anexa ao DL 600, autoriza e regula o funcionamento dos fundos de investimentos de capital externo no Chile (FICE) desde setembro de 1987. Podem-se enquadrar a essa normativa as entidades organizadas como FICE que captem recursos fora do território nacional, por meio da alocação de ações em algum mercado de valores no exterior (fundos de alocação pública), ou introduziram no país capitais fornecidos diretamente por investidores institucionais estrangeiros (fundos privados), para serem destinados à compra de valores de ofertas públicas no Chile. Originalmente, os fundos somente podiam retirar-se depois de transcorridos cinco anos de seu ingresso.
12. Entre elas se encontram a Endesa, com 13% do ativo total dos fundos, a TELMEX (10%), a Andina (8%), a Enersis e a Copec.
13. Esses fundos estão em processo de dissolução; os investidores pagaram uma comissão de 3%, o que lhes permite retirar suas contribuições por meio do mercado cambial informal e os dispensa de cumprir o prazo de

espera estabelecido inicialmente para a repatrição de capital introduzindo por meio da conversão da dívida (doze anos para os fundos de investimento). Em fins de 1993 permaneciam no Chile apenas US\$ 30 milhões do investimento original.

14. A situação modificou-se posteriormente. Colocações mais recentes, por exemplo em julho de 1994, foram vendidas com um desconto de 15% (Embotellador Andina) e de 10% (Chilquinta), em relação ao seu preço local anterior.

15. A emissão de novas ações no mercado de bolsa de valores chileno continua sendo notoriamente baixa. Em 1992-93, somente o equivalente a US\$ 60 milhões e US\$ 95 milhões, respectivamente, foram emitidos e vendidos na Bolsa de Comércio de Santiago.

16. Diante do desaparecimento de créditos voluntários, destacam-se os créditos dos organismos financeiros multilaterais e os créditos frescos de médio prazo do banco internacional outorgados ao Banco Central e à Tesouraria no contexto das renegociações da dívida. Em contraste com outros países da América Latina, o Chile contou com transferências líquidas significativas dos credores multilaterais, os quais facilitaram forte ajuste estrutural realizado pela economia nacional (Damill, Fanelli e Frenkel, 1992; Ffrench-Davis, 1992).

17. Outros credores no exterior cumpriram suas exigências de caixa pagando ao Banco Central uma comissão de custo equivalente.

18. O mecanismo legal por meio do qual se realizou esse tipo de operações é o Capítulo XII do CNCI. Esse instrumento legal estabelecia que as remessas de divisas destinadas a efetuar investimentos ou contribuições de capital no exterior deviam efetuar-se exclusivamente no mercado formal e com a autorização do Banco Central. A partir de abril de 1991, essa cláusula foi modificada e permitiu-se a compra de divisas no mercado informal e a posterior notificação ao Banco Central. Em 1991-92, a maior parte da saída de capital efetuava-se por meio do mercado informal. No entanto, os investidores preferem, ultimamente, o mercado formal, porque a Argentina e o Chile assinaram um tratado sobre dupla tributação que se aplica somente aos investimentos realizados por meio do mercado oficial.

19. Em março de 1992, 60% do capital acionário da Central Puerto foi adjudicado às empresas chilenas Chilgener (49,5%) e Chilectra Quinta Región (10,5%) em US\$ 92 milhões. Em maio de 1992, 60% da Central Térmica Costanera foi adjudicado ao consórcio formado pelas empresas chilenas Endesa (30% e operador), Enersis (9%), Chilectra (3%), a argentina Pérez Compac (15%) e a norte-americana Public Services of Indiana (3%) em US\$ 90 milhões. Em julho de 1992, 51% da empresa distribuidora Edesur foi vendida ao mesmo consórcio que se adjudicou à licitação da Central Costanera em US\$ 511 milhões. No entanto, essas participações, por se tratar de um negócio diferente da geração, foram majoritárias para as empresas chilenas Enersis e Chilectra, que concentraram 20%, o que somado aos 5% da Endesa eleva a 25% a participação chilena.

20. Ver as estimativas do hiato entre a demanda efetiva e a fronteira produtiva em Ffrench-Davis e Muñoz (1990) e Marfán (1992).

21. Em 1988, o PIB *per capita* estava 3% abaixo do de 1981, para em seguida superá-lo em 25% em 1993 (Quadro 6, linha 1). O investimento começou a dar sinais de recuperação a partir de 1987, superando somente em 1989 o nível *per capita* que tinha em 1981 para excedê-lo em 45% em 1993.

22. Em Helpman, Leiderman e Bufman (1993) desenvolve-se uma análise comparativa das bandas cambiais no Chile, Israel e México.

23. O encaixe não pode aplicar-se às “antecipações de compradores” e às importações em cobrança, as quais não são consideradas operações de crédito pela lei vigente. Os depósitos em moeda estrangeira, em junho de 1991, continuaram a apresentar os encaixes de 4% (à vista) e 10% (a prazo), os quais afetam todos os depósitos. Ambas as taxas elevaram-se ao nível das taxas dos créditos externos em janeiro de 1992.

24. Antecedentes sobre o critério de cálculos encontram-se em Banco Central (1992), Quadros 4 e 5.

25. O investimento dos bancos em ativos externos não-arriscados não tem operado em grande escala, porque a rentabilidade é superior no Chile; e tampouco até agora, no caso das AFP. Por outro lado, foram deslocados os créditos comerciais, pois os bancos locais podiam captar uma margem de intermediação (*spread*) alta. No entanto, em pouco tempo situações de não-cumprimento ou solvência dos credores, com perda para os bancos nacionais, levaram o Banco Central a suspender novas operações.

26. No primeiro semestre de 1994, somente 2-3% do valor exportado não foi retornado ao MCF.
27. Aqui nos centraremos apenas nos aspectos mais relacionados com a política cambial e com os movimentos financeiros. Há outros temas de grande interesse, como as implicações de diferentes formas de efetuar as operações de mercado aberto e a política com relação à curva de rendimento das taxas de juros.
28. No entanto, os ingressos de capitais acentuaram-se até 1981, atraídos pela paulatina valorização e por um notório “curto-prazismo”.
29. É evidente que nas decisões dos investidores influem as expectativas de desvalorização. No entanto, dada a dificuldade de medir tais expectativas, estimou-se a margem observada *ex-post* do período.
30. O Banco Central estimou em 1992 as perdas por diferenças de rentabilidade entre seus ativos e passivos em US\$ 359 milhões, ou aproximadamente 1% do PIB (Banco Central do Chile, 1992, p. 51). Mais ou menos a metade dessas perdas são atribuíveis à diferença de rentabilidade entre as reservas em moeda estrangeira e as letras de câmbio que o Banco teve que emitir para esterilizar os efeitos monetários de sua acumulação.
31. Ver, por exemplo, Arrau e Quiroz (1992) para um estudo que apóia essa tese de superestimativa.
32. O setor público mantém a responsabilidade de pagar as pensões dos que já se aposentaram, assim como um bônus de reconhecimento a todos afiliados ao sistema antigo que se incorporam ao novo. Por sua vez, o fluxo de ingressos transferiu-se do setor público para as administradoras privadas. Para a carga fiscal dessa operação, estima-se que subirá de um equivalente a 1,2% do PIB na data do seu início (1981) a um máximo de 4,8% do PIB no início da década de 1990, para em seguida declinar gradualmente para 2,4% em torno do ano 2010 (Arrau, 1992)
33. Antecedentes para o período 1950-89 são examinados em French-Davis e Muñoz (1990).
34. Referimo-nos às valorizações não apoiadas em fatores que influem no nível de equilíbrio da taxa de câmbio a longo prazo. É normal observar que, à medida que uma economia se desenvolve em comparação com o resto do mundo, a taxa de câmbio valoriza-se devido a uma persistente melhoria da produtividade dos fatores, que tende a inclinar-se em a favor dos itens comercializáveis.

Referências bibliográficas

- AGOSIN, M., FUENTES, R. e LETELIER, L. (1993), *Los Capitales Extranjeros en las Economías Latinoamericanas: El Caso de Chile*, Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), Rede de Centros de Pesquisa Aplicada, Washington, D.C.
- AKYUZ, Y. (1993), “Financial liberalization: the key issues”, in AKYUZ, Y. e HELD, G. (orgs.), *Finance and the real economy: issues and case studies in developing countries*, CEPAL/UNCTAD/WIDER, S.R.V. Impressos, Santiago.
- ARRAU, P. (1992), “El nuevo régimen previsional chileno”, Seminário Internacional de Reformas no Regime de Pensão, Bogotá, Colômbia, 20-21 maio, 1992.
- ARRAU, P. e QUIROZ, J. (1992). “Ahorro fiscal & tipo de cambio real”, *Cuadernos de Economía*, nº 88, Santiago, dezembro.
- ASSAEL, P. e ROJAS, P. (1993), “Un análisis econométrico de la demanda por importaciones desagregadas en Chile: 1960-1992”, Banco Central do Chile, inédito, Santiago, setembro.
- BANCO CENTRAL DO CHILE (1992), *Evolución de la economía en 1992 y perspectivas para 1993*, Santiago, setembro.
- _____ (1993), *Evolución de la Economía en 1993 y Perspectivas para 1994*, Santiago, setembro.
- BANCO MUNDIAL (1993), *Diez Anos Después de la Crisis de la Deuda*, Oficina Regional da América Latina e Caribe, Washington, D.C., setembro.
- BUDNEVICH, C. e CIFUENTES, R. (1993), “Manejo macroeconómico de los flujos de capitales de corto plazo: la experiencia de Chile”, *Colección Estudios CIEPLAN*, nº. 38, Santiago, dezembro.
- CALVO, G., LEIDERMAN, L. e REINHART, C. (1993), “Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors”, *IMF Staff Papers*, vol. 40, nº 1, Fundo Monetário Internacional (FMI), Washington, D.C., março.

- CEPAL (1995a), *Estudio Económico de América Latina y el Caribe: Chile, 1994-95*, Santiago, janeiro.
- _____ (1995b). *Políticas para Mejorar la Inserción en la Economía Mundial*, Santiago.
- CORBO, V., DE MELO, J. e TYBOUT, J. (1987), "¿Por qué fracasaron las recientes reformas en el Cono Sur?", in ROCA S. (org.), *Estabilización y Ajuste Estructural en América Latina*, Editorial Universo, Lima.
- DAMILL, M., FANELLI, J. M. e FRENKEL, R. (1992), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta, Chile", *Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL)*, inédito, Santiago, agosto.
- DEPARTAMENTO DE ECONOMIA, UNIVERSIDADE DO CHILE (1993), *Comentarios sobre la Situación Económica*, Santiago, dezembro.
- DESORMEAUX, J. (1989), "La inversión extranjera y su rol en el desarrollo de Chile", série *Documento de Trabajo*, nº 119, Instituto de Economía, Pontificia Universidade Católica do Chile, Santiago, julho.
- FELIU, C. (1992), "Inflación externa y tipo de cambio real: nota metodológica", *Serie de Estudios Económicos*, nº 37, Banco Central do Chile, Santiago.
- FFRENCH-DAVIS, R. (1982), "Deuda externa y balanza de pagos de América Latina: tendencias recientes y Perspectivas", *Progreso económico y social en América Latina. Informe 1982*, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Washington, D.C.
- _____ (1984), "Deuda externa, liberalización financiera y crisis en Chile", *América Latina: Deuda, Crisis y Perspectivas*, Instituto de Cooperación Iberoamericana (ICI), Ediciones Cultura Hispánica, Madrid e in *Colección Estudios CIEPLAN*, nº 11, dezembro, 1983.
- _____ (1990), "Conversión deuda-capital en Chile", *Cuadernos de Economía*, ano 27, nº 82, Santiago, dezembro.
- _____ (1992), "Adjustment and conditionality in Chile, 1982-88", in RODRÍGUEZ, E. e GRIFFITH-JONES, S. (orgs.), *Cross-conditionality, Banking Regulations and Third World Debt*, Macmillan, Londres.
- FFRENCH-DAVIS, R. e ARELLANO, J. P. (1981), "Apertura financiera externa: la experiencia chilena en 1973-80", *Colección Estudios CIEPLAN*, nº 5, Santiago, julho.
- FFRENCH-DAVIS, R., LEIVA, P. e MADRID, R. (1991), "La apertura comercial en Chile: experiencias y perspectivas" (UNCTAD/ITP/68), *Estudios de Política Comercial*, nº 1, UNCTAD, Nações Unidas, Nova York.
- FFRENCH-DAVIS, R. e MUÑOZ, O. (1990), "Desarrollo económico, inestabilidad y desequilibrios políticos en Chile: 1950-89", *Colección Estudios CIEPLAN*, nº 28, Santiago, junho.
- FISCHER, B. e REISEN, H. (1992), "Towards capital account convertibility", *Policy Brief*, nº 4, Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), Paris.
- FONTAINE, J. A. (1988), "Los mecanismos de conversión de deuda en Chile", *Estudios Públicos*, nº 30, Centro de Estudios Públicos, Santiago.
- _____ (1993), "Transición económica y política en Chile (1970-1990)", *Estudios Públicos*, nº 50, Centro de Estudios Públicos (CEP), Santiago.
- HACHETTE, D. e CABRERA, A. (1989), "The capital account liberalization in Chile, 1974-82", *Documento de Trabajo*, nº 120, Instituto de Economía, Universidade Católica de Chile, Santiago.
- HELD, G. (1993), "Bank regulation, liberalization and financial instability in Latin America and Caribbean countries", in AKYUZ, Y. e HELD, G. (orgs.), *Finance and the Real Economy: Issues and Case Studies in Developing Countries*, ECLAC/UNU-WIDER/UNCTAD, S.R.V. Impresses, Santiago.
- HELPMAN, E., LEIDERMAN, L. e BUFMAN, G. (1993), "A new breed of exchange rate bands: Chile, Israel and Mexico", Tel Aviv University, mimeo, setembro.
- IGLESIAS, A. e ACUÑA, R. (1991), *Sistema de Pensiones en América Latina. Chile: Experiencia com un Régimen de Capitalización 1981-1991*, S.R.V. Impresses, Santiago.
- LABÁN, R. e LARRAIN (1993), "Can a liberalization of capital outflows increase net capital inflows?", *Documento de Trabajo*, nº 155, Instituto de Economía, Universidade Católica do Chile, Santiago.
- LARRAIN, F. (1988), "Debt-reduction schemes and the management of Chilean debt", Banco Mundial, inédito, Washington, D.C., dezembro.

- MARFAN, M. (1992), "Reestimación del PGB potencial en Chile: implicancias para el crecimiento", *Cuadernos de Economía*, año 29, n° 87, Santiago, agosto.
- MIZALA, A. (1985), "Segmentación del mercado de capitales y liberalización financiera", *Notas Técnicas*, n. 69, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN), Santiago, março.
- _____ (1992), "Las reformas económicas de los años setenta y la industria manufacturera chilena", *Colección Estudios CIEPLAN*, n° 35, número especial, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN), Santiago, setembro.
- MOGUILLANSKY, G. e TITELMAN, D. (1993), "Estimación econométrica de funciones de exportación en Chile", *Estudios de Economía*, vol. 20, n° 1, Santiago, junho.
- MORANDÉ, F. (1988), "Apreciación del peso y entrada de capitales externos. ¿Cuál viene antes? (Chile, 1977-82)", in MORANDÉ, F. e SCHMIDT-HEBBEL, K. (orgs.), *Del Auge a la Crisis de 1982: Ensayos sobre Liberalización Financiera y Endeudamiento en Chile*, ILADES, Santiago.
- RAMOS, J. (1988), "Auge y caída de los mercados de capitales en Chile", in MORANDÉ, F. e SCHMIDT-HEBBEL, K. (orgs.), *Del Auge a la Crisis de 1982: Ensayos sobre Liberalización Financiera y Endeudamiento en Chile*, ILADES, Santiago.
- REISEN, H. (1993), "Efectos de las corrientes de capital sobre la base monetaria", *Revista de la CEPAL*, n° 51, dezembro.
- REPETTO, A. (1992), "Determinantes de largo plazo del tipo de cambio real: aplicación al caso chileno (1969-90)", *Colección de Estudios*, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica, Santiago, dezembro.
- ROMAGUERA, P. (1991), "Las fluctuaciones del precio del cobre y su impacto en la economía chilena", *Notas Técnicas*, n° 143, Corporación de Investigaciones Económicas para Latinoamérica (CIEPLAN), Santiago, outubro.
- SOLIMANO, A. (1990), "Inversión privada y ajuste macroeconómico: la experiencia chilena en la década de los 80", *Colección Estudios CIEPLAN*, n° 28, Santiago, junho.
- UTHOFF, A. (1992), "Estabilización y precios relativos, el desafío de reducir la inflación a un dígito", *Proyecto Regional sobre Políticas Financieras para el Desarrollo*, CEPAL/PNUD, Santiago.
- VALDES, S. (1993), "Ajuste estructural en el mercado de capitales: la evidencia chilena", in WISECARVER, D. (org.), *El Modelo Económico Chileno*, Instituto de Economía, Universidad Católica de Chile/Centro Internacional para el Desarrollo, Santiago.
- WILLIAMSON, J. (1992), "Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales", *Estudios de Economía*, vol. 19, n° 2, Departamento de Economía, Universidad de Chile, Santiago, dezembro.
- ZAHLER, R. (1992), "Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales", *Revista de la CEPAL*, n° 48, Santiago, dezembro.

FLUXOS DE CAPITAL: O CASO DO MÉXICO

José Angel Gurria

Introdução

Durante os seis anos que se seguiram à crise da dívida de 1982, a maioria dos países devedores da América Latina encontraram-se em uma situação radicalmente distinta à que presenciaram na década de 1970, já que, de receptores de volumosos fluxos de capital externo, principalmente via endividamento externo, converteram-se em exportadores líquidos de capital em montantes significativos. No entanto, a partir do segundo semestre de 1989 começou-se a observar uma mudança pronunciada nessa tendência, a tal ponto que vários países da América Latina, entre eles o México, têm figurado na lista dos mercados emergentes mais dinâmicos do globo.

Dessa maneira, da perspectiva dos países em desenvolvimento, um dos aspectos mais relevantes do chamado processo de globalização do sistema financeiro internacional é a grande quantidade de capitais que tem afluído para essas nações nos últimos quatro anos, assim como os desafios que esse fenômeno esboça no que concerne ao manejo da política monetária e da taxa de câmbio de cada país, com o objetivo de evitar efeitos adversos sobre a demanda agregada e a inflação. A esse respeito criaram múltiplas inquietudes que vão desde as tentativas de explicar as causas que têm originado a mudança de direção dos fluxos de capital privado até uma preocupação compreensível de prever o grau de permanência desses capitais nos países receptores e a maneira mais apropriada de abordar a política econômica para evitar impactos macroeconômicos indesejáveis. Mas é óbvio que a preocupação principal dos governos concentra-se em encontrar os meios que permitam tirar vantagem da conjuntura atual para financiar o desenvolvimento de atividades produtivas, assim como, em uma perspectiva a longo prazo, e pôr em marcha ações que promovam as correntes de fluxos de capital contínuas, suficientes e, sobretudo, previsíveis.

Os fatores que explicam a drástica modificação tanto na direção dos fluxos de capital como em sua composição são de ordem interna e externa. Entre os primeiros encontram-se os resultados positivos dos programas de reforma econômica aplicados por vários países subdesenvolvidos, pois é inegável que a instrumentação de uma política econômica consistente e os progressos na estabilização têm criado um ambiente favorável para realizar investimentos, sem perder de vista que precisamente um dos efeitos da política monetária restritiva, que tem acompanhado os programas de estabilização, vem sendo a manutenção

de elevadas taxas reais de juros. Adicionalmente, uma grande parte dos países subdesenvolvidos tem estruturado sua dívida externa sobre bases permanentes, normalizando suas relações financeiras com o exterior.

Entre os fatores de ordem externa estão os avanços do tipo tecnológico, que se traduzem em uma constante inovação de produtos e serviços financeiros, assim como a mobilização a uma velocidade quase instantânea de uma enorme quantidade de capitais. Do mesmo modo, a tendência à desregulamentação dos mercados financeiros, tanto de países industrializados como subdesenvolvidos, tem possibilitado reduzir os custos de transação e aumentar o espectro de possibilidades de investimento. Ao se manterem imersos em um contexto internacional recessivo e incerto, caracterizado por uma forte contração das economias mais importantes, o enfraquecimento do dólar e a redução em níveis historicamente baixos das taxas de juros, têm contribuído indubitavelmente para o notável crescimento do fluxo de capitais para alguns países subdesenvolvidos.

No presente trabalho estudam-se as tendências dos fluxos de capitais para o México durante os últimos vinte anos. Nesse intervalo é possível distinguir três subperíodos: a) de 1971 ao primeiro semestre de 1982, quando houve uma afluência considerável de capital externo, principalmente por meio dos créditos dos bancos comerciais internacionais; b) do final de 1982 ao primeiro semestre de 1989, momento em que se suspenderam os créditos voluntários e o país converteu-se em exportador líquido de capital; e c) do segundo semestre de 1989 em diante, quando ocorreu o retorno aos mercados externos de capital. O último subperíodo constitui a parte central deste documento. Nele são analisadas as formas que o México adotou no retorno aos mercados voluntários de capital, as profundas modificações econômicas e as regras que permitiram a captação de novas modalidades de investimento estrangeiro e o papel das políticas monetária e de taxa de câmbio na absorção dos fluxos de capital excedentes. Finalmente, apresentam-se as conclusões do trabalho.

Principais características dos fluxos de capital externo que afluíram ao México entre 1971 e 1982

Tradicionalmente, o México, como qualquer outro país subdesenvolvido, tem recorrido ao financiamento externo para cobrir suas necessidades de investimento, devido à insuficiente geração de poupança interna. O que tem variado, através do tempo, é a composição das fontes de recursos externos. Durante o período que compreende as décadas de 1940 à de 1960, esse financiamento originou-se em sua maior parte de investimento estrangeiro direto e de créditos oficiais. Nos anos 70, o surgimento e o desenvolvimento dos mercados de eurodólar e a reciclagem de petrodólares provocaram um aumento considerável da oferta de financiamento externo de fontes privadas, colocando os bancos comerciais como os principais prestamistas do país.

Mas, além disso, nos primeiros anos da década de 1970, em alguns círculos acadêmicos e governamentais, começou-se a questionar as vantagens de promover a afluência de investimento externo direto. Essas inquietações refletiram-se nas restrições contidas na "Lei para promover o investimento mexicano e regulamentar o investimento externo", que entrou em vigor em 1973. Nela, estabeleceram-se as áreas reservadas exclusivamente ao Estado e aos mexicanos.¹

Assim, o fluxo de investimento externo direto, que havia aumentado a uma taxa média anual de 10% entre 1959 e 1970, cresceu apenas 4% ao ano, em média, entre 1971 e 1976. Ainda que essa contração não possa ser atribuída unicamente a uma mudança de tipo legal, sem dúvida ela foi um dos elementos que contribuíram para provocá-la.

De forma simultânea ao aumento da oferta de fundos de crédito do exterior, motivado pelo auge dos euromercados, a política econômica do governo mexicano começou a dar um giro de 180 graus com respeito à política do "desenvolvimento estabilizador". As metas de inflação de um dígito e de finanças públicas equilibradas cederam lugar a uma estratégia de crescimento baseada no aumento substancial do gasto público. Dado que não houve uma tentativa de aumentar as receitas fiscais, a brecha fechou-se com o endividamento externo. Entre 1972 e 1982, o saldo da dívida externa cresceu 28% em média ao ano, significando que seu ritmo de crescimento foi o mais alto neste século. Entretanto, o déficit público aumentou constantemente, até alcançar 16,9% do PIB em 1982, contra uma porcentagem de 4,5% em 1972.²

Nesse cenário, valorizou-se substancialmente a taxa de câmbio real, o que, em um sistema financeiro escassamente desenvolvido e pouco apto a oferecer instrumentos atrativos em contextos inflacionários, provocou uma saída considerável de divisas com caráter especulativo (fuga de capitais). Estima-se que entre 1973 e 1982 saíram do país ao redor de US\$ 26 bilhões por essa via.³

É conveniente esclarecer que entre 1954 e 1976 a política de câmbio mexicana caracterizou-se pela manutenção de uma taxa de câmbio fixa (com uma paridade de 12,5 pesos por dólar), com livre conversão e sem restrições à mobilidade de capitais. Com a taxa de câmbio fixa, o déficit da conta-corrente ajustou-se mediante os seguintes mecanismos: a) variações das reservas internacionais; b) o aumento da proteção efetiva (isto é, encarecimento das importações); e c) o estabelecimento de incentivos fiscais à exportação (barateando as exportações). Na realidade, essas medidas agravaram o desequilíbrio fiscal e retiraram competitividade no plano produtivo.

Pouco a pouco a economia foi entrando em um círculo vicioso que tirou considerável liberdade da política econômica. Como efeito, o déficit fiscal, ao expandir a demanda agregada, produzia um aumento do déficit da conta-corrente e este se contra-retirava, reduzindo as reservas internacionais, contraindo maiores créditos externos e/ou aumentando a proteção efetiva e os incentivos fiscais à exportação. As duas últimas medidas afetavam negativamente o déficit público, sendo que a primeira gerava instabilidade na taxa de câmbio e instigava tanto a crescente dolarização dos ativos financeiros como as fugas de capital; as últimas, por sua vez, aumentavam as requisições de endividamento externo, afetando negativamente o déficit público.

A deterioração das finanças públicas, o aumento da inflação, a fuga de capitais e o desequilíbrio externo, mais a contração do investimento privado, conduziram à desvalorização da taxa de câmbio em 31 de agosto de 1976. Entre essa data e 30 de novembro de 1976, adotou-se um regime de taxa de câmbio flutuante que conduziu, finalmente, a uma desvalorização de 80%. Entre dezembro de 1976 e agosto de 1982, aplicou-se um sistema de deslizamento controlado que até fevereiro de 1982 operou em nível formal, já que a taxa de câmbio permaneceu praticamente sem variações.

No período compreendido entre 1978 e 1981, o investimento público disparou consideravelmente (duplicou em termos reais). O motivo principal do referido aumento foi a expan-

são do setor petrolífero, quando havia expectativas muito favoráveis a médio prazo sobre os preços do combustível no mercado internacional. Uma boa parte desse investimento foi financiada com recursos externos. Proporcionalmente, os fluxos de capitais externos para o país continuaram mostrando o predomínio dos empréstimos dos bancos comerciais; o saldo da dívida pública externa registrou uma taxa média anual de crescimento de 28% nesses anos. Contudo, também houve um crescimento importante do investimento externo direto, cujo saldo aumentou a uma taxa de 19% ao ano, em média, nesse mesmo período.

Aos volumosos fluxos de capitais externos juntou-se a afluência de divisas por exportação de petróleo. Apesar da realização de mudanças de grande importância na política monetária, como foi o caso da introdução dos Certificados da Tesouraria (Cetes), um instrumento mais prático para o financiamento do déficit público que, além disso, possibilitou a realização de operações de mercado aberto, continuou-se a utilizar o encaixe legal como mecanismo de controle monetário. Assim, no início, o uso de Cetes não teve um grande impacto sobre o controle da liquidez da economia e, por conseguinte, sobre a esterilização de parte dos efeitos monetários da enorme quantidade de capitais externos que afluíram ao país entre 1978 e 1981. Contudo, a partir de 1979 tentou-se dar maior flexibilidade às taxas de juros, ao se estabelecer a revisão semanal das taxas dos depósitos expressos em pesos.

Essas medidas foram insuficientes para conter a crescente valorização da taxa de câmbio. Apesar de se terem mantido taxas de juros reais positivas para compensar o risco cambial, o único fato que resultou disso foi uma validação das expectativas de desvalorização, o que retroalimentou a saída de capitais.⁴

Para contrabalançar a acentuação da crise especulativa, decretou-se um controle de câmbios concomitante à estatização dos bancos comerciais, aumentando o clima de incerteza. Assim, apesar do estrito regulamento e vigilância para pôr fim às operações em moeda estrangeira, estima-se que a fuga de capitais, somente no último trimestre de 1982, foi de US\$ 2,4 bilhões, quer dizer, 40% do total de exportações do período.

O controle de câmbios, além de ser ineficaz para deter os movimentos especulativos de capital, teve como resultado a transferência da maior parte das operações com divisas para as casas de câmbio e para os bancos norte-americanos situados na fronteira.

O período da crise da dívida

O México converte-se em exportador líquido de capitais (1983-89)

De 1983 a 1987 as políticas monetária e cambial tiveram como propósito fundamental restabelecer o equilíbrio externo e colaborar com a estabilização da economia. Ambas as políticas foram marcadas pela crise generalizada que a economia atravessou a partir de 1982, a mais grave desde a Grande Depressão.

Num primeiro momento, para contar com uma política cambial eficaz, era necessário organizar o mercado cambial, assim como simplificar e agilizar sua operação. Isso devia ser feito no contexto macroeconômico, cujas características eram a aguda escassez de reservas internacionais, a escassez de fluxos de capital, a falta de competitividade do setor

produtivo e, particularmente, a carga da dívida externa. Essa situação impedia a completa liberação do mercado de divisas a curto prazo. Sendo assim, em 20 de dezembro de 1982 teve início a operação de um regime de taxa de câmbio dual, com um mercado livre e outro controlado. O primeiro estaria voltado para o comércio de bens e alguns serviços, assim como para o pagamento do serviço da dívida externa pública e privada, enquanto o segundo se aplicaria às demais transações, tais como o turismo e o intercâmbio fronteiriço. Ao mesmo tempo, anunciou-se uma perda de treze centavos diários, o que equivalia a uma desvalorização de 50% ao ano.⁵

Por sua parte, a política monetária buscou aumentar os níveis de poupança interna e a intermediação financeira mediante o oferecimento de taxas reais de juros positivas. Além disso, evitar-se-ia a emissão primária como fonte de financiamento do setor público. Contudo, devido às fortes pressões ocasionadas pelo sobreendividamento externo do país, foi necessário aplicar uma política monetária extremamente restritiva em alguns anos.

Com efeito, apesar dos inegáveis avanços em matéria de saneamento das finanças públicas, a carga excessiva da dívida externa — em um contexto de drástica redução dos créditos externos e dos fluxos de investimento externo direto — fez com que o financiamento do déficit público se apoiasse tanto em um elevado encaixe legal quanto na criação da dívida interna. A taxa de inflação, que disparou em níveis sem precedentes, e a elevação das taxas nominais de juros tornaram mais oneroso o pagamento de juros sobre a dívida interna, o que afetava negativamente o déficit fiscal.

Atualmente, em 1985 os esforços iniciais não levaram aos resultados previstos, principalmente em termos de finanças públicas; mais ainda, tais esforços foram anulados por duas circunstâncias muito negativas: os terremotos de 1985, que exigiram um enorme gasto em reconstrução, e, em 1986, a baixa do preço do petróleo mexicano, que caiu de uma média de 25 dólares por barril em 1985 para 12 dólares em 1986.

Em resposta a isso as políticas fiscal e monetária foram ainda mais restritivas e a taxa de câmbio real perdeu consideravelmente o valor (48% em 1986 em relação a 1985). A notável melhoria na posição externa do México entre 1986 a 1987, quando se registrou um superávit importante na conta-corrente da balança de pagamentos, foi acompanhada, contudo, de um aumento dos preços. Em consequência, as taxas de juros foram altas, o que impôs uma pressão adicional às finanças públicas pelo componente inflacionário dos juros. A espiral inflacionária, que foi agravada pela maior frequência de ajustes de salários e preços oficiais, juntamente com a baixa da bolsa de valores em outubro de 1987, resultou em importantes fugas de capital. Em resposta, o Banco do México retirou-se do mercado de câmbios, fazendo com que o peso desvalorizasse drasticamente, gerando maior insegurança.

A política econômica que se seguiu a esses fatos consistiu na aplicação de um programa de estabilização de corte heterodoxo, de acordo com o qual a taxa de câmbio converteu-se em uma âncora nominal dos preços. Os elementos básicos desse programa foram os seguintes:

- A taxa de câmbio manteve-se fixo numa primeira etapa e posteriormente colocou-se em andamento um sistema de administração programada.
- A fim de reduzir o desequilíbrio fiscal, estabeleceu-se um controle rigoroso de gastos públicos, colocou-se em marcha uma profunda reforma fiscal, aumentaram-se os preços dos bens e serviços produzidos pelo setor público e aprofundou-se o processo de privatização de empresas públicas.

- Instrumentalizou-se uma política monetária restritiva.
- Aprofundou-se a abertura comercial mediante a redução substancial de tarifas alfandegárias e a eliminação de barreiras não-alfandegárias.
- O programa instrumentalizou-se mediante um mecanismo de conciliação — “pacto” — entre os agentes econômicos (operários, camponeses, empresários e governo), os quais se comprometem em relação às variações de preços-chave.

Os principais resultados dessas medidas refletiram-se na drástica baixa da inflação, de 159% em 1987 para 20% em 1989, uma redução de onze pontos percentuais do déficit público, um aumento do PIB de 1,8% em 1987 para 3,1% em 1989 e, finalmente, um ambiente de estabilidade que permitiu aos investidores programarem-se com um horizonte de médio e longo prazos.

O retorno do México aos mercados voluntários de capital

Desde o segundo semestre de 1989, o México converteu-se em um receptor de montantes significativos de capitais externos. Esse resultado é explicado pela conjunção de fatores tanto internos quanto externos. Entre eles podemos mencionar os seguintes: a redução das taxas reais de juros a curto prazo nos mercados internacionais; a recessão dos países industrializados; a deterioração dos termos de intercâmbio, que provocaram um crescente déficit da conta-corrente do México diante de uma ampla oferta de fundos externos; e mudanças nas regras dos mercados de capital nos EUA que reduziram o custo de transação aos agentes que acedem aos mercados desde o México.⁶

Por outro lado, a afluência de capitais também obedeceu a fatores existentes na própria economia mexicana. Entre estes destaca-se o alto nível das taxas de juros reais, a princípio estreitamente relacionadas com o andamento do programa de estabilização e, posteriormente, por efeito da política de esterilização parcial dos fluxos de capital. Além do oferecimento de rendimentos reais atrativos, é indiscutível que o avanço na consolidação das reformas econômicas iniciadas em 1983 influiu positivamente na atração de capitais externos. Em particular, o pacote de reestruturação da dívida pública externa entre 1989 e 1992 foi um fator-chave para gerar maior segurança entre os investidores sobre a viabilidade do programa econômico e, conseqüentemente, melhorou a imagem de país-risco.

A reestruturação do saldo da dívida sobre bases permanentes, isto é, mediante a redução de saldo das taxas de juros, produziu um efeito imediato sobre as requisições financeiras do setor público, não somente devido ao acordo com os prestamistas mas também pelo fato de as taxas de juros internas terem diminuído drasticamente, em virtude das melhores expectativas sobre a viabilidade do programa econômico. Adicionalmente, os recursos provenientes das privatizações foram utilizados para reduzir o saldo da dívida pública, tanto interna como externa, o que reverteu o círculo vicioso em que se encontravam imersas as finanças públicas.

Não é por acaso, então, que seja a partir do segundo semestre de 1989 — quando se havia concluído a parte mais difícil das negociações com os prestamistas externos — que tem lugar o retorno do México aos mercados internacionais de capital. Dessa maneira, a conta de capital da balança de pagamentos, que havia sido deficitária no período de 1983 a 1988

Gráfico 1
México. Diferencial coberto dos principais instrumentos de investimento

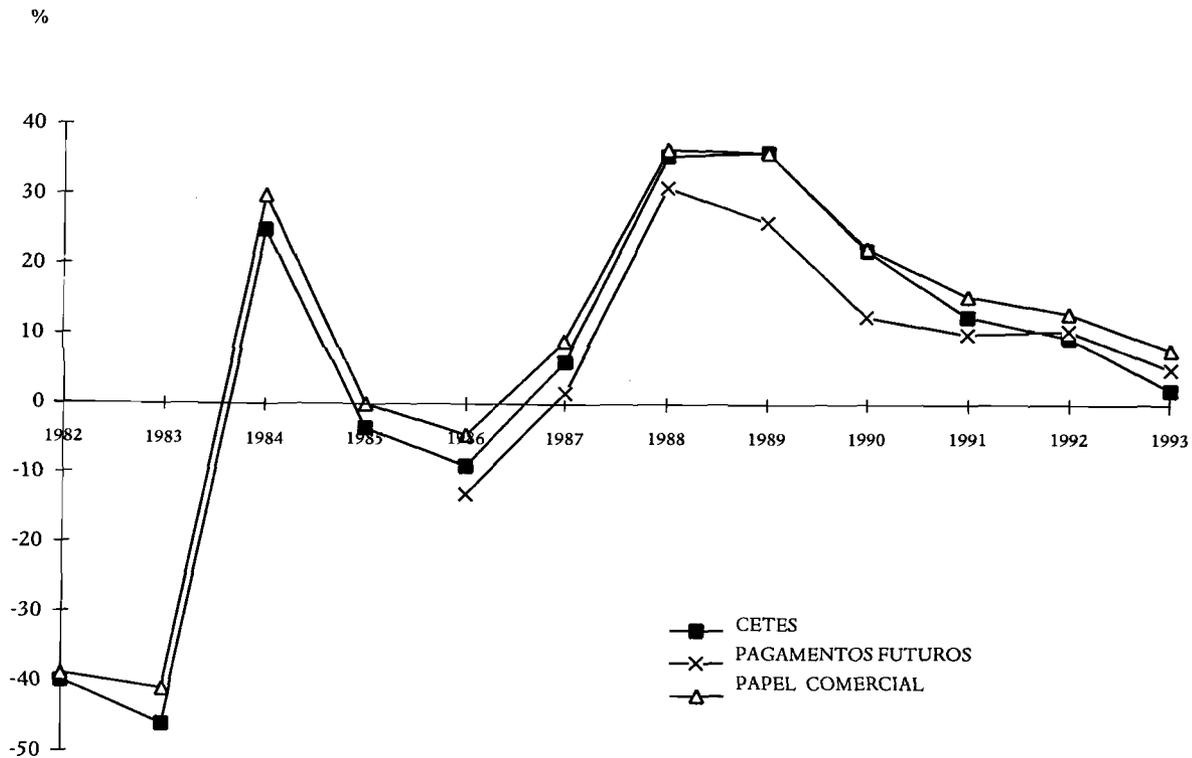
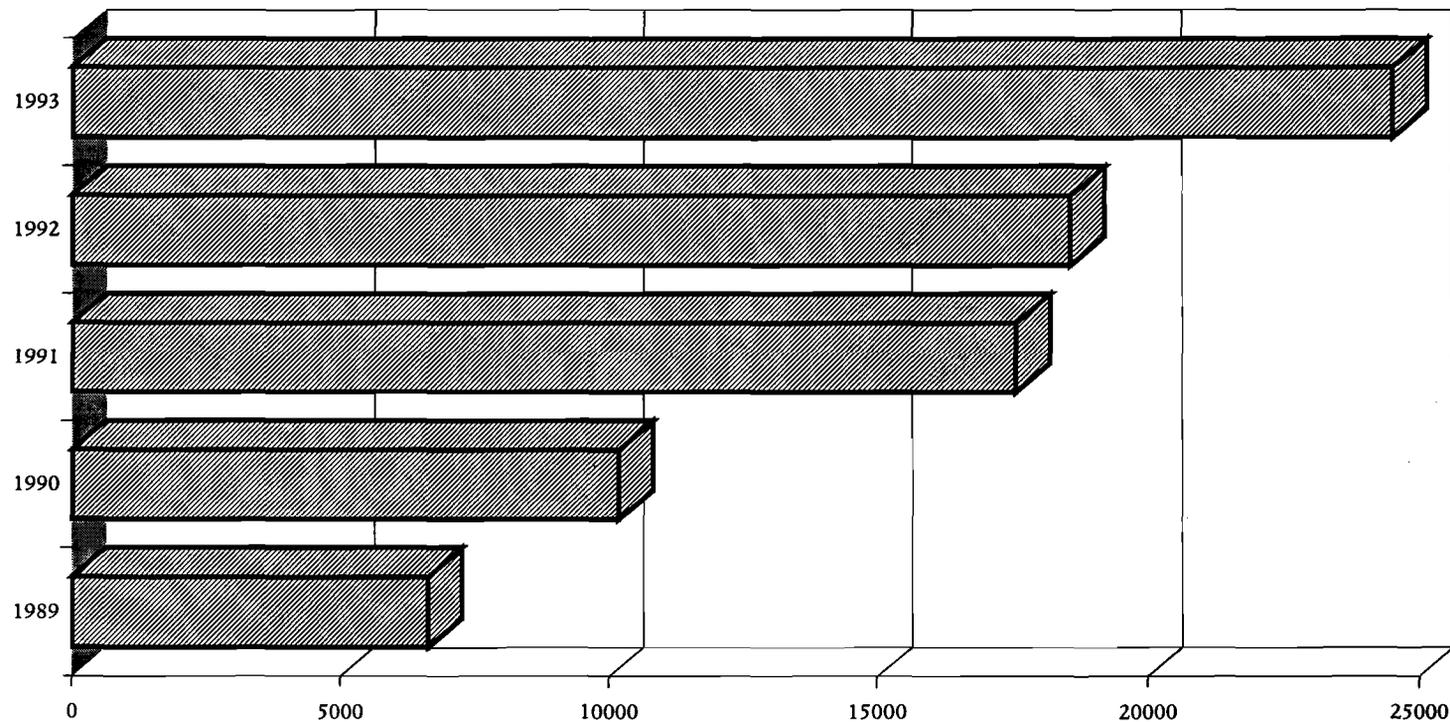


Gráfico 2
México. Reservas internacionais brutas
(em milhões de dólares)



Quadro 1 — México: fluxos de capital (em milhões US\$)

	Endividamento		Investimento		Total de fluxos privados	Total	Balança de capitais *	Varição de reservas
	Público líquido (1)	Privado líquido (2)	Estrangeiro direto (3)	Estrangeiro de carteira (4)	(5)=(2)+(3)+(4)(5)	(6)=(5)+(1) (6)	(7)	(8)
1970	443,0	268,6	184,6	0,0	453,2	896,2	1244,7	102,1
1971	420,6	261,7	173,0	0,0	434,7	8553,3	1089,2	200,0
1972	149,4	460,1	156,1	0,0	616,2	765,6	1231,2	264,7
1973	1624,0	706,7	221,7	0,0	928,4	2552,4	1651,0	122,3
1974	2921,6	1134,6	290,0	0,0	1425,5	4347,1	3262,9	36,9
1975	4347,8	1152,3	204,0	0,0	1356,4	5704,2	4607,7	165,1
1976	5092,2	584,6	211,8	0,0	796,4	5888,6	2679,4	1004,0
1977	2922,7	-14,1	327,0	0,0	312,9	3235,6	2253,5	657,1
1978	2573,8	789,2	385,1	0,0	1174,3	3748,1	3127,1	434,1
1979	3352,2	2058,2	782,2	0,0	2840,4	6192,6	5219,5	418,9
1980	3754,1	6909,7	2155,0	0,0	9064,7	12818,8	11540,2	1018,5
1981	18282,4	9498,6	3835,8	0,0	13334,4	31616,8	17326,6	1012,2
1982	7528,7	-46,8	1657,5	0,0	1610,7	9139,4	2920,9	3184,8
1983	3102,5	-1982,2	460,5	0,0	-1521,7	1580,8	-2300,4	3108,8
1984	2613,0	-2175,7	391,1	0,0	-1784,6	828,4	-885,4	3200,9
1985	954,1	-2170,6	490,5	0,0	-1680,1	-726,0	-2827,9	2328,4
1986	1646,2	-2212,1	941,2	0,0	-1270,9	375,3	2373,3	985,0
1987	3101,0	-2554,8	1798,0	0,0	-756,8	2344,2	2280,2	6924,4
1988	-257,7	-1937,0	1726,5	0,0	-210,5	-468,2	-3811,4	-7127,0
1989	-829,4	-169,9	2648,0	493,3	2971,4	2142,0	6480,9	271,5
1990	6854,1	5746,4	2633,2	1994,5	10374,1	17228,2	10346,8	3414,3
1991	1754,3	8967,1	4761,5	9870,3	23598,9	23353,2	21925,9	7821,5
1992	-1978,3	5808,7	5365,7	13553,2	24727,6	22749,3	23982,3	1161,4
1993	-3383,1	5013,3	4900,5	28430,9	38344,7	34961,3	29433,2	6083,2
Média								
1970-1979	2384,7	740,2	293,7	0,0	1033,8	3418,6	2636,6	139,7
1980-1989	3989,5	315,9	1610,4	49,3	1975,7	5965,2	3309,7	388,1
1990-1993	811,7	6383,9	4415,2	13462,2	24261,3	25073,0	17137,6	3750,4

* Inclusive erros e omissões.

Fonte: Elaboração própria, com base em indicadores econômicos do Banco do México.

Quadro 2
México: fluxos de capital
(Estrutura percentual)

	Endividamento		Investimento		Total de fluxos privados	Total
	Público líquido (1)	Privado líquido (2)	Estrangeiro direto (3)	Estrangeiro de carteira (4)	(5)=(2)+(3)+(4) (5)	(6)=(5)+(1) (6)
1970	49,4	30,0	20,6	0,0	50,6	100
1971	49,2	30,6	20,2	0,0	50,8	100
1972	19,5	60,1	20,4	0,0	80,5	100
1973	63,6	27,7	8,7	0,0	36,4	100
1974	67,2	26,1	6,7	0,0	32,8	100
1975	76,2	20,2	3,6	0,0	23,8	100
1976	86,5	9,9	3,6	0,0	13,5	100
1977	90,3	-0,4	10,1	0,0	9,7	100
1978	68,7	21,1	10,3	0,0	31,3	100
1979	54,1	33,2	12,6	0,0	45,9	100
1980	29,3	53,9	16,8	0,0	70,7	100
1981	57,8	30,0	12,1	0,0	42,2	100
1982	82,4	-0,5	18,1	0,0	17,6	100
1983	196,3	-125,4	29,1	0,0	-96,3	100
1984	315,4	-262,6	47,2	0,0	-215,4	100
1985	-131,4	299,0	-67,6	0,0	231,4	100
1986	438,6	-589,4	250,8	0,0	-338,6	100
1987	132,3	-109,0	76,7	0,0	-32,3	100
1988	55,0	413,7	-368,8	0,0	45,0	100
1989	-38,7	-7,9	123,6	23,0	138,7	100
1990	39,8	33,4	15,3	11,3	60,2	100
1991	6,9	35,4	18,8	38,9	93,1	100
1992	-8,7	25,5	23,6	59,6	108,7	100
1993	-9,7	14,3	14,0	81,3	109,7	100
Média						
1970-79	69,8	21,7	8,6	0,0	30,2	100
1980-89	66,9	5,3	27,0	0,8	33,1	100
1990-93	3,2	25,5	17,6	53,7	96,8	100

Fonte: Elaboração própria, com base em indicadores econômicos do Banco do México.

por um montante acumulado de US\$ 3,4 bilhões, reverte essa tendência e começa a apresentar volumoso superávit, que soma US\$ 93,7 bilhões entre 1989 e 1993. O financiamento proveniente do exterior permitiu não só fazer frente ao déficit da conta-corrente da balança de pagamentos como também acumular uma quantia importante de reservas internacionais, que em 31 de dezembro de 1993 ascendiam a US\$ 24,5 bilhões, o que equivale a mais de quatro meses de importações.

A maior parte dos fluxos de capital que entraram no país no período compreendido entre 1990 e 1993 foram provenientes do endividamento do setor privado e de investimento estrangeiro, tanto direto como de carteira. Assim, 71,3% explicam-se por investimento externo; deste, o direto representa 17,6% do total e o investimento de carteira 53,7%. Do montante total de investimento estrangeiro direto, 10% provém do segundo programa de intercâmbio da dívida por capital.⁷ Por sua parte, o endividamento externo do setor privado participa com 25,5%. Um aspecto relevante do recente ingresso de capital estrangeiro no país é que a participação do setor público tem sido bem mais modesta, somente 3,2% do total, em comparação com o período de 1970 a 1979, quando 70% da captação de capital estrangeiro corresponderam ao endividamento externo contratado pelo setor público.

A reforma econômica

A reordenação da economia mexicana requereu uma mudança substancial da política econômica instituída até 1982. Essa estratégia juntou-se à consecução de dois objetivos fundamentais: a estabilização da economia e a mudança estrutural, por meio de uma economia de mercado, aberta ao exterior. Segue-se uma breve revisão dos principais elementos da reforma econômica do México.

Estabilização da economia

Um dos pilares da reforma econômica tem sido o saneamento das finanças públicas mediante: a) a racionalização do gasto público; b) a privatização de empresas públicas; c) a adequação de receitas, por meio de reforma tributária e revisão de preços e tarifas dos bens e serviços proporcionados pelo setor público.

Dessa maneira, ainda que o déficit financeiro tenha sido alto no período compreendido entre 1983 e 1985, tanto o balanço operacional quanto o balanço primário refletiram de forma mais fiel o esforço realizado. Com efeito, a partir de 1983 registrou-se um superávit primário (que não inclui o pagamento de juros da dívida pública total) da ordem de 4,7% do PIB, enquanto o balanço operacional (que elimina o componente inflacionário do pagamento de juros da dívida interna em moeda nacional) passou de um déficit de 7,8% do PIB entre 1981 e 1982 para um déficit anual médio de 0,8% durante o período de 1983 a 1988.

O programa heterodoxo de estabilização, anteriormente mencionado, incluía como parte fundamental um mecanismo de acordo entre os setores econômicos da sociedade com a finalidade de eliminar o componente inercial da inflação. Esse programa permitiu aprofundar as medidas de ajuste e mudança estrutural sem que isso implicasse uma contração da atividade econômica. De fato, entre 1989 e 1992 a economia cresceu a uma taxa

superior à do aumento da população. Assim, o déficit financeiro do setor público passou de 5,6% do PIB em 1986 para um superávit de 0,7% em 1993 e, simultaneamente, a economia cresceu 3% ao ano, em média, durante esses anos.

Quadro 3
México. Oferta e demanda agregadas, 1989-93
(crescimento real, %)

	1989	1990	1991	1992	1993
Oferta total	5,1	6,1	5,1	5,1	0,6
PIB	3,5	4,4	3,6	2,6	0,4
Importação de bens e serviços	21,3	19,7	16,4	21,2	-1,2
Demanda total	5,1	6,1	5,1	5,1	0,6
Consumo	5,7	5,5	4,5	5,3	0,4
Privado	6,8	6,1	4,6	5,9	0,0
Público	-0,1	2,3	3,9	2,2	3,0
Investimento	6,4	13,1	8,1	13,9	-1,4
Privado	7,5	13,3	12,7	20,4	0,0
Público	3,6	12,7	-4,4	-6,6	-5,0
Varição de inventários	-13,3	73,4	0,0	0,0	0,0
Exportação de bens e serviços	2,3	3,6	5,4	0,3	3,5

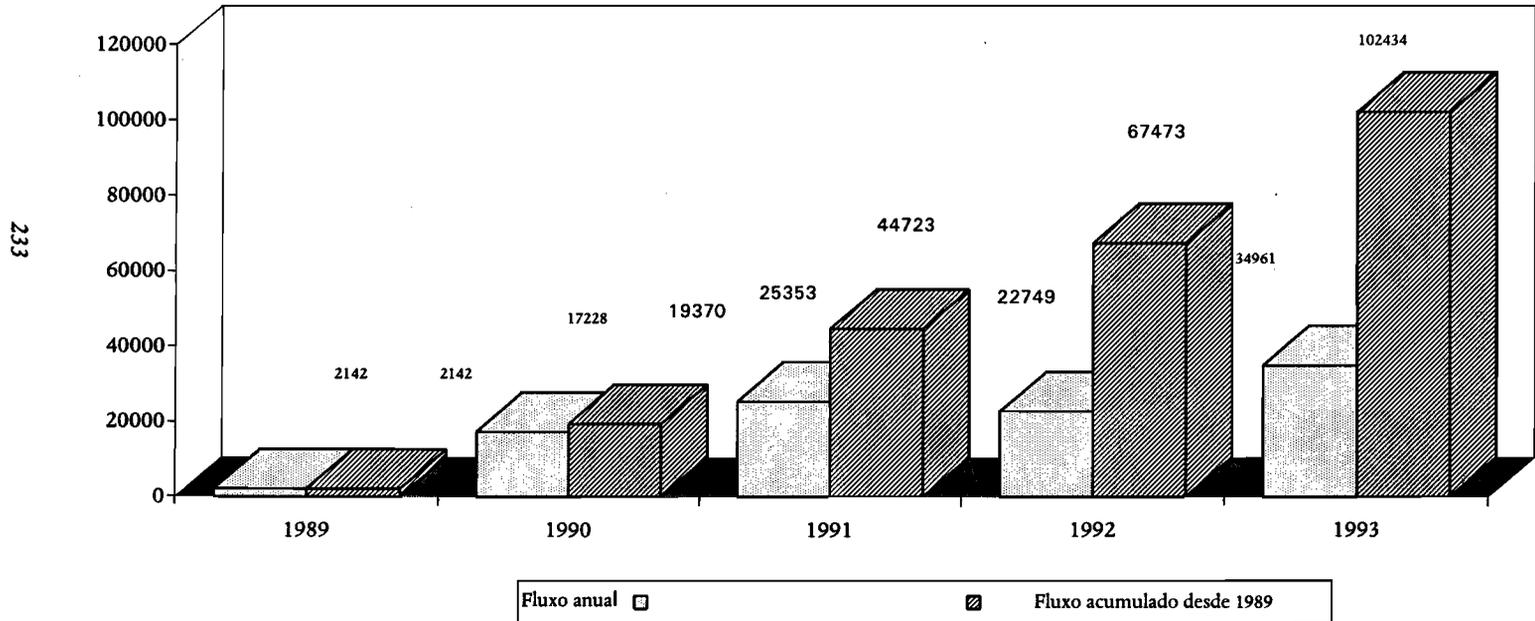
Fonte: Secretaria da Fazenda e Crédito Público do México.

Quadro 4
México. Principais indicadores econômicos, 1983-93

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
PIB per capita (crescimento real)	-6,0	1,7	0,6	-5,7	-0,2	-0,8	1,3	2,4	1,7	0,9	-1,5
Inflação	80,8	59,2	63,7	105,7	159,2	51,7	19,7	29,9	18,8	11,9	8,0
Balço financeiro do setor público (como porcentagem do PIB)	-8,6	-8,5	-9,6	-15,9	-16,0	-12,4	-5,5	-3,5	-1,5	1,7	0,7
Termos de intrecâmbio (1971 = 100)	69,4	70,8	72,4	52,9	67,0	60,5	64,5	68,8	65,1	64,0	62,1
Dívida externa total (como porcentagem do PIB)	60,2	53,6	52,0	76,3	73,9	60,2	47,7	40,0	37,8	34,6	33,0
Dívida externa total (como porcentagem dos ingressos em conta-corrente)	310	286	303	392	332	309	257	175	177	180	176
Juros da dívida externa (como porcentagem das exportações)	45,3	48,4	46,9	51,6	39,5	42,1	40,6	34,3	31,2	28,1	25,4

Fonte: Secretaria da Fazenda e Crédito Público do México.

Gráfico 3
Fluxo de capital líquido total proveniente do exterior
(em milhões de US\$)



Política de mudança estrutural

A primeira etapa da mudança estrutural aconteceu em 1983, ainda que se tenha dado com maior rigor depois do choque do petróleo entre 1985 e 1986, tendo-se intensificado e generalizado nessa administração. A mudança estrutural baseou-se em seis linhas gerais: a) abertura comercial; b) modificação do padrão regulador dos investimentos estrangeiros; c) privatização de empresas públicas; d) desregulamentação econômica; e) modificações no padrão regulador da posse de terra; f) regulamentação das práticas monopolistas mediante a promulgação da Lei de concorrência.

Juntamente com essas diretrizes de mudança estrutural, a economia mexicana passou por um profundo ajuste macroeconômico, cujos principais elementos foram: a) mudança dos preços-chave; b) fortalecimento das finanças públicas; c) pactos sociais para ajustar preços e salários; e) reestruturação da dívida externa.

Características dos fluxos de capitais

Uma das tendências recentes mais importantes dentro das modalidades de captação de recursos externos por parte dos países subdesenvolvidos é a marcada preferência por fomentar a entrada de capitais que comportem o risco dos projetos que financiam. Isso contrasta com os créditos bancários comerciais, cujos rendimentos estavam desligados, em princípio, da rentabilidade do projeto a financiar. Por essa razão, a responsabilidade pelos fluxos de capital concentrou-se tanto no investimento estrangeiro direto como no de carteira.

A transformação da economia mexicana de exportadora em importadora líquida de capital é o resultado da procura de poupança externa para complementar a interna e, assim, sustentar o processo de investimento e crescimento. O comportamento do setor privado nesse processo tem sido determinante: nos últimos anos a relação de investimento privado dentro da poupança privada aumentou, ao mesmo tempo que as finanças públicas têm atingido superávit. O déficit da conta-corrente observado nos últimos cinco anos tem uma origem distinta daquele do passado; na atualidade atribui-se, entre outros fatores, ao fato de que o investimento privado está crescendo mais do que sua capacidade de geração de poupança.

Entre 1988 e 1993 o déficit da conta-corrente aumentou em US\$ 20 bilhões aproximadamente, enquanto o investimento fixo bruto do setor privado aumentou US\$ 32 bilhões. Contudo, como forma adicional à recuperação do investimento privado, o consumo privado mostrou grande dinamismo com uma taxa de crescimento médio de 4,3% ao ano entre 1989 e 1993, o que explica o considerável crescimento das importações de bens de consumo e a baixa da taxa de poupança interna. Nesse contexto, é possível detectar dois elementos básicos que têm contribuído significativamente para o comportamento da balança comercial e, portanto, da conta-corrente: em primeiro lugar, a abertura comercial e, em segundo, a própria entrada maciça de fluxos de capital privado, que explica a valorização da taxa de câmbio real (Quadro 5). Deve-se ter presente, contudo, que não há consenso sobre qual seja a melhor forma de construir um índice de taxa de câmbio real.

Quadro 5

Índice de preços de bens comerciáveis e não-comerciáveis (1980 = 100)

Ano	Comerciáveis		Não-comerciáveis		Índice de bens comerciáveis/não-comerciáveis
	Índice	Taxa de crescimento	Índice	Taxa de crescimento	
1980	100,0	—	100,0	—	100,0
1981	146,2	46,2	149,1	49,1	98,1
1982	286,1	95,7	278,4	86,7	102,8
1983	551,0	92,6	457,7	64,4	120,4
1984	908,9	65,0	684,7	49,6	132,7
1985	1 484,6	63,3	1 115,7	62,9	133,1
1986	3 029,0	104,0	2 050,7	83,8	147,7
1987	8 248,4	172,3	4 793,6	133,8	172,1
1988	12 167,6	47,5	8 638,0	80,2	140,9
1989	13 680,2	12,4	12 650,9	46,5	108,1
1990	15 989,3	16,9	18 470,9	46,0	86,6
1991	18 591,6	16,3	22 563,3	22,2	82,4
1992	20 290,5	9,1	26 059,4	15,5	77,9
1993	21 453,9	5,7	28 858,2	10,7	74,3

Fonte: Secretaria da Fazenda e Crédito Público do México.

Investimento estrangeiro direto

Ao longo da história econômica do México — desde a década de 1950 — observa-se que o investimento externo direto responde a fatores como: a) o comportamento das corporações internacionais no que concerne às suas estratégias de expansão e desenvolvimento de produtos; b) o potencial de crescimento do mercado interno do país receptor; c) particularmente nos últimos anos, às expectativas do desenvolvimento de mercados dentro da tendência de formação de blocos econômicos. É óbvio que o investimento externo direto também responde a determinantes básicos, como os custos de capital, os custos salariais e os regulamentos do tipo jurídico e administrativo. No entanto o interesse aqui é o fato de que os movimentos de investimento externo direto respondem de maneira importante a estratégias de mercado por parte das empresas e não unicamente à taxa de rentabilidade, como ocorre no caso do investimento de carteira.

Ao estudar o comportamento da investimento externo direto no México numa perspectiva a longo prazo, é possível estabelecer que até a década de 1970 esse tipo de investimento respondeu primordialmente, mais que a outras condicionantes, à taxa de crescimento da economia e ao desenvolvimento do mercado interno. O mercado protecionismo desse período ofereceu ao investimento externo direto lucros oligopólico; sua escassa contribuição para melhoramento da competitividade da economia, provocada basicamente pela proteção excessiva, gerou pressões de caráter nacionalista para se impor uma regulamentação mais estrita a esse respeito.

Quadro 6
México. Investimento estrangeiro, 1987 a 1993
(em milhões de US\$)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 ^a
Total (A+B)	2 634,5	2 880,0	3 668,8	4 627,7	14 631,8	18 918,8	15 034,0
A. Direta	2 634,6	2 880,0	3 175,5	2 633,2	4 761,5	5 365,7	3 712,1
Novos Investimentos	2 318,4	2 204,9	1 660,5	2 017,5	4 605,9	5 392,8	3 195,2
Investimento recente	868,8	1 336,8	1 271,6	1 932,8	4 586,7	5 392,8	3 195,2
Conversão de dívida	1 449,6	868,1	388,9	84,7	19,2	0,0	0,0
Reinvestimentos	412,5	691,9	958,3	653,6	756,6	874,0	757,5
Conta com a sede	-96,3	-16,3	556,7	-37,9	-601,0	-901,0	-240,6
B. De carteira	—	—	493,3	1 994,5	9 870,3	13 553,2	11 321,9

^a Cifras de setembro.

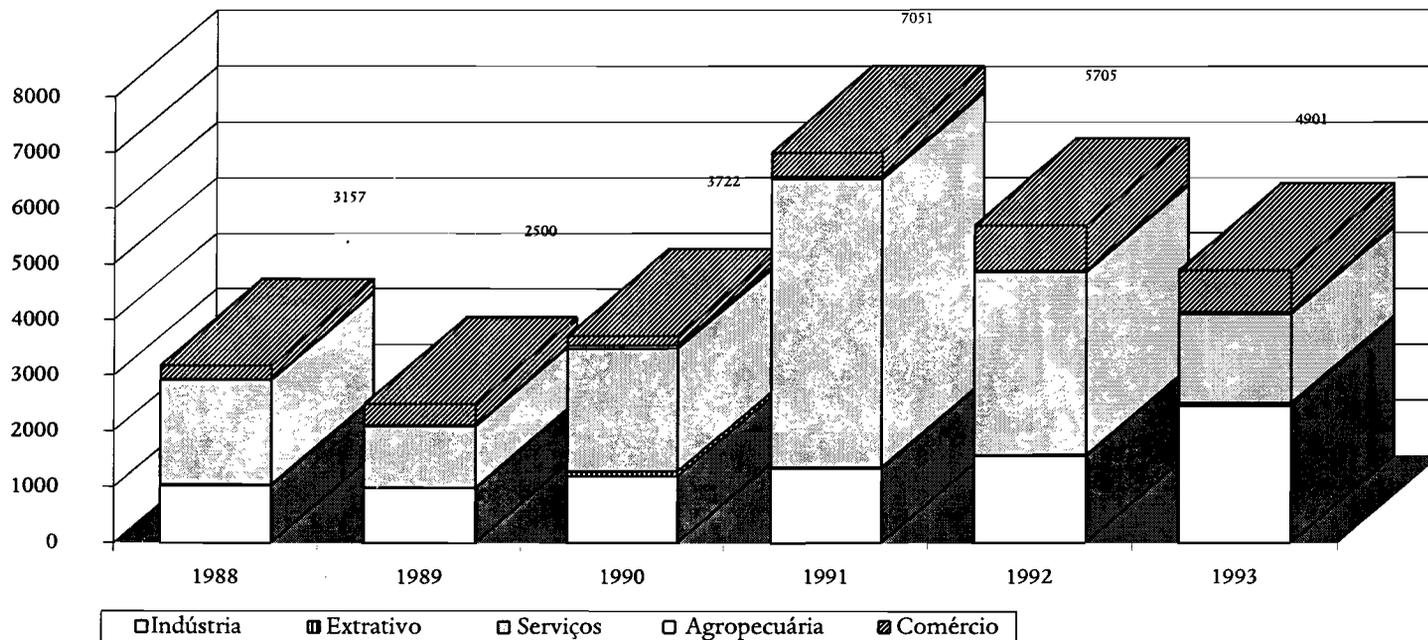
Fonte: Banco do México, *Indicadores Econômicos*.

Na década de 1980, é possível distinguir quatro etapas na captação dos fluxos de investimento externo direto. A primeira delas compreende os anos de 1980 e 1981, quando, a despeito dos fortes desequilíbrios estruturais que vivia a economia mexicana, o grande dinamismo do mercado interno e o crescimento do produto eram os determinantes mais importantes no comportamento dos fluxos de investimento externo direto captados nesse momento. A segunda etapa está relacionada diretamente com o problema de sobre- endividamento externo, que provocou uma contração muito severa da economia e também do investimento externo direto: entre 1982 e 1984 o fluxo chegou à média de US\$ 836,4 milhões anuais, soma que resulta 3,6 vezes inferior à média registrada no biênio 1980-81 (US\$ 3 bilhões). Em 1985 houve uma ligeira alta, que se consolidou em 1986-87, quando o investimento externo direto voltou a aumentar como resultado da aplicação do Programa de Negociação da Dívida Pública por Capital (*swaps*). Mediante o mecanismo de *swaps*, o investimento externo direto beneficiou-se de um subsídio implícito proveniente da diferença entre o preço do papel mexicano da dívida comprado pelos investidores no mercado secundário e o preço pelo qual era vendido ao governo do México.⁸ Esses anos, até 1989, constituem o que seria a terceira etapa.

A partir de 1990 a captação de fluxos de investimento externo direto entra em sua quarta etapa, na qual respondeu à recuperação econômica, às modificações de tipo reguladoras e, a partir de 1992, aos planos e projetos de investimento estreitamente relacionados com a expectativa que gerou a entrada em vigor do Tratado de Livre Comércio com os EUA e Canadá. Cabe assinalar que as condições em que se negociaram as regras iniciais dentro do Tratado dão flexibilidade suficiente para permitir a participação de investidores de outras regiões do mundo.

Gráfico 4
 Investimento estrangeiro direto por setor
 Acumulado no ano
 (em milhões de US\$)

237



*Exclui o investimento em carteira

Os fluxos de investimento externo também estão relacionados com algumas mudanças que ocorreram no setor real da economia. Entre 1989 e 1993 registra-se uma mudança nos preços relativos: o índice de preços dos produtos comerciais cresceu mais lentamente que o índice dos não-comerciáveis. Isto se deve ao fato de a abertura econômica amortecer o aumento de preços de bens comerciáveis mediante uma maior oferta de importações. Como conseqüência, o índice de preços dos produtos comerciáveis em relação aos não-comerciais caiu de 140,9 para 74,3 em 1993.

Entretanto, durante esse período não se registram diferenças significativas nas taxas de crescimento dos setores produtivos, com exceção do setor agrícola. Assim, o PIB cresceu a uma taxa de 3,5% ao ano, enquanto a agricultura cresceu 0,9%, a indústria 3,9% e os serviços 4,5%.

Outro aspecto interessante do investimento externo refere-se à sua distribuição entre os diferentes setores econômicos. Entre 1989 e 1993 o setor manufatureiro diminuiu sua participação como principal receptor de investimentos externo ao passar de 67% para 49%, enquanto os serviços aumentaram sua participação de 32% para 49% no mesmo período. O setor agropecuário, por sua vez, manteve inalterada sua participação em níveis de aproximadamente 1% e a mineração permaneceu em aproximadamente 1,5%.

Investimento estrangeiro em carteira

O mercado de valores tem mostrado uma rápida expansão acompanhada de altos rendimentos a partir de 1988, o que o situa como um dos mercados emergentes mais importantes do mundo. Em dezembro de 1990, o saldo de investimento externo em carteira de valor de mercado subia a US\$ 4,5 bilhões para, em dezembro de 1993, chegar a US\$ 54,6 bilhões.

Dentre as causas que determinaram os movimentos de capital privado de investimento em carteira para os países subdesenvolvidos, particularmente no caso do México, podem ser citadas as seguintes: o rendimento relativo dos ativos mexicanos comparado com o que oferecem os mercados dos países industrializados; a solvência financeira do país, medida por diversos indicadores que refletem uma posição mais sólida; o menor risco percebido pelos investidores no que concerne à situação econômica interna do México; o menor risco de sofrer perdas de valor real dos ativos ocasionadas por uma eventual desvalorização por estar preestabelecida a taxa de redução da taxa de câmbio; e as modificações e a legislação destinadas a dar maior segurança aos investidores estrangeiros.

A estratégia de internacionalização do mercado de valores também se sustentou mediante a assinatura de diversos acordos com autoridades e organismos de outros países. Com isso facilitou-se a colocação de valores mexicanos no exterior e obtiveram-se diversos reconhecimentos que permitiram o acesso de investidores institucionais ao mercado exterior.

Assim, os emissores têm sido favorecidos pela Norma 144-A proposta pela Comissão de Bolsas e Valores dos Estados Unidos, com o objetivo de facilitar as colocações privadas entre investidores institucionais qualificados. Em 22 de outubro de 1992 aprovaram-se algumas reformas a esse regulamento que permitirão aumentar o número de investidores institucionais qualificados, já que se abre a participação aos fideicomissos em custódia do governo e aos fideicomissos em custódia bancária, tais como os planos de pensão, assim

como para as contas separadas das companhias de seguros qualificadas. Algumas emisso- ras aproveitaram essa flexibilidade para afluir inicialmente aos mercados privados e poste- riormente arrolar seus valores em algum mercado público (por exemplo, Vitro y Transpor- tación Marítima Mexicana).

Também buscou-se coordenar esforços com as autoridades norte-americanas para facilitar a colocação pública simultânea de valores. Foi o caso da oferta da Telmex. A jun- ção de esforços consistiu em homologar práticas legais e princípios de contabilidade entre ambos os mercados.

Quadro 7
México. Valores governamentais em poder de
residentes no estrangeiro^a
(em milhões US\$)

	1991	1992	1993
Janeiro		5 520	15 203
Fevereiro	3 679	6 447	16 493
Março	4 226	7 266	17 527
Abril	5 003	7 198	18 649
Maiο	5 480	7 790	18 872
Junho	5 141	8 359	19 024
Julho	4 157	9 436	19 789
Agosto	3 452	11 037	21 570
Setembro	4 238	11 926	21 921
Outubro	4 697	12 753	22 077
Novembro	5 121	13 633	20 879
Dezembro	5 652	14 159	21 263

^a Saldos em valor nominal médio.

Fonte: Elaboração própria, com base em informação do Banco do México.

Aplicação de bônus

Outro aspecto relevante do retorno do México aos mercados internacionais de capital tem sido o grande número de aplicações de bônus por parte de entidades do setor público e importantes empresas do setor privado. Não obstante, a importância dessa fonte de financia- mento é, contudo, modesta; o saldo da dívida pública externa em bônus públicos e privados passou de US\$ 4,1 bilhões em dezembro de 1989 para US\$ 9,5 bilhões em dezembro de 1993.⁹

Em junho de 1989, houve a primeira emissão de bônus não-assegurados de uma entidade mexicana no mercado internacional desde que estourou a crise da dívida em 1982. Essa aplicação de US\$ 100 milhões de dólares teve um prazo de amortização de

cinco anos a um rendimento inicial de 17% ao ano, o que implicou uma sobretaxa de 820 pontos-base sobre os bônus do Tesouro do governo norte-americano (*Treasury Bills*). A partir de então, e até dezembro de 1993, efetuaram-se 130 aplicações, num montante de aproximadamente US\$ 16,4 bilhões.

Quadro 8
México. Valor de mercado do investimento estrangeiro
em renda variável^a
(em milhões de US\$ até 31 de dezembro de 1993)

EMISSORAS	ADRs/GDRs	Séries livre adesão ^b	Fidei-comissonafin	Fundo MÉXICO	Total	%
Telmex	20 781	1 238	0	99	22 119	40,5
Cifra	2 169	1 779	133	189	4 269	7,8
Cemex	1 178	1 507	647	92	3 424	6,3
GFB	1 311	776	153	42	2 283	4,2
Televisa	2 629	732	0	20	3 381	6,2
Gcarso	1 001	0	1 297	68	2 367	4,3
Femsa	272	1 043	0	34	1 349	2,5
Banacci	0	1 242	470	55	1 766	3,2
Kimber	28	22	977	83	1 110	2,0
Ttolmex	93	865	0	48	1 006	1,8
Vitro	267	0	221	24	512	0,9
Ica	695	0	118	20	833	1,5
Ggemex	190	634	0	9	833	1,5
Apasco	25	15	647	65	751	1,4
TMM	625	24	0	5	654	1,2
Outros	2 696	3 029	1 718	533	7 975	14,8
Total	33 960	12 906	6 381	1 386	64 632	100,0
%	59,8	26,5	11,2	2,4	100,0	

^aCifras a valor de mercado de dólares.

^b As séries de livre adesão incluem as sociedades de investimento de renda variável, segundo a porcentagem que tenham convertido em ações.

Fonte: Elaboração própria, com base em informação da Comissão Nacional de Valores, Banamex, Nafinsa e Citibank.

A aceitação das emissões tem sido influenciada pelo fato de que, mesmo durante a crise da dívida, o México continuou proporcionando serviço aos bônus, já que essa dívida formou parte da chamada “dívida excluída”. Também, particularmente na fase inicial do retorno aos mercados voluntários de capital, recorreu-se à utilização de diversas técnicas financeiras, entre

Gráfico 5
Investimento estrangeiro
Saldos acumulados desde 1989
(em milhões de US\$)

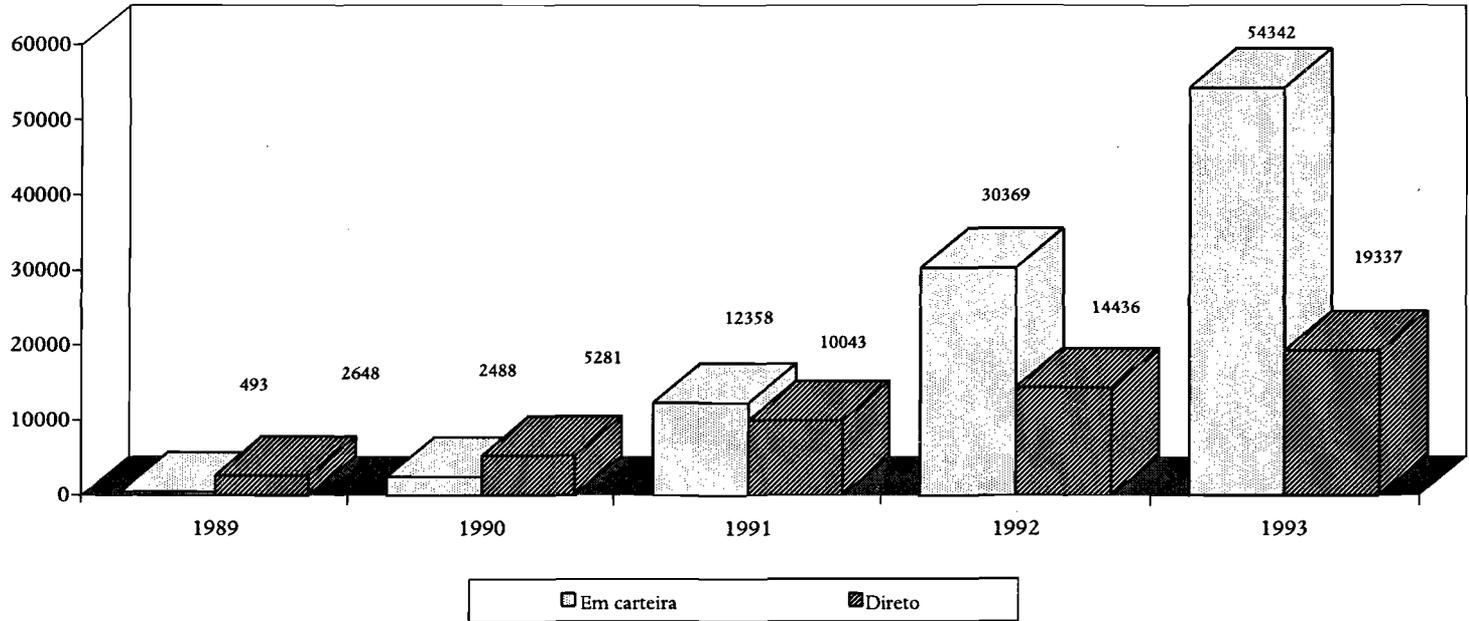
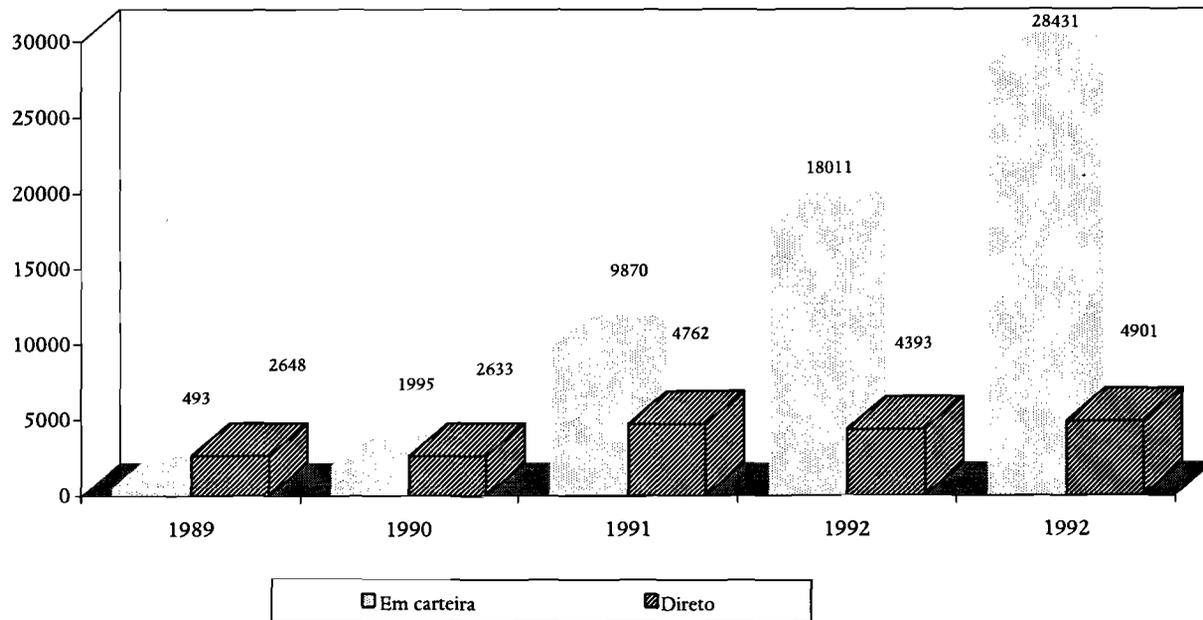


Gráfico 6
Investimento estrangeiro
Fluxo anual
(em milhões de US\$)



as quais se inclui a concessão de colaterais e de opções com o intuito de tornar mais atrativas as emissões. Com o passar do tempo, ao aumentar a presença e o prestígio financeiro do país, praticamente desapareceu o número de emissões asseguradas; assim, enquanto em 1990 50% das emissões implicaram o oferecimento de algum tipo de garantia, no período de 1991-93 não houve nenhum caso de operações colateralizadas. A importância desse fato consiste em que, apesar disso, o rendimento oferecido diminuiu substancialmente.

A sobretaxa das emissões passou de 820 pontos-base na emissão de Bancomext (junho de 1989) para um nível atual de 120, ou ainda mais baixo, para o governo mexicano.¹⁰ Embora seja certo que a magnitude da primeira sobretaxa reflete o custo de entrada, deve-se assinalar que nos últimos investimentos do setor público se alcançaram níveis reservados emissores de reconhecida capacidade de crédito.

Ainda que a maior parte das emissões se tenham realizado em dólares americanos, procurou-se diversificar os mercados em busca das melhores condições de acordo com o momento de emissão. Assim, foram aplicados bônus em ienes, marcos alemães, ECUs e pesetas. Adicionalmente, tentou-se atrair a atenção dos investidores institucionais, os quais reconheceram a capacidade de crédito da dívida mexicana. Isso ficou demonstrado pelos chamados bônus *Yankee*, emitidos pelo governo mexicano, primeiros bônus latino-americanos oferecidos diretamente no mercado norte-americano e com registro junto à autoridade de bolsa de valores, os quais tiveram grande aceitação, pagando um rendimento típico de instrumentos qualificados com um risco mais favorável. Em fevereiro de 1994, a Nacional Financiera emitiu bônus de US\$ 250 milhões no mercado Dragón a uma sobretaxa de 100 pontos-base sobre a Libor. Esta constituiu a primeira emissão de um país latino-americano nesse mercado e foi também o rendimento mais baixo pago pelo México até esse momento nos mercados internacionais de capital.

Do total de emissões, aproximadamente 73% têm correspondido ao setor privado, de um montante equivalente a aproximadamente US\$ 12 bilhões. A sobretaxa das emissões privadas vem sendo reduzida de um nível máximo de 830 pontos-base em janeiro de 1990 para 290 pontos em dezembro de 1993, dependendo da qualidade do emissor.

Quadro 9
México, Emissões Internacionais de Bônus, 1989-93

Ano	Montante (em milhões de US\$)	Cupom ^a	Spread ^a	Prazo (anos) ^a
1989	570	10,72	447	4,2
1990	2 311	11,11	450	4,6
1991	2 475	10,16	305	5,6
1992	3 665	9,10	322	5,4
1993	7 329	8,26	299	5,5

^aMédia ponderada anual.

Fonte: Fundo Monetário Internacional; Comissão Nacional de Valores e Secretaria da Fazenda e Crédito Público.

Um dos fatores que mais incidiram sobre o melhoramento dos termos das aplicações, ou inclusive sobre a abertura de novos mercados internacionais de capital, foi a qualificação do risco de crédito do México por parte das agências internacionais especializadas. Atualmente, os investidores internacionais dão grande importância às qualificações de risco de agências reconhecidas para tomar suas decisões de investimento. Mais ainda, em grande número de casos os investidores institucionais não podem, de acordo com seus estatutos e regulamentos, adquirir títulos de emissores que não tenham recebido o título de investimento.

Em dezembro de 1990 o Moody's Investors Service outorgou uma qualificação de Ba3 aos bônus da dívida reestruturada do setor público mexicano, enquanto o governo federal, como devedor, a fixou um nível acima, de Ba2. De acordo com a nomenclatura de tal agência, ambas as qualificações situaram o México dentro do "grau especulativo";¹¹ ainda que essa qualificação dos bônus seja baixa, o aumento sustentado das cotações dos bônus da dívida no mercado secundário, a partir do qual se fez o anúncio da primeira qualificação, indica claramente que os investidores tinham uma percepção de risco diferente.

Posteriormente, em julho de 1991, a agência S&P (Standard and Poor's Ratings) atribuiu uma qualificação de BB+ à dívida mexicana a longo prazo, colocando o país na maior categoria de "grau especulativo". De acordo com a nomenclatura dessa agência, o país ficou em apenas um estrato da categoria considerada como recomendável para investir (*investment grade*). Em dezembro de 1992 a S&P avaliou a dívida pública interna denominada em moeda nacional (Cetes), que recebeu a qualificação mais alta que a S&P outorga a esse tipo de dívida (curto prazo e em moeda nacional).

Finalmente, em 1993 a agência Duff and Phelps deu o "grau de investimento" à dívida emitida pelos dois principais bancos de desenvolvimento do México: Nacional Financiera e o Banco Nacional de Comércio Exterior.

Contudo, apesar da aceitação dos títulos mexicanos nos mercados internacionais em condições cada vez mais favoráveis, a estratégia consistiu em atuar com prudência para não forçar a entrada nos mercados, mas aproveitar as oportunidades conforme se venham apresentando e escalonar as emissões públicas para evitar uma saturação do mercado com o conseqüente aumento de custos. No que concerne às aplicações do setor privado, legalmente não há nenhum tipo de restrição que afete os montantes, prazos, freqüência etc. das emissões desse setor; entretanto, são mantidas consultas com a Secretaria da Fazenda, em nível informal, sobre o desempenho dos mercados para não os saturar, o que levaria a piorar as condições de aplicação.

Outro tipo de endividamento

O México também entrou nos mercados de recursos de curto prazo (com vencimentos entre 90 e 180 dias). Os Euro-CDs e o Europapel Comercial foram utilizados principalmente por investidores do setor privado desde 1990.

Assim, os bancos mexicanos arrecadaram um montante significativo de recursos mediante a emissão de Euro-CDs e um ano depois algumas companhias privadas começaram a aplicar Europapel comercial por meio de emissões públicas e privadas. Em abril de 1991, a

Hylsa lançou o primeiro programa de Europapel comercial do setor privado, e em março de 1992 a Pemex instrumentalizou o primeiro programa de papel comercial por parte de uma entidade do setor público nos EUA. Os rendimentos desses mercados também melhoraram, a ponto de algumas operações norte-americanas com papel comercial da Pemex serem vendidas com oferta de rendimentos abaixo da Libor prevalecente.

A partir da reestruturação da dívida pública externa de 1989, deu-se maior importância aos créditos provenientes dos organismos multilaterais (Banco Mundial e Banco Interamericano de Desenvolvimento) e aos outorgados pelas agências governamentais para a importação e exportação de mercadorias. Os créditos multilaterais dirigiram-se aos financiamentos de projetos de apoio ao câmbio estrutural e à modernização econômica. O montante dos créditos contratados com o Banco Mundial e o BID entre 1989 e 1993 chegou a US\$ 12,1 bilhões, que foram utilizados no financiamento de projetos de descentralização e desenvolvimento, modernização educativa, serviços de saúde, assim como em investimentos nos setores agropecuário, de mineração e elétrico, entre os mais relevantes. Por sua vez, as linhas de crédito bilaterais financiam atualmente mais de 25% dos fluxos comerciais e existe acesso a 573 linhas de crédito disponíveis em 26 países, num montante de US\$ 15 bilhões, permitindo-se assim dar um uso mais eficiente às divisas que o país capta. Durante o período de 1989 a 1993, utilizaram-se linhas e créditos bilaterais num montante de US\$ 22,6 bilhões.

Repatriamento de capitais

Entre as medidas que colaboraram para retorno de capitais, destacam-se a liberação e a modernização do sistema financeiro, as taxas de juros reais positivas e o denominado “selo fiscal”. Este último é um incentivo fiscal vigente desde agosto de 1989, cujo objetivo tem sido facilitar as obrigações fiscais dos contribuintes que têm capitais depositados no exterior e desejam investi-los no país. Nos primeiros meses de aplicação do “selo fiscal”, a taxa de recolhimento fixou-se dependendo da data em que se realizou o depósito no estrangeiro; mas, a partir de maio de 1990, fixou-se uma taxa única de 1%. Esse é um mecanismo simples e, mais importante, anônimo. Em caso de uma auditoria fiscal, o investidor simplesmente justifica sua receita mostrando o selo que demonstra o pagamento do imposto de 1% e declarando que se trata de recursos repatriados.

Desde que se instituiu o “selo fiscal” e até dezembro de 1993, registraram-se repatriamentos de capital por volta de US\$ 11,5 bilhões. Dessa quantia, 65% foram captados por meio de bolsas de valores, enquanto os bancos captaram os 35% restantes. Assim, o repatriamento de capitais registrado mediante o “selo fiscal” em 42 meses equivaleu a 40% do capital em fuga entre 1973 e 1988 (Gurría e Fadl, 1991).

O papel das políticas monetária e cambial

Em um cenário de volumosas entradas de capital, ainda que aumente a capacidade de importação da economia, surge o risco de que se expanda excessivamente a demanda agregada e, conseqüentemente, de que se apresentem pressões inflacionárias. Por essa razão, desde 1989, quando se começou registrar no México uma notável entrada de capitais,

puseram-se em prática diversas medidas para compensar essas afluências: a) privatização de empresas públicas; b) esterilização de recursos; c) limite ao endividamento externo de bancos comerciais; d) flexibilização da política cambial. Cabe assinalar que o fortalecimento e o superávit das finanças públicas têm ocupado um papel fundamental nesse processo, toda vez que ocorrem amortizações da dívida com o Banco Central. Isso facilita uma efetiva esterilização e deixa espaço para que o setor privado aproveite os recursos financeiros.

Política de esterilização

A maior flexibilidade da taxa de câmbio (tema que será analisado posteriormente) consiste na flutuação do peso dentro de uma banda, com um ponto máximo de intervenção para a venda, que se ajusta diariamente em um montante predeterminado, e um ponto mínimo para a compra, que se mantém fixo. O Banco Central intervém para manter a cotação da taxa de câmbio dentro da banda. Nestas condições, as autoridades monetárias não podem controlar totalmente a quantidade nominal de dinheiro, que fica determinada pelas variações de crédito interno e pelo saldo da balança de pagamentos.

Tanto a estabilização da demanda agregada quanto o combate à inflação têm sido os objetivos mais importantes da política econômica. Por essa razão o Banco Central persiste na aplicação de uma política monetária que evite de forma parcial o impacto das entradas de capital sobre a liquidez global da economia e, portanto, sobre o nível de preços e a demanda agregada. Por outro lado, essa política contribuiu para a acumulação de reservas internacionais.

Além disso, reduziu-se o montante total de crédito outorgado pelo Banco Central, com dois resultados visíveis: a) um aumento das taxas nominais de juros com o consequente aumento dos gastos públicos devido a um maior pagamento de juros sobre a dívida pública interna — a conjunção de altas taxas de juros nominal com uma tendência de baixa da inflação resultou em elevados níveis das taxas reais de juros; b) a permanência de taxas elevadas de juros, num contexto de expectativas favoráveis sobre a evolução da economia mexicana, continuou atraindo o investimento estrangeiro, o que, por sua vez, requereu um esforço adicional de esterilização.

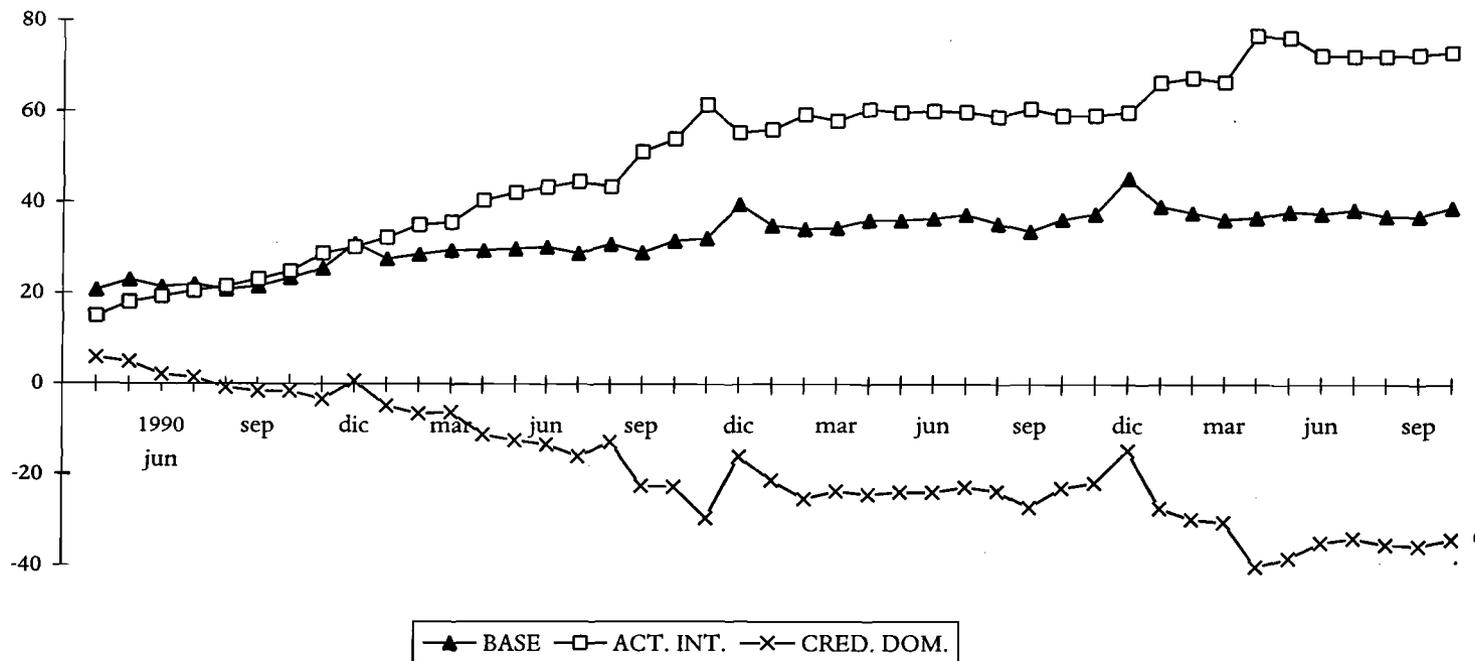
Cabe mencionar que a Lei Orgânica do Banco do México, vigente desde 1.º de janeiro de 1985, tem sido um elemento crucial para se conseguir maior eficiência da política monetária, já que faculta ao banco determinar o financiamento interno máximo que pode outorgar em um ano. De fato, a lei de referência desvincula a política monetária da fiscal e constitui o antecedente da autonomia do Banco do México, autorizada recentemente pelo Congresso.¹²

Entre dezembro de 1989 e outubro de 1993, os ativos internacionais líquidos do Banco do México aumentaram em aproximadamente US\$ 15,2 bilhões, enquanto o crédito interno registrou uma diminuição de US\$ 12,2 bilhões. Esta última soma foi resultado dos superávits públicos e das operações de mercado aberto celebradas pelo Banco Central.

A privatização de empresas exerceu também um efeito esterilizador por ter sido graças a este fato que o governo absorveu a liquidez excessiva. Os recursos provenientes das

Gráfico 7
 Base monetária, 1988-1993
 (em milhões de US\$)

247



desincorporações depositaram-se no Fundo de Contingência e, posteriormente, foram utilizados para amortizar a dívida pública, outorgando assim benefício permanente às finanças públicas. Essa é, em consequência, outra forma mediante a qual se compensaram os possíveis efeitos negativos das entradas de capital sobre a inflação.

A política de esterilização requer um manejo cuidadoso, pois o custo dessas políticas, mediante operações de mercado aberto, faz com que aumente o nível das taxas de juros, subindo o serviço da dívida interna. Nesse sentido, de acordo com estimativas próprias, o custo da esterilização foi de aproximadamente 0,13% do PIB, em média, no período de 1990 a 1993, e de 3% dos juros sobre a dívida interna pagos pelo setor público no mesmo período.

Posto que seja correto que o elevado nível das taxas reais de juros tenha exercido efeitos desfavoráveis sobre a economia, esse não foi o único fator que provocou a contração da atividade econômica nem o incremento da carteira vencida dos bancos. Assim, por exemplo, em 1989 as taxas reais de juros situaram-se, em média, em 17% ao ano, enquanto o PIB cresceu, nesse ano, 3,3%; por outra parte, em 1993 as taxas reais de juros baixaram até situarem-se em 6% e o crescimento econômico foi de 0,4%.

No que diz respeito à carteira vencida dos bancos, são vários os fatores que explicam a existência desse fenômeno, além do nível das taxas reais de juros. Entre outros fatores, encontra-se o desenvolvimento insuficiente de mecanismos para avaliar créditos. Dado o fato de o saneamento das finanças públicas e o setor público obter financiamento mediante operações de mercado aberto, o governo tem recorrido cada vez menos ao financiamento bancário. Em tais circunstâncias, os bancos comerciais tiveram de competir para colocar fundos entre prestamistas do setor privado numa época em que sua capacidade para avaliar adequadamente o risco se encontrava debilitada. Como resultado disso, ativos de baixo ou praticamente nenhum risco (dívida do setor público e créditos a membros muito seletos do setor privado) tiveram sua importância diminuída nos registros dos bancos. Esse fator, combinado com a diminuição da atividade econômica nos últimos meses e a manutenção de elevados níveis de taxas de juros, conduziu a um incremento no coeficiente de carteira vencida para carteira total.

Quadro 10
Estimativa do impacto “cuasi-fiscal” da esterilização

	1	2	3=2x1	4
ANO	Variación de reservas internacionales (milhões de US\$)	Diferencial de taxas de juros Méx-EUA ^a %	Impacto <i>cuasi-fiscal</i> da esterilização (milhões de US\$)	Impacto <i>cuasi-fiscal</i> /PIB (%)
1990	3,414	15,48	528,5	0,22
1991	7,821	9,60	750,9	0,26
1992	1,161	6,99	81,2	0,02
1993 ^b	4,030	2,78	112,0	0,03

^a(Cetes/ 1990-Cede/ 1990) menos a diferença entre cotações na compra e na venda da taxa de câmbio.

^bJaneiro-setembro.

Fonte: Banco do México, *Indicadores Económicos*.

Em março de 1991 foram emitidos os regulamentos para a Qualificação da Carteira de Crédito das Instituições de Crédito, que estabelece a obrigação de levar a cabo a qualificação trimestral da carteira, agrupando-a de acordo com o grau de risco dos diversos ativos e constituindo as reservas preventivas do caso. Adicionalmente, os bancos tiveram de reforçar sua capitalização conforme os critérios do Acordo de Basileia, inclusive os bancos que não realizam operações internacionais.

Endividamento externo dos bancos comerciais

Como já se mencionou, desde 1989 o México recuperou o acesso aos mercados internacionais de capital. Devido às novas possibilidades de financiamento que se abriam ao país, durante 1990 e 1991 os bancos comerciais começaram a emitir certificados de depósito a curto prazo expressos em dólares. Ainda que as condições das emissões tenham sido cada vez mais favoráveis, a magnitude dos montantes de endividamento e o risco inerente dos passivos em moeda estrangeira começaram a gerar certa preocupação.

Por isso, as autoridades monetárias decidiram introduzir um coeficiente de liquidez para a captação em moeda estrangeira por parte de sucursais ou agências dos bancos comerciais no exterior. O propósito era moderar o fluxo de capitais provenientes do exterior para evitar sua incidência sobre o nível de preços.

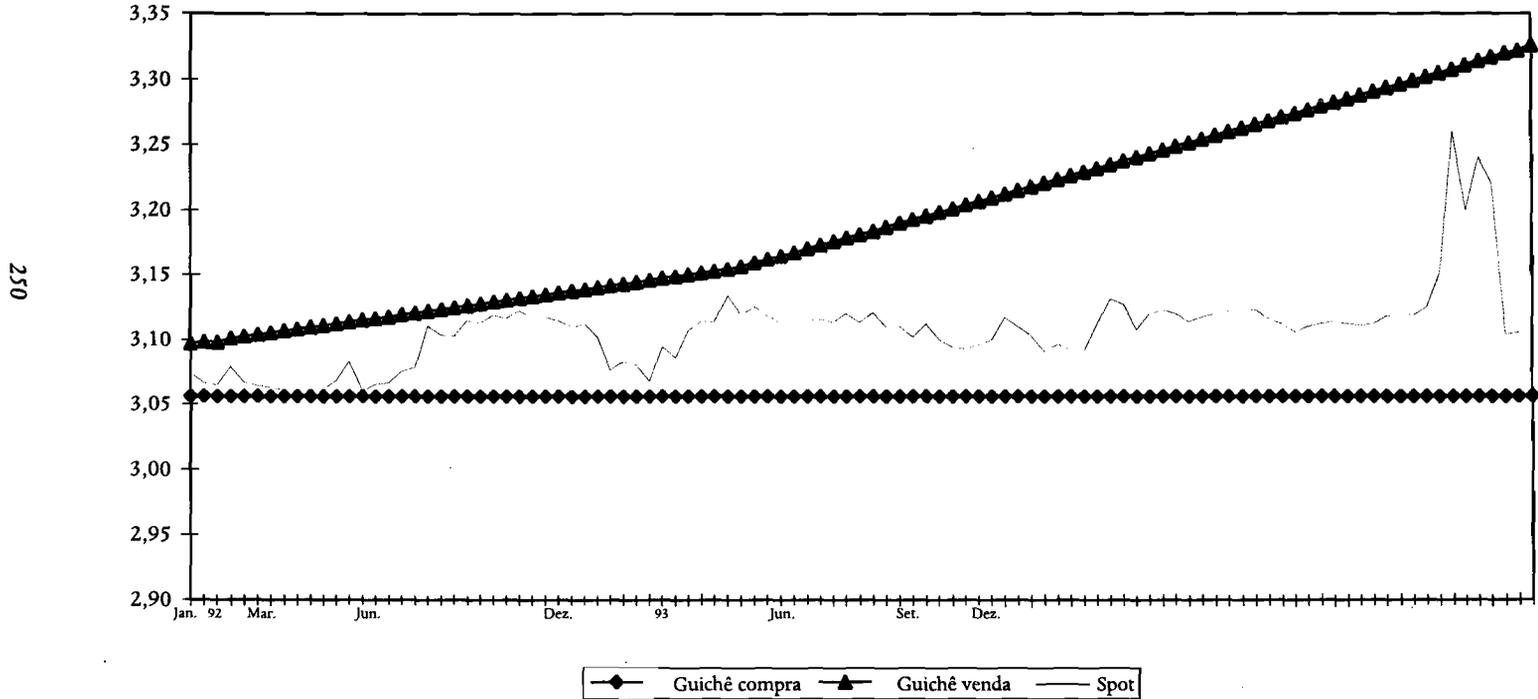
Apesar dessas medidas, os passivos em moeda estrangeira dos bancos comerciais aumentaram aproximadamente 10% em apenas três meses (de dezembro de 1991 a março de 1992), até chegar a US\$ 11 bilhões. Em virtude disso, estabeleceu-se um limite para o montante de passivos em moeda estrangeira, equivalente a 10% dos passivos totais; adicionalmente, manteve-se o coeficiente de liquidez de 15%. Esse coeficiente deveria aplicar-se em instrumentos líquidos de baixo ou nenhum risco, de tal maneira que, diante de uma eventual retirada de depósitos, o banco afetado pudesse recorrer, em primeira instância, a uma fonte de moeda estrangeira distinta das reservas internacionais.

Flexibilidade da política cambial

Em novembro de 1991 aboliu-se o sistema de controle cambial, vigente desde 1982, diante de uma mudança das circunstâncias e a virtual equiparação dos câmbios livre e controlado. O governo introduziu um mecanismo de banda ampliada dentro da qual flutua a taxa de câmbio, que permite dar certeza ao mercado de divisas a médio prazo e ao mesmo tempo, responder com maior flexibilidade às situações conjunturais pelas quais atravesse o mercado sempre que a banda esteja em um nível "adequado". A ampliação foi levada a cabo permitindo-se que o teto da banda continuasse variando vinte centavos diários, de forma que seu piso se fixou no nível nesta data.

Não obstante a ampliação da banda, a taxa de câmbio de mercado variou menos que o teto da banda. Em outubro de 1992 aumentou a variação do teto de vinte para quarenta centavos, com o objetivo de que, se necessário, a taxa de câmbio flutue com maior flexibilidade. Com isto se reduz a necessidade de intervenção do Banco do México no mercado

Gráfico 8
Banda de flutuação peso/dólar



cambiário. Por outro lado, ao se manter fixo o piso da banda, evita-se que a taxa de câmbio tenha que subir, como seria o caso se o piso também estivesse variando.

A vantagens proporcionadas por um regime dessa natureza adquirem maior importância tanto pela situação dos mercados financeiros internacionais como pelos desafios lançados pela abertura comercial à economia mexicana a abertura comercial. Ambos são fatores que obrigam a política cambial a atuar com maior rapidez. O incremento na escala de flutuação cambial permite resolver com maior facilidade os problemas dos fluxos de capital. Se a taxa de câmbio é flexível, a maior oferta de capital pode-se refletir em uma valorização da moeda e um incremento na demanda de divisas em uma depreciação.

A maior flexibilidade da taxa de câmbio também ajuda a desestimular os fluxos de capital de prazo muito curto. Uma vez que a banda se amplia, o mesmo ocorre com o risco cambiário para investidores estrangeiros, com o que se desestimulam os fluxos de capital que buscam apenas rendimentos especulativos de prazo muito curto.

Conclusões¹³

Atualmente, nos países em desenvolvimento que receberam vultosos fluxos de capital privado sob a forma de investimentos em carteira (principalmente em instrumentos de alta liquidez, como os valores governamentais) existe uma profunda preocupação em prever os efeitos adversos que teria uma reversão desses fluxos de capital. O México não está isento dessas preocupações. Cada vez mais é necessário insistir nas políticas que permitam minimizar os efeitos adversos de uma saída maciça de capital. Continuar o fortalecimento das finanças públicas, reduzir a inflação a níveis internacionais, fortalecer a produtividade e competitividade da economia são ações para as quais não se deve poupar esforços, o que permitirá conferir viabilidade financeira à balança de pagamentos a longo prazo.

A economia mexicana esta vivendo um processo de mudanças profundas que abrem maiores oportunidades aos investidores estrangeiros. De 1989 a 1993 a entrada de capitais desempenhou um papel da maior importância.

Entre 1988 e 1993 o déficit da conta-corrente aumentou em torno de US\$ 20 bilhões e de 1,5% do PIB passou a representar 6,6% no mesmo período, enquanto se estima que o investimento fixo bruto do setor privado aumentou em US\$ 32 bilhões (de 12,1% a 17% do PIB). O desequilíbrio do setor externo se explica, precisamente, pelo crescimento do investimento privado em detrimento da capacidade de criação de poupança interna. A diferença foi coberta com capital proveniente do exterior, principalmente sob a forma de investimento de carteira. Ocorreu uma mudança marcante nos preços relativos dos bens comerciáveis e não-comerciáveis, o que tornou estes últimos mais atraentes para os investidores: o índice de preços dos comerciáveis para os não-comerciáveis caiu de 140,9 em 1988 para 74,3 em 1993.

A valorização cambial parece ser um dos resultados da entrada maciça de capitais.

Aplicou-se uma política monetária restritiva para compensar parcialmente os efeitos expansivos que as entradas de capital têm sobre a liquidez global da economia e, em consequência, sobre a demanda agregada e o nível de preços. Essa política contribuiu para a consecução das metas de estabilização e, por outro lado, conduziu a uma acumulação de reservas internacionais. O controle que o banco central exerce sobre o montante total do

crédito interno explica a persistência dos elevados níveis das taxas de juros nominais, o que provocou, entre outras coisas, altos custos dos juros sobre a dívida pública interna. Estimativas não-oficiais situam o custo da esterilização em uma média aproximada de 0,13% do PIB para o período 1990-93, o que representou um custo adicional de juros sobre a dívida pública interna em torno de 3% no mesmo período. As elevadas taxas reais de juros que prevaleceram no contexto de redução contínua da taxa de inflação — conjugada às expectativas favoráveis sobre o curso da economia mexicana — favoreceram, por sua vez, o aumento das entradas de capital externo no país, ainda que, durante a maior parte de 1994, as taxas de juros nos Estados Unidos tenham mostrado um refluxo que afetou o ritmo em que vinham entrando capitais no México.

Anexo I

História dos regimes cambiais no México moderno

1954 a agosto de 1976	Regime cambial fixado em 12,5 pesos por dólar.
Setembro a dezembro de 1976	Regime cambial flutuante. O peso perde 80% de seu valor.
Dezembro de 1976 a agosto de 1982	Varição controlada com uma desvalorização importante em fevereiro de 1982 (de 26 a 45 pesos por dólar).
Agosto de 1982	Desvalorização brusca para 95 pesos por dólar, seguida de um regime cambial flutuante (flutuou brevemente até alcançar 120 pesos por dólar).
1.º de setembro de 1982 a dezembro de 1982	Estabelece-se um regime cambial dual e de variação controlada; impõem-se rigorosos controles de câmbio.
Dezembro de 1982 a dezembro de 1987	Continua o regime dual e de variação controlada, mas com flexibilização dos controles cambiais. Desvalorização discreta (o câmbio livre passou de 245,42 para 347,50 pesos por dólar) e aceleração da velocidade de variação controlada a partir de agosto de 1985.
Dezembro de 1987 a fevereiro de 1988	Continua o regime cambial dual e se estabelece a taxa de câmbio de flutuação monitorada com o início do Pacto de Solidariedade Econômica.
Fevereiro de 1988 a janeiro de 1989	Continua a taxa de câmbio dual; entretanto, a taxa de câmbio controlada fixou-se em 2 257 pesos por dólar.
Janeiro de 1989 a novembro de 1991	Continuam o regime cambial dual e a variação controlada. De janeiro de 1989 a maio de 1990 observa-se uma desvalorização diária de um peso em ambas as taxas de câmbio; de maio a novembro de 1990 a desvalorização diária é de oitenta centavos; de novembro de 1990 a novembro de 1991, de quarenta centavos por dólar.
Novembro de 1991 a novembro de 1992	Eliminação do regime dual com a revogação do controle cambial; a desvalorização diária é de vinte centavos por dólar.
Novembro de 1992 a dezembro de 1994	Depreciação diária de quarenta centavos por dólar; reforma monetária que elimina três zeros da denominação da moeda. Fixa-se uma banda cambial com flutuação de 9% do piso ao teto.

Fonte: Mansell Carstens, Catherine (1992), "Las nuevas finanzas en México", Ed. Milenio, México, pág. 88.

Anexo II

O investimento estrangeiro de carteira encontra-se distribuído nos seguintes mecanismos

1. Recibos de Depósito Americano (RDAs) ou Recibos de Depósito Globais (GRDs)	Esses instrumentos permitem aos investidores estrangeiros adquirir indiretamente ações de empresas mexicanas; são recibos negociáveis que amparam valores da emissora e são emitidos e administrados por um banco estrangeiro.
2. Séries de livre subscrição	É o mecanismo tradicional ao qual recorrem os investidores estrangeiros para adquirir valores de empresas mexicanas. Carecem de restrições da taxa quantitativo para sua aquisição e oferecem aos investidores estrangeiros os mesmos direitos de propriedade e corporativos que têm os cidadãos mexicanos.
3. Certificados de Participação Ordinária (CPO) do fideicomisso neutro	Esse mecanismo incluiu-se no novo regulamento para o investimento estrangeiro. Funciona mediante a formação de fideicomissos para que os investidores estrangeiros possam adquirir ações que, sob outras circunstâncias, estariam reservadas exclusivamente a nacionais.
4. Fundos de investimentos internacionais	São fundos que mantêm uma carteira de ações representativa das principais empresas inscritas na Bolsa Mexicana de Valores e que atuam nos principais mercados internacionais. Esses fundos têm como antecedente o Fundo México, criado em 1981; cabe assinalar que desde esse ano e até 1989 não se criou nenhum outro fundo, mas a partir de então formaram-se mais de 15 fundos que operam com ações mexicanas nos mercados internacionais.
5. Valores governamentais	Esses investimentos realizam-se mediante operações diretas no mercado financeiro por meio das bolsas de valores ou de bancos mexicanos.

Notas

1. A lei também estabeleceu as diferentes porcentagens de participação de investimentos externos em empresas mexicanas, a qual em nenhum caso poderia exceder 49%, se bem que a Comissão Nacional de Investimentos Externos tenha ficado autorizada a resolver sobre o aumento ou diminuição das porcentagens de participação. De acordo com a lei, reservaram exclusivamente ao Estado as seguintes atividades: a) petróleo e os demais hidrocarbonetos; b) petroquímica básica; c) exploração de minerais radioativos e geração de energia nuclear; d) alguns casos de exploração de minérios; e) eletricidade; f) ferrovias; e g) comunicação telegráfica. Aos mexicanos se reservaram: a) rádio e televisão; b) transporte automotor urbano, interurbano e em estradas federais; c) transportes aéreos e marítimos nacionais; d) exploração florestal; e) distribuição de gás.
2. A nova estratégia provocou, a partir de 1973, o crescimento acelerado da inflação, que atingiu uma média anual de 23,9% entre esse ano e 1982 (contra 4,7% de média anual entre 1954-1970, período do "desenvolvimento estabilizador"), assim como uma marcada deterioração da conta-corrente, cujo déficit como proporção do PIB passou de 2,4% em 1971 para 6,4% em 1981.

3. Esse valor baseia-se na metodologia desenvolvida por José Angel Gurría e Ricardo S. Fadl (1991).
4. A valorização da taxa de câmbio real entre 1978 e princípio de 1982 (aproximadamente 27%) e a baixa do preço internacional do petróleo no segundo semestre de 1981 começaram a gerar um clima de grande incerteza, que se refletiu na volumosa fuga de capitais e, posteriormente, na virtual interrupção dos créditos do exterior e do investimento externo direto. Esses acontecimentos deram lugar às desvalorizações de 1982 (fevereiro, agosto e dezembro). Além disso, depois da desvalorização do peso em agosto desse ano estabeleceu-se um rígido controle de câmbios por meio do qual, pela primeira vez na história do México, perdia-se a livre mobilidade e conversão da moeda.
5. A fixação da taxa de câmbio nos dois mercados foi feita estabelecendo-se uma margem de subvalorização inicial suficiente para absorver o ajuste dos preços internos e dar o espaço necessário para que outras medidas do programa de estabilização pudessem induzir uma diminuição da inflação. Estima-se que em dezembro de 1982 a margem de desvalorização da taxa de câmbio controlado foi de 28% e em dezembro de 1983 de 15%. A taxa de câmbio nominal, essencialmente, ajustou-se às condições de mercado, ainda que em algumas ocasiões o Banco do México tenha intervindo em ambos os mercados e a diferença entre as duas cotações se tenha aplicado consideravelmente, tal qual ocorreu em 1985.
6. A aprovação em 1990 do Regulamento "S" e da Norma 144-A. Ver FMI (1991b) e Culpeper, neste mesmo volume.
7. Como parte do pacote financeiro firmado com os bancos comerciais credores, o governo mexicano concluiu um programa de intercâmbio da dívida pública por capital (*swaps*). O mecanismo de consignação realizou-se mediante dois leilões (julho e outubro de 1990), com resultados muito satisfatórios, já que foram obtidos preços de intercâmbio de 47,95 e 48 centavos por dólar, respectivamente. Esses preços foram muito próximos das cotações que por esses meses apresentava a dívida mexicana no mercado secundário (aproximadamente 43,9 centavos por dólar). Os Direitos de Intercâmbio, que foram exercidos durante o período de vigência do programa (julho de 1990 — abril de 1992), permitiram cancelar US\$ 813 milhões da dívida pública externa.
8. O desconto implícito do total de operações autorizadas no primeiro programa de *swaps* foi de 18,7%.
9. O que implica uma taxa de crescimento anual médio de 23% nesse período, ainda que esse aumento seja explicado, em sua maior parte, pelas aplicações de 1991, ano em que aumentou o saldo desse tipo de dívida em 37,5%, devido ao fato de parte desses recursos terem sido utilizados para financiar operações de redução da dívida.
10. Assim, por exemplo, durante os primeiros dois meses de 1994 a NAFIN aplicou bônus a sobretaxas de 100 e 112 pontos base, a Bancomext a 163 e a Pemex a 115.
11. Ba2 é o nível médio de "grau especulativo".
12. Cabe assinalar que no período de maior instabilidade econômica do México -- desde princípios da década de 1970 até meados de 1980 --, o crédito interno do Banco Central era a folga variável para complementar o financiamento do déficit público.
13. Este artigo foi concluído em junho de 1994, seis meses antes de se suspender o esquema de flutuação controlada e se decidir deixar que as forças do mercado determinem a taxa de câmbio, o que significa uma desvalorização de cerca de 50% entre 19 e 30 de dezembro de 1994. Apesar das qualidades do esquema anterior, diversos fenômenos pressionaram a taxa de câmbio além do sustentável; entre eles podemos assinalar o crescimento do déficit em conta-corrente até cerca de US\$ 29 bilhões (8% do PIB) em 1994, o aumento da taxa de juros internacionais e a incerteza entre os investidores devido tanto a fatores econômicos quanto políticas, que provocaram uma redução sensível das reservas internacionais para cerca de US\$ 6,1 bilhões, ao fim de 1994.

Referências bibliográficas

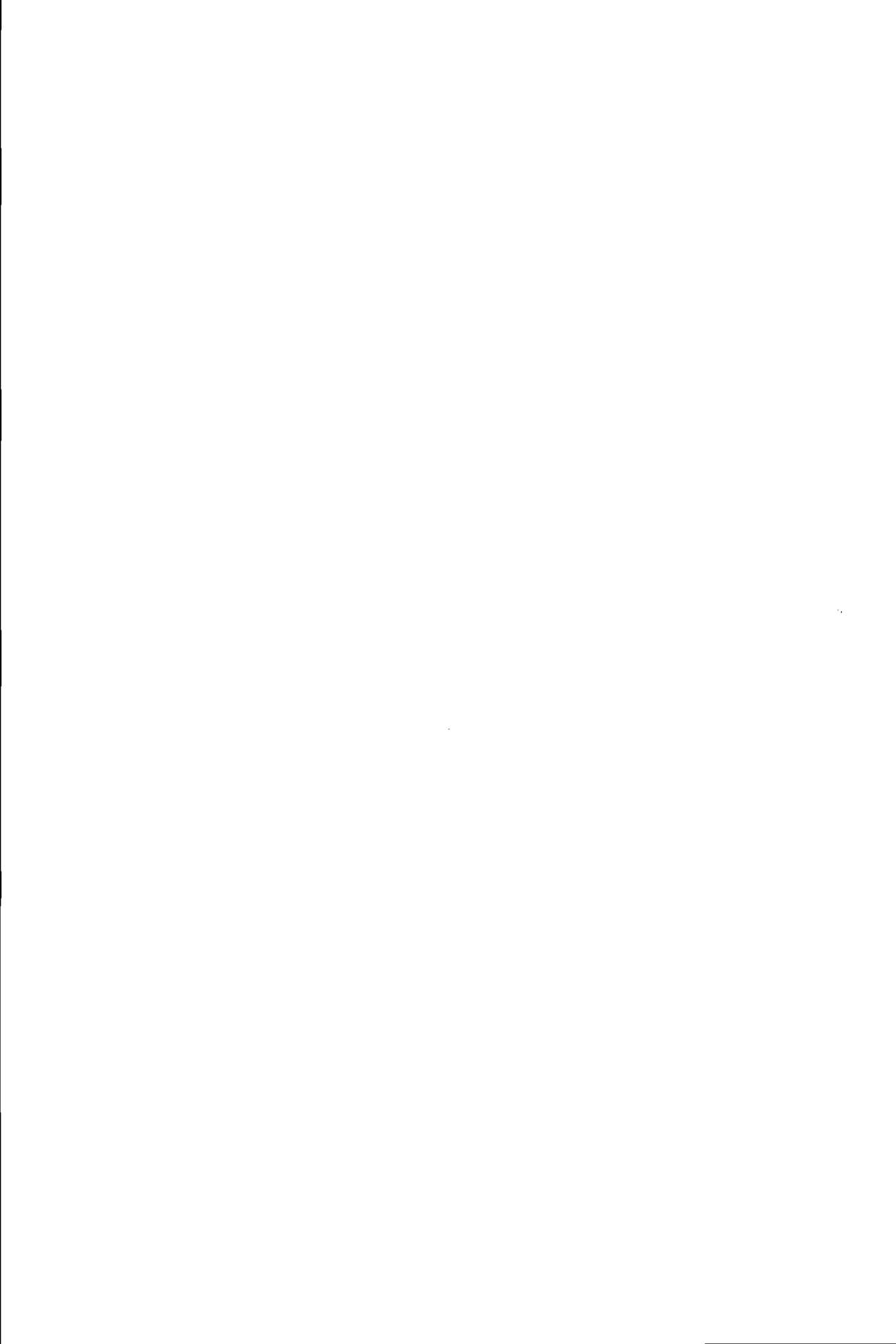
BANCO DO MÉXICO, *Indicadores Económicos*, vários números.

_____, *Informe Anual*, vários números.

CALVO, G. L. LEIDERMAN e C. REINHART (1993), "Afluencia de capital y apreciación del tipo de cambio", *IMF Staff Papers*, vol. 40, março.

CUMBY, R. E. e M. OBSTFELD (1983), "Capital mobility and the scope for sterilization: Mexico in the 70s", In ASPE, P., DORNBUSH, R. e OBSTFELD, M. (orgs), *Financial policies and the world capital market*, NBER, University of Chicago Press, Chicago.

- DIAZ-ALEJANDRO, C. (1983), "Stories of the 1930s for the 1980s", em P. Aspe, R. Dornbusch e M. Obstfeld (orgs.), *Financial Policies and the World Capital Market*, NBER, University of Chicago Press, Chicago.
- FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL (1991a). "Determinants and systemic consequences of international capital flows", *World Economic and Financial Surveys*, março.
- _____. (1991b), "International capital markets: developments and prospects", *World Economic and Financial Surveys*, maio.
- _____. (1991c), "Private market financing for developing countries", *World Economic and Financial Surveys*, dezembro.
- GURRÍA, J. A. (1992), "La política de deuda externa de México, 1982-1990", in Bazdresch, C., BUCAY, N., LOAEZ, S. e LUSTIG, N. (orgs.), *México: auge, crisis y ajuste*, Serie de Lecturas del Trimestre Económico, nº 73, vol. 2, Fondo de Cultura Económica, México.
- _____. (1993), "La nueva política de deuda externa de México", in VÁSQUEZ NAVA, M. E. (org.), *La Administración Pública Contemporánea en México*, Secretaría de la Contraloría General de la Federación e Fondo de Cultura Económica, México.
- GURRÍA, J.A. e FADL (1991), "Estimación de la fuga de capitales en México, 1970-1990", serie monografías, nº 4, Banco Interamericano de Desarrollo.
- MANCERA AGUAYO, M. (1993), "La política monetaria en México", in vários autores, *Testimonios sobre la Actuación de la Banca Central*, vol. 1, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México.
- RODRIGUEZ, M.A. (1978), "Consequences of capital flight for Latin America", in LESSARD, D. e WILLIAMSON, J. (orgs.), *Capital Flight: The Problem and Policy Responses*, Institute for International Economics, Washington, D.C.



FLUXOS DE CAPITAL E DESENVOLVIMENTO
Implicações para as políticas econômicas¹

Robert Devlin
Ricardo Ffrench-Davis
Stephany Griffith-Jones

Introdução

Os mercados internacionais de capitais cresceram espetacularmente desde meados da década de 1960. Embora os movimentos de capital reflitam em parte a expansão da economia mundial, do aumento do comércio internacional e da globalização da produção, estão também vinculados a fatores puramente financeiros que aumentam em um ritmo notavelmente mais rápido. Na década de 1960, a crescente presença de centros financeiros internacionais extraterritoriais com muito pouca regulação estimulou os movimentos de capital ao dar espaço à evasão da regulamentação financeira nacional, aos controles de capital e aos impostos. Em seguida, nas décadas de 1970 e 1980, muitos países começaram a liberalizar seus setores financeiros nacionais e a relaxar ou abandonar a regulamentação das transações de divisas. Isso, combinado com os revolucionários avanços tecnológicos na gestão da informação e das telecomunicações e com o surgimento de técnicas financeiras cada vez mais sofisticadas, contribuiu para uma alta dos fluxos financeiros nacionais e internacionais.

É prematuro referir-se a mercados financeiros integrados, já que a mobilidade do capital internacional está obviamente longe de ser perfeita. Apesar disso, não há dúvidas de que os fluxos de capital e a integração financeira internacional aumentam velozmente. Essas circunstâncias têm causado controvérsia. Em um extremo estão os que vêem a crescente integração como um sinal de maior eficiência. Segundo essa interpretação, os mercados estão superando a repressão financeira que caracterizaria uma regulação governamental ineficiente. Em outro extremo estão os que consideram que a alta dos fluxos de capital constitui uma especulação de alto risco que ameaça a soberania nacional. Evidentemente, entre esses dois extremos há várias posturas intermediárias que reconhecem as vantagens potenciais de uma maior mobilidade do capital internacional, mas às quais também preocupam questões como a sustentabilidade, a composição e os prazos dos fluxos de capital e a necessidade de garantir que sejam compatíveis com a estabilidade macroeconômica, a competitividade internacional, o crescimento e a equidade social.

Ultimamente essa controvérsia tem alcançado uma crucial importância para a América Latina. Na década de 1980, rompeu-se a maioria dos vínculos com os mercados de capital internacional, como resultado da crise da dívida.² No entanto a região foi beneficia-

da por uma grande alta dos fluxos de capital durante o período de 1991 a 1994. Esses fluxos foram muito valiosos inicialmente porque removeram uma restrição externa dominante que contribuía para os baixos níveis de investimento e uma grave recessão econômica na região. No entanto, essa afluência de capitais também teve um efeito indesejado sobre a evolução das taxas de câmbio, no grau de controle da oferta de dinheiro, nos passivos externos e na futura vulnerabilidade ante novos choques externos.

Em um primeiro momento serão examinados os fundamentos conceituais do papel dos fluxos externos de capital no desenvolvimento e no que concerne à liberalização financeira e à abertura da conta de capital. A seguir, o estudo irá centrar-se nas origens da recente alta dos fluxos de capital e em algumas das conseqüências que, em matéria de política, derivam do comportamento da oferta de fundos. Por fim, será feita uma avaliação dos efeitos dos fluxos de capital nas economias da América Latina e um exame das implicações em matéria de políticas.

Há um tema comum preponderante que emerge deste trabalho. Os fluxos de capital são, sem dúvida, um instrumento valioso no desenvolvimento econômico e no processo de integração da economia mundial. No entanto, a natureza intertemporal das transações financeiras e a insuficiência dos instrumentos existentes contribuem para que os mercados se encontrem entre os que funcionam de forma mais imperfeita na economia de mercado. São propensos a grandes altos e baixos, a períodos de superotimismo e superpessimismo e a gerar passivos macroeconômicos fora de linha (*outliers*) por prolongados lapsos (Kindleberger, 1978; Stiglitz, 1993). Isso caracterizou as relações cambiais, os mercados de bolsas de valores e de bens de raízes e as taxas de juros. Portanto, as melhorias na informação, a regulação do setor financeiro e uma macrogestão integral e prudente (direta e indireta) das correntes financeiras constituem um bem público em relação ao qual os governos compartilham um papel: no desempenho da oferta, no caso das autoridades de países industriais, e na demanda, no caso das autoridades dos países em desenvolvimento, coordenadas, quando seja o caso, pelos organismos internacionais. A inação pode ter um custo substancial. Com efeito, o elevado valor desses bens públicos e o custo de não utilizá-los ficaram evidentes na crise mexicana do final de 1994.

Mobilidade da poupança externa e abertura da conta de capital

O capital externo e o desenvolvimento

Nos últimos anos, tem-se prestado mais atenção aos aportes positivos da mobilidade do capital em geral, o que deu espaço a recomendações de políticas para a abertura da conta de capital. Os argumentos em favor de um capital de livre mobilidade estão respaldados por sólidos delineamentos teóricos. Infelizmente, o mundo real imperfeito em que vivemos pode condicionar seriamente muitas das apreciações dos textos. Isso gera preocupação quanto a interpretar e aplicar teorias em voga de forma demasiadamente literal, sem dar atenção às importantes advertências que podem surgir de uma avaliação mais empírica do papel da mobilidade do capital no processo de desenvolvimento. Isso é ilustra-

do examinando-se algumas das razões mais freqüentemente mencionadas para promover uma maior mobilidade. Entre as principais encontram-se: a canalização da poupança externa para os países com insuficiência de capital e o financiamento compensatório dos choques externos, que ajuda a estabilizar o gasto interno.

Em nível agregado, diz-se que os movimentos de capital dos países desenvolvidos para os em via de desenvolvimento aumentam a eficiência da alocação de recursos mundiais (Mathieson e Rojas-Suárez, 1993), porque o rendimento real do investimento marginal nos países com abundância de capital é, geralmente, mais baixo que o dos países com escassez de capital. Como no caso de muitos raciocínios teóricos, os resultados previstos dependem do cumprimento de algumas condições. Entre elas está a de que os mercados financeiros, que intermedeiam a maioria dos movimentos internacionais de capital, devem contar com o que Tobin (1984) denomina "eficiência fundamental da valorização", ou seja, as valorizações do mercado devem refletir adequadamente o valor atualizado dos dividendos, no qual se possa prever que gerem os ativos em questão ao longo do tempo.

As condições de fixação dos preços são extremamente importantes porque dão o principal sinal para a realocação de capital pelo mercado. Infelizmente, sabe-se que os movimentos de preços nos mercados financeiros freqüentemente não refletem aspectos fundamentais (Tobin, 1984; Kenen, 1993; Stiglitz, 1993). Desse modo, há estudos empíricos (resumidos em Tobin, 1984; Lessard, 1991; Aykuz, 1993), assim como análises históricas (Kindleberger, 1978), que sugerem que a alocação de recursos no mercado de capital costuma sofrer graves ineficiências.

A curto prazo as imperfeições podem fazer com que os mercados financeiros aloquem muito pouco ou excessivo capital (em relação à rentabilidade implícita) a alguns receptores num dado momento. Quando a alocação ineficiente de curto prazo é muito elevada, pode induzir uma crise e ter conseqüências devastadoras para as empresas, os setores produtivos e os países.

Esses transtornos de curto prazo no financiamento, que perturbam gravemente a produção e distorcem a rentabilidade do capital, podem outorgar vantagens e desvantagens a diferentes agentes econômicos, que em si mesmos podem converter-se em elementos determinantes da rentabilidade e, conseqüentemente, das tendências na alocação de recursos. É evidente que o fenômeno da histerise é extremamente pertinente no terreno financeiro e em sua inter-relação com a economia real (Reisen, 1994, Cap. 10; Devlin, 1989).

A mobilização da poupança externa é o papel clássico para os fluxos de capital em um país em desenvolvimento. Esse foi o argumento mais tradicional e certamente o mais poderoso em favor da mobilidade internacional do capital e das afluências para os países menos desenvolvidos. De fato, as correntes da poupança externa podem complementar a poupança interna, aumentar os investimentos e estimular o crescimento. Por sua vez, a expansão da receita global pode aumentar ainda mais a poupança interna e o investimento, criando desse modo um círculo virtuoso no qual há uma expansão econômica sustentada, com a eliminação, por fim, da dívida externa líquida e a transformação do país num exportador de capital (ver CEPAL, 1995, Cap. X).

Embora esse quadro de análise tradicional seja muito estilizado, tem algumas fortes conotações. Em primeiro lugar, os fluxos externos de capital devem dirigir-se de forma

continua para aumentar o investimento agregado e não se desviar para o consumo. Em segundo lugar, requer um enérgico esforço encaminhado para a poupança interna: desde o começo de um ciclo de dívidas, a taxa marginal de poupança deve-se manter em um nível que seja muito mais alto do que a taxa média do país e também consideravelmente maior do que a taxa de investimento, permitindo dessa maneira, a longo prazo, a formação de um superávit da poupança para a amortização da dívida. Em terceiro lugar, o investimento deve ser eficiente. Em quarto lugar, o país deve investir com força em bens comercializáveis com o objetivo de poder criar um superávit comercial suficientemente volumoso para transformar a poupança interna em moeda conversível, de modo a atender ao serviço da dívida. Em quinto lugar, requer credores que estejam dispostos a proporcionar afluências de financiamento estáveis e prazos razoáveis.

Essas condições podem não ser cumpridas na prática: é possível que os países experimentem uma substituição da poupança interna pela externa: os investimentos nem sempre podem ser eficientes ou suficientemente canalizados para bens comercializáveis ou de exportação, e o comportamento dos prestamistas pode diferir da modalidade desejada.

Na verdade, por mais convincente que seja o argumento tradicional em favor da transferência da poupança internacional para países relativamente mais pobres, os problemas mencionados e as conseqüentes crises de pagamento têm feito com que esse valioso mecanismo de desenvolvimento funcione sem muita força. Apesar dessas graves dificuldades, a poupança estrangeira vem cumprindo historicamente um papel muito importante no desenvolvimento de vários países, com alguns destes até surgindo como países industriais e posteriormente evoluídos e convertidos em importantes exportadores de capital.

A mobilidade do capital também pode contribuir, ao longo do tempo, para a distribuição dos custos das diferenças intertemporais entre a produção e o gasto. No entanto, esse processo nem sempre pode evoluir sem tropeços na prática. Se as oscilações transitórias das variáveis externas são relativamente previsíveis, os mercados livres de capital poderiam proporcionar o financiamento desejado sem muita dificuldade. No entanto, para os mercados nem sempre é fácil determinar se uma mudança desfavorável da conjuntura no setor externo será ou não transitória e por quanto tempo. Essa incerteza, aliada às imperfeições dos mercados internacionais de capital (em especial as assimetrias de informação e os problemas de aplicação efetiva das normas, Stiglitz e Weiss, 1981), representa obstáculos para a chegada de quantidades suficientes de financiamento externo nos montantes requeridos.

Quando essa valiosa função de mobilidade do capital se verifica apenas de forma imperfeita, os custos do ajuste para os países em desenvolvimento podem ser enormes. Isso se deve ao fato de que, diante de um choque externo negativo (e reservas internacionais do país facilmente esgotáveis), toda a diminuição de afluência de capital exigirá uma redução imediata do gasto interno para reequilibrar a balança de pagamentos. A produção quase seguramente cairá devido à rigidez da estrutura produtiva que atrapalha a realocação de recursos, sendo que haverá também tendência a que se produza uma redução desmesurada do investimento. O ajuste externo da América Latina na década de 1980 ilustra muito bem esses pontos (CEPAL, 1984; Ramos, 1985; e Devlin e Ffrench-Davis, 1994).

Se o financiamento for tratado analiticamente de forma análoga aos bens, poder-se-á supor benefícios sociais num comércio internacional recíproco de ativos financeiros: a mo-

bilidade do capital permitiria às pessoas satisfazer mais plenamente às suas preferências de risco por meio de uma maior diversificação de suas posses de ativos. Esse microbenefício é atualmente o argumento mais comum em favor da mobilidade do capital (Mathieson e Rojas-Suárez, 1993)³ e tem sido usado amplamente como argumento para justificar uma abertura plena da conta de capital dos países desenvolvidos e em desenvolvimento, igualmente.

A analogia entre o livre comércio de mercadorias e o de ativos financeiros pode ser errônea. O comércio de ativos financeiros internacionais não é idêntico, por exemplo, ao intercâmbio de trigo por têxteis entre países (Díaz-Alejandro, 1985; Devlin, 1989). Esse tipo de transação é completo e instantâneo, enquanto o comércio de instrumentos financeiros é inerentemente incompleto e de valor incerto, já que se apóia numa promessa de pagamento no futuro. Em um mundo de incerteza, mercados de seguros incompletos, custos de informação e outras distorções, as avaliações ex ante e ex post dos ativos financeiros podem ser completamente diferentes. Além disso, a separação no tempo entre uma operação financeira e um pagamento correspondente, junto com as barreiras de informação, gera transações externas de mercado que podem magnificar e multiplicar os erros nas avaliações subjetivas, até o ponto em que finalmente as correções de mercado podem ser muito abruptas e desestabilizadoras. É precisamente por isso que o bem-estar social pode diminuir com a desregulamentação do comércio de ativos financeiros e de fato aumentar com uma maior intervenção pública (Stiglitz, 1993). Desse modo, algumas formas de regulação do comércio de certos ativos financeiros não apenas fazem com que funcionem os mercados específicos mais eficientemente como também melhoram o rendimento global da economia ao acentuar a estabilidade macroeconômica e favorecer um maior rendimento dos investimentos a longo prazo.

A liberalização da conta do capital: a evolução das políticas

Existe um amplo consenso no sentido de que a mobilidade de capital internacional seja um componente necessário no processo de desenvolvimento. No entanto, a maior parte das análises de equilíbrio geral examina o capital como um todo e não leva em conta condições importantes do mundo real, como as limitações em matéria de informação, as peculiaridades institucionais dos investidores, a estrutura do mercado em que estes operam, o volume e o momento oportuno para o financiamento e seus custos e instabilidade. Esses e outros fatores nem sempre se combinam para que seja permitido aos países aproveitar a totalidade dos possíveis benefícios dos movimentos externos do capital. Na verdade, podem e costumam acontecer falhas sistêmicas de mercado. Exemplos freqüentes do problema são as grandes crises financeiras, acompanhadas de colapso macroeconômico, que reiteradamente, têm aparecido na história econômica, entre elas a crise da dívida na América Latina da década de 1980 e a recente crise mexicana.

De economias fechadas a economias abertas

Durante as décadas de 1950 e 1960, a principal corrente de pensamento profissional sobre o desenvolvimento centrou-se sobretudo na atividade econômica real mais do que

em assuntos monetários e financeiros. Além disso, a análise dos fluxos da poupança externa concentrou-se em um número muito limitado de fontes de crédito, basicamente na ajuda e empréstimos bilaterais e no investimento externo direto. A maioria dos países desenvolvidos e em desenvolvimento tinha amplos controles dos movimentos de capital.

Essa situação tinha suas raízes na circunstância histórica concreta da Grande Depressão e na escassa atividade financeira internacional privada, em especial até o início da década de 1960. Essa orientação das políticas não manteve um monopólio de idéias; na verdade, viu-se confrontada com paradigmas rivais, principalmente da teoria econômica do *laissez-faire*.

Sustentou-se a necessidade de uma conta de capital aberta como forma de aumentar a poupança nacional, aprofundar os mercados financeiros locais, reduzir os custos da intermediação financeira pela intensificação da competitividade, satisfazer à demanda das pessoas de contar com maior diversificação do risco e otimizar a alocação dos recursos. Em resumo, invocou-se a maioria dos benefícios da mobilidade do capital esboçados anteriormente.

Abertura e seqüência das reformas

Embora os que se sentiam atraídos por esse enfoque concordassem amplamente quanto ao diagnóstico e às prescrições em matéria de políticas gerais, havia grandes divergências de opinião quanto à colocação em prática. Alguns defendiam que as reformas básicas eram parte de uma "trama contínua" e que deveria empreender-se idealmente de forma simultânea (Shaw, 1973). Outros favoreciam a ordenação seqüencial das reformas, em que a conta de capital seria aberta somente depois da consolidação de outras medidas de liberalização e em que se daria prioridade à reforma financeira interna e à liberalização comercial (Mckinnon, 1973).

A conta de capital foi considerada uma área especialmente delicada, porque se fosse aberta conjuntamente com outras reformas poderia induzir uma avalanche de capitais que provocaria uma revalorização prematura da taxa de câmbio, com conseqüências negativas para a liberalização comercial e a alocação dos recursos. Segundo esse ponto de vista, uma taxa de câmbio competitiva era decisiva para a reforma comercial. Conseqüentemente, a regulação das correntes de capital poderia justificar-se como uma forma de reduzir temporariamente as pressões de revalorização.

As diversas questões sobre políticas começaram a ter implicações reais para a América Latina em meados da década de 1970, quando três países do Cone Sul levaram a cabo processos de liberalização econômica radicais, inspirados em parte pela hipótese da repressão financeira e pela simplicidade teórica do enfoque monetário da balança de pagamentos (ver French-Davis, 1983).

Havia um incentivo adicional para se estimular a abertura da conta de capital. Muitos analistas consideravam a alta dos empréstimos bancários internacionais da década de 1970 um fato inerentemente benigno para o desenvolvimento. Do ponto de vista da oferta, os mercados privados financeiros, e em especial o mercado não-regulado de eurodólares, eram considerados altamente eficientes e capazes de impor a "disciplina de mercado" aos devedores, em contraste com os empréstimos supostamente ineficientes e permissivos dos organismos oficiais de crédito (Friedman, 1977). Além disso, estimou-se que as decisões em matéria de investimentos diretos e do mercado de valores apoiavam-se nas variáveis-chave

de longo prazo (*fundamentals*) dos países e eram, portanto, inerentemente favoráveis a uma maior ordem e disciplina. Da perspectiva da demanda havia, além disso, uma crença muito generalizada de que se os credores fossem privados — em contraste com os organismos do setor público — os recursos seriam utilizados eficientemente (Robichek, 1981).

Como se sabe, a experiência do Cone Sul acabou mal, pois as economias desmoronaram sob o peso dos grandes desequilíbrios de preços e bolhas especulativas nos preços dos ativos, baixos níveis de investimento e poupança internos, uma enorme dívida externa e crise de insolvência. As razões dadas para explicar a má experiência foram as falhas dos mercados financeiros internacionais ou a deficientes, ordenação seqüencial das reformas de liberalização, ou ambas (Díaz-Alejandro, 1985; Edwards, 1984).

No que diz respeito às falhas de mercados, chegou-se à conclusão de que simplesmente não se tinha materializado a chamada disciplina do mercado financeiro privado, porque, em vez de encarar uma curva de oferta de empréstimos ascendente, com racionamento do crédito, como seria de se supor em um mercado com prestamistas eficientes, muitos países subdesenvolvidos defrontaram-se aparentemente, na década de 1970, com uma curva horizontal da oferta (com comissões decrescentes cobradas pelos credores e valorização nas taxas de câmbio nos mercados dos devedores) que deu sinais distorcidos de preços para o processo de poupança/investimento. Quanto às razões da curva horizontal da oferta e às falhas do mercado, alguns têm afirmado a existência de garantias públicas diretas ou indiretas para os credores e os devedores (McKinnon, 1991), enquanto outros acentuam as deficiências da estrutura dos mercados financeiros e as práticas creditícias institucionais, assim como a permissividade dos sistemas reguladores nacionais e internacionais (Devlin, 1989).

Em relação à seqüência das reformas, existe atualmente certo consenso de que a abertura da conta de capital foi prematura e deveria ter sido adiada até que se tivessem consolidado outras reformas importantes e estabelecido os preços de equilíbrio. O ensinamento que se obtém é que, durante o ajuste, as contas de capital abertas (em especial nos períodos de oferta elástica de financiamento internacional) podem induzir períodos de intensificação da afluência de capitais com efeitos macroeconômicos e setoriais desestabilizadores.

Em primeiro lugar, se os mercados financeiros internos ainda são pouco profundos e não-competitivos, não poderão intermediar de forma eficiente um ressurgimento dos fluxos de capital, ameaçando dessa forma a estabilidade das próprias afluências. Em segundo lugar, deve-se consolidar os parâmetros fiscais e as políticas devem ser flexíveis, já que sem uma base impositiva sólida e mecanismos fiscais flexíveis as autoridades irão depender muito das políticas monetárias para regular a economia do país. A base impositiva deve ser sólida o bastante para suportar níveis suficientes de gasto público compatíveis com as necessidades de desenvolvimento a longo prazo.

Finalmente, já que parte dos fluxos de capital é inevitavelmente gasta em bens não-comercializáveis, o preço relativo destes últimos tende a aumentar, com a conseqüente supervalorização da taxa de câmbio real. Isso, por sua vez, reflete-se num aumento do déficit em conta-corrente. A revalorização real da taxa de câmbio pode, obviamente, distorcer a alocação dos recursos e do investimento, debilitando seriamente o objetivo estrutural de médio prazo que tem um país para penetrar nos mercados externos com novas exportações. A supervalorização real tende também a provocar custos sociais desnecessários, já que os recursos internos provavelmente terão de reverter para a produção de bens

mais comercializáveis, uma depreciação real da taxa de câmbio (Edwards, 1984; Park & Park, 1993; Banco Mundial, 1993). Isto se deve a que a contrapartida do déficit em conta-corrente é uma acumulação de passivos externos cujo serviço deverá efetuar-se em divisas.

Formou-se dessa maneira um leque considerável de opiniões de especialistas que solicitam que a abertura de vários segmentos da conta de capital ocorra somente depois da consolidação de outros programas importantes de liberalização, especialmente nos campos do comércio e das finanças nacionais; de fato, segundo McKinnon (1991, p. 117) “durante a liberalização, justifica-se a aplicação de controles estritos ao aumento repentino da afluência (ou saída) de capital de curto prazo”.

Um dos pontos mais divergentes da questão diz respeito à velocidade da abertura da conta de capital, uma vez adotada a decisão: alguns preconizaram uma abertura rápida e ambiciosa, enquanto outros aconselharam um enfoque gradual. A primeira postura é favorecida por aqueles que desconfiam da intervenção do governo nos mercados de divisas e de capital ou temem que os interesses criados paralise os programas de liberalização. O segundo ponto de vista procede da convicção de que a estabilidade macroeconômica precisa também de certa seqüência na própria abertura da conta de capital. De modo geral, estabelece-se uma clara distinção entre a entrada e a saída de capitais e sugere-se que os países liberalizem a primeira antes da última, em parte devido a que os benefícios que podem derivar-se das saídas de capital são mais evidentes em um país que tenha acumulado ativos consideráveis no exterior (Williamson, 1992 e 1993). Poderia também haver uma ordenação seqüencial dentro dos componentes de entradas e de saídas: por exemplo, o ingresso de capitais de longo prazo poderia liberalizar-se antes das operações de curto prazo, enquanto no caso da saída de capital poderia dar-se prioridade aos investimentos diretos no exterior orientados para as exportações e o crédito comercial.

O enfoque gradualista é mais congruente com o conhecimento profundo obtido em relação à melhor seqüência das reformas. Assim, ainda que os países em desenvolvimento possam ter levado a cabo reformas radicais, é possível que transcorram muitos anos antes que se dêem as condições propícias, ou seja, antes que contem com um mercado financeiro nacional profundo e institucionalmente diversificado, uma base impositiva consolidada e ampla, um setor exportador diversificado e internacionalmente competitivo e uma extensa variedade de mecanismos disponíveis de políticas macroeconômicas — o que permitirá às suas economias absorver os movimentos não-regulados de capital externo em níveis que sejam condizentes com o crescimento sustentado e a equidade.

Muitos dos que advogam a ordenação seqüencial somente questionam a ordem e o momento oportuno da liberalização, não o objetivo final de uma conta de capital aberta. No entanto, a importância decisiva da estabilidade macroeconômica, juntamente com o esmagador volume dos mercados internacionais de capital, em comparação com o porte muito menor das economias da América Latina e as sérias imperfeições que existem em tais mercados, podem tornar pouco conveniente um compromisso inflexível com uma conta de capital aberta de forma permanente e indiscriminada. Na realidade, a crescente instabilidade dos fluxos internacionais de capital e seu porte já deram origem a novos debates nos países industrializados com relação ao comportamento potencialmente desestabilizador dos mercados de capital e à possível necessidade de regulá-los, principalmente em determinadas circunstâncias. A recente experiência no México assinala novamente a conveniência de evitar ou desestimular as entradas de capital financeiro de curto prazo.

Os fluxos privados de capital na década de 1990: implicações de políticas para a oferta

Aumento maciço na escala dos fluxos de capital

O primeiro aspecto que cabe destacar é a extraordinária envergadura dos fluxos privados de capital para a América Latina no início da década de 1990, bem como o fato de que essa enorme afluência de capitais foi inesperada.

Como se pode ver no Quadro 1, a afluência líquida de capital para a América Latina alcançou entre 1992 e 1994 um recorde, subindo a uma média de US\$ 62 bilhões anuais. Além disso, os fluxos líquidos de capital como proporção do PIB (a preços correntes) alcançaram 5% nesse período, que é um nível superior ao do máximo histórico anterior (4,5% de 1977 a 1981).

Quadro 1
Fluxos líquidos de capital para a América Latina^a
(médias anuais)

	Fluxos líquidos totais (em bilhões de US\$)				
	1977-1981	1983-1990	1990-1991	1992-1994 ^b	1995
América Latina	28,9	9,4	28,2	62,4	
Argentina	1,9	1,4	1,1	10,8	0,3
Chile	2,6	1,5	2,3	3,4	0,9
México	8,2	0,8	17,0	27,4	-13,5
	Porcentagem do PIB ^c				
	1977-1981	1983-1990	1990-1991	1992-1994 ^b	
América Latina	4,5	1,3	2,6	5,1	
Argentina	2,0	2,1	0,6	5,2	
Chile	12,7	7,0	7,3	8,5	
México	5,1	0,2	6,3	9,2	

^a Inclui capital de longo prazo e curto prazo, transferências unilaterais oficiais e erros e omissões.

^b Cifras preliminares que cobrem aproximadamente até novembro de 1994.

^c Estimativas aproximadas que são extremamente sensíveis à taxa de câmbio usada para a conversão do PIB em moeda nacional a dólares norte-americanos; para o período de 1990 a 1994 utilizou-se uma média das estimativas: uma com taxa de câmbio nominal derivada da paridade real em 1990 e uma baseada em taxas correntes de cada ano.

Fonte: CEPAL, *América Latina y el Caribe: Políticas para Mejorar la Inserción en la Economía Mundial*, Santiago, 1995, Capítulo IX e atualizações.

Especialmente espetacular foi o pronunciado aumento dos fluxos de capital para o México (Quadro 1), em que os ingressos líquidos ficaram próximos a zero no período entre 1983 e 1990, enquanto entre 1992 e 1994 ultrapassaram 9% do PIB, valor muito

superior à participação exibida no período de 1977 a 1981. Também a Argentina registra grandes aumentos de seus fluxos de capital no início da década de 1990, mas foram menos espetaculares que os do México.⁴

Mudanças ocorridas nos tipos de fluxos

Uma segunda tendência importante dos fluxos de capital para a América Latina é a apreciável diversificação das fontes e, acima de tudo, a mudança de sua composição. A participação do investimento externo direto dobrou entre 1977-81 e 1989-92 (FMI, 1993). Contudo, somente um em cada quatro dólares de entradas líquidas correspondeu a IED no período 1992-94. O capital acionário nos mercados de valores surgiu como nova fonte de financiamento para a região e aumentou ainda mais a sua importância em 1993 e 1994, da mesma forma que os bônus, enquanto a participação dos empréstimos de bancos comerciais diminuiu notavelmente.

Em geral, essas mudanças da estrutura de financiamento eram vistas por alguns observadores como positivas, já que envolviam uma pior corrente de capital e os fluxos com taxas de juros variáveis (em especial inadequados para financiar o desenvolvimento a longo prazo, como o demonstra a crise da dívida na década de 1980) representam uma proporção pequena do total. No entanto havia problemas importantes subjacentes a essa avaliação positiva da composição dos fluxos, a maioria dos quais será analisada posteriormente. Vale a pena insistir em que uma fonte de preocupação era o fato de uma proporção bastante alta dos fluxos líquidos de capital no início da década de 1990 (mais alta que nas décadas anteriores) corresponder a fluxos de curto prazo, em que o risco de instabilidade é, tanto intuitiva como empiricamente, mais alto (CEPAL, 1995). A alta proporção de fluxos de curto prazo foi um problema-chave, particularmente no México.

Finalmente, em relação às mudanças que ocorrem na composição dos fluxos de capital, é importante ressaltar — o que se esquece freqüentemente — que essas mudanças seguem geralmente tendências semelhantes às mundiais, principalmente quanto à diminuição da importância dos créditos bancários e ao rápido aumento dos valores mobiliários (tanto bônus quanto ações). Por sua parte, o aumento da IED, que é significativo, é mais lento que o do resto dos fluxos. A tendência para maiores fluxos de curto prazo parece ser mundial.

A composição regional da oferta

Os Estados Unidos são uma fonte importante de afluências privadas de capital para a América Latina. De fato, no que diz respeito ao investimento externo direto, durante o período de 1987 e 1990 aproximadamente 35% desses fluxos tiveram origem nesse país, estimulados posteriormente pelas perspectivas do NAFTA e de uma maior integração continental. Entre 1987 e 1990, aproximadamente 25% do total do investimento externo direto na região proveio da Europa (Griffith-Jones, 1995).

Em termos de investimentos nas bolsas, especialmente no começo, os fluxos provinham predominantemente de fontes com sede nos EUA (incluindo o retorno de capital evadido da América Latina). De fato, como assinala Culpeper (1995), os investidores dos EUA contribuíram com uma proporção muito importante do investimento em ações nas

bolsas da América Latina, como o México, o Brasil e a Argentina; a proporção correspondente ao México é especialmente considerável. O investimento nas bolsas de valores, incluídos os ADRs primários e secundários, foi particularmente significativo em 1993 e 1994.

Com referência aos bônus, que em 1993 tornaram-se a fonte mais importante de fluxos privados de capital para a América Latina, é extremamente difícil distinguir a origem regional do financiamento de bônus, especialmente nos mercados internacionais (ou de eurobônus). Durante a década de 1990, estes absorveram de três a cinco vezes o volume das emissões de bônus estrangeiros oferecidos nos principais mercados internos dos EUA, Japão e Europa. Não obstante merece destaque o fato de que uma proporção extremamente alta de bônus latino-americanos é emitida em dólares, o que é um indício de que os investidores com sede nos EUA (incluído o capital evadido da América Latina) constituem uma fonte importante de tal financiamento. A alta proporção de bônus expressos em dólares parece refletir as preferências dos investidores e a composição de moedas dos ingressos das empresas latino-americanas. Além disso, as baixíssimas taxas de juros nos EUA no período entre 1991 e 1993 estimularam os investidores com base nesse país a comprar títulos latino-americanos. No caso dos mercados nacionais de bônus, os devedores da América Latina participaram principalmente no mercado privado de colocações norte-americano, onde o relaxamento da regulamentação (em particular a regra 144-A) facilitou em grande medida a obtenção de fundos.

Conseqüentemente, pode-se concluir que, em relação aos fluxos dirigidos aos países da América Latina, os credores e investidores com sede nos EUA surgiram no início da década de 1990 como a fonte principal; isso parece estar vinculado a vários fatores que incluem os tradicionais, como a proximidade geográfica, os fortes vínculos políticos e um melhor conhecimento da área, aos quais se acrescentam fatores bastante novos, como as perspectivas de integração hemisférica e a considerável diferença de rentabilidade entre os investimentos nos EUA e na América Latina. Os fluxos provenientes da Europa, ainda que menores que os dos EUA são mais importantes do que geralmente se percebe na região e parecem ter tido certas características que lhes conferem um interesse especial. Por exemplo, os investidores estrangeiros diretos da Europa comportaram-se como "amigos nos maus momentos", entre 1983 e 1988, quando os fluxos líquidos de investimento externo direto do Japão diminuíram e os dos EUA tornaram-se negativos (devido à crise da dívida); o financiamento europeu diminuiu muito menos e converteu-se na fonte principal de fluxos do investimento externo direto para a América Latina (Griffith-Jones, 1995). Além disso, o investimento europeu nesses países é especialmente ativo nas manufaturas, em contraste com o dos norte-americanos e japoneses, que se destina principalmente aos setores primários.

Algumas semelhanças e diferenças entre os fluxos de capital de várias regiões

Há algumas semelhanças e diferenças significativas entre os fluxos de capital que têm origem nos EUA, Europa ou Japão. Uma semelhança geral entre os três grandes mercados analisados é que, em todos eles, os investidores institucionais, principalmente os fundos de pensão e as companhias de seguro, viram aumentar extraordinariamente seus ativos totais na última década (Quadro 2). É o caso, sobretudo, dos fundos de pensão e das companhias de seguros dos EUA, cujos US\$ 7 trilhões em ativos no final de 1992 representavam quase

15% de todos os ativos financeiros e mais de 30% dos ativos de instituições financeiras nesse país. Os ativos financeiros japoneses e europeus de investidores institucionais (especialmente os do Reino Unido) são também muito vultosos e cresceram com rapidez (Chuhan e Jun, 1995).

Quadro 2
Ativos totais dos investidores institucionais
(em bilhões de US\$)

	1980	1988	1990	1991	1992
Fundos de pensão					
Canadá	43,3	131,3	171,8	188,4	
Alemanha	17,2	41,6	55,2	58,6	67,5 ^a
Japão	24,3	134,1	158,8	182,3	191,9
Reino Unido	151,3 ^b	483,9	583,5	642,7	
EUA	667,7	1 919,2	2 257,3	3 070,9	3 334,3
Cias. de seguros de vida					
Canadá	36,8	85,5	106,1	118,1	
Alemanha	88,4	213,6	299,5	325,7	375,3 ^a
Japão	124,6	734,7	946,9	1 113,7	1 214,9
Reino Unido	145,7 ^b	358,9	447,9	516,7	
EUA	464,2	1 132,7	1 367,4	1 505,3	1 624,5
Cias. de seguros					
Canadá	46,0	108,2	132,9	141,4	
Alemanha	125,1	301,1	425,8	453,1	529,3 ^a
Japão	159,2	890,7	1 137,2	1 329,2	1 433,3
Reino Unido	177,0 ^b	431,1	533,2	606,3	
EUA	646,3	1 586,6	1 896,6	2 096,9	2 253,2

a As somas da primeira coluna correspondem a 1981.

b Estas cifras correspondem a setembro de 1992.

Fontes: Estatísticas do Canadá: *Quarterly Estimates of Trusteed Pension Funds & Financial Statistics*; *Bank of Canada Review*; *Financial Institution's Financial Statistics*; *Geschäftsberichts des Bundesaufsichtsemtes*; *Bank of Japan, Economic Statistics Monthly*; *Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts*; *Central Statistical Office, Financial Statistics*.

Ao mesmo tempo, houve uma clara tendência, entre alguns investidores institucionais, a um aumento da proporção de ativos no exterior como porcentagem de seus ativos totais (ver Griffith-Jones, 1995, Quadro 12). Em especial, tem-se acentuado o aumento dessa proporção nos fundos de pensão do Reino Unido, nos quais em 1990 alcançou quase 20%, e nos fundos

de pensão holandeses, nos quais chegou a 15%. Isso contrasta evidentemente com os fundos de pensão alemães, nos quais em 1990 somente 1% do total estava em ativos no exterior. Os fundos norte-americanos encontram-se em uma posição intermediária, já que sua proporção de ativos no exterior era ainda bastante baixa em 1990 (4% do total), mas é provável que aumente acentuadamente, pois os especialistas que assessoram esses fundos recomendaram que aumentem rapidamente seu investimento no exterior. Como conseqüência dessas tendências, há uma vultosa oferta real e potencial de fundos para investimento nos países em desenvolvimento, e em especial na América Latina.

Uma terceira tendência semelhante nos principais países é que aconteceram mudanças de regulamentação que melhoram o acesso dos países em desenvolvimento a seus mercados de valores. Talvez de especial importância tenham sido as medidas que facilitam o acesso às bolsas de valores dos EUA e ao investimento de entidades norte-americanas nos mercados latino-americanos de bolsas (ver Culpeper, 1995). Isso tem sido um fator decisivo na transmissão de instabilidade entre as bolsas do continente. No entanto, também houve mudanças de regulamentação que facilitam o acesso ao mercado japonês, como o afrouxamento das pautas relevantes para a emissão de bônus Samurai e das regulações de emissão japonesa no mercado de aplicações financeiras privadas (ver Chuhan e Jun, 1995). Em menor intensidade, houve uma liberalização em alguns países europeus; por exemplo, a junta de investimentos em valores do Reino Unido (Securities Investment Board) propôs a abolição do conceito de mercados aprovados para a sociedade de investidores individuais. As mudanças na União Européia, vinculadas ao mercado financeiro único, também tendem a liberalizar a regulamentação (ver Griffith Jones, 1995).

Recompilação de informação

Os mecanismos por meio dos quais o capital fluiu para os países da América Latina na década de 1990 são geralmente novos, por isso os dados sobre esses fluxos de capital tendem a ser incompletos. A informação sobre os fluxos do mercado de valores é particularmente incompleta.

Um segundo aspecto com relação ao qual os dados são insuficientes e incompletos é a informação — à disposição dos corretores de bolsa, dos administradores dos mercados de investimentos e dos investidores institucionais — sobre as economias da América Latina e sobre as empresas. Quando os credores percebem que sabem muito menos que os devedores sobre os riscos creditícios, eles podem optar por racionar o crédito em vez de aumentar as taxas de juros, especialmente para os devedores cuja qualidade creditícia é mais difícil de determinar (Stiglitz e Weiss, 1981). Isso tenderá a ocorrer numa situação em que aumenta a incerteza, o que pode causar instabilidade financeira (Mishkin, 1991). A crise que começou em dezembro de 1994 ilustra em parte esse fenômeno.

Conseqüentemente, há fortes razões práticas e teóricas para melhorar consideravelmente a qualidade de informação sobre os devedores latino-americanos que recebem os diferentes investidores ou credores. No que diz respeito ao mercado dos EUA, Culpeper (1995) informa que a principal limitação que afeta os emissores de ações ou bônus parece ser agora a transparência de seus antecedentes financeiros. Por esta razão, a colocação em prática por toda a região de normas de contabilidade geralmente aceitas (GAAP) seria uma forma efi-

caz de dar às empresas da América Latina um maior acesso ao mercado financeiro com fundos de prazo mais longo.⁵

Há um terceiro aspecto sobre o qual a informação e a análise foram muito incompletas e diz respeito ao uso final que se dava aos fluxos privados nos diferentes países receptores. Em que medida se canalizam esses fluxos até o investimento? Quão eficiente é esse investimento? Que proporção desse investimento se destina a bens comercializáveis? As respostas a essas perguntas seriam decisivas para ajudar a determinar se o ingresso de capitais contribuirá realmente para o crescimento e o desenvolvimento a longo prazo e se se reduzirá ao mínimo o perigo de uma grave crise no futuro. A responsabilidade principal no que se refere ao prosseguimento da prática de tais fluxos pareceria corresponder aos bancos centrais e aos reguladores dos países receptores, embora se esperasse também que os credores e investidores (assim como os bancos centrais e as autoridades reguladoras dos países de procedência) estivessem interessados profundamente pelo tema.

Os riscos financeiros dos novos fluxos de capital

Os benefícios da interação com os fluxos de capital privado para o desenvolvimento das economias receptoras dependem em grande parte de um acesso estável e previsível aos mercados financeiros. O risco de restrições abruptas da oferta ou aumentos pronunciados do custo e a abreviação dos prazos de vencimento dos passivos externos são determinados, em parte, pelas percepções do risco e, conseqüentemente, pelas políticas dos países receptores. No entanto, do ponto de vista dos países em desenvolvimento, o acesso pode também estar fortemente condicionado a uma dinâmica da oferta determinada de forma exógena e relacionada com as políticas macroeconômicas dos países industriais e com as formas de regulação preventivas.

Dessa última perspectiva, é evidente que a América Latina enfrentava riscos consideráveis de instabilidade com relação aos novos fluxos financeiros da década de 1990. Em primeiro lugar, há certo consenso no sentido de que um dos motores que impulsionaram a nova afluência de capital teve uma base exógena, em um âmbito de afrouxamento conjuntural da política monetária na área da OCDE e a conseqüente baixa espetacular das taxas internacionais de juros, especialmente as dos EUA no começo da década de 1990 (Calvo, Leiderman e Reinhart, 1993). As maiores rentabilidades na região têm atraído investidores que se tinham acostumado a uma década de taxas de juros relativamente altas na área de baixo risco da OCDE. Além disso, dadas as circunstâncias especiais da América Latina — a recuperação de uma profunda e prolongada recessão —, os investidores puderam captar uma alta rentabilidade, com custos de informação baixos, visto que a necessidade de discriminação entre países e empresas não era grande. Todo aumento importante das taxas internacionais de juros, juntamente com maiores custos de uma informação que permita determinar onde o investimento produzirá uma alta rentabilidade, poderia induzir uma mudança de orientação dos fluxos de capital de alguns dos investidores menos comprometidos. Esse ponto ilustra o forte efeito negativo sobre a afluência de alguns tipos de capitais para a região do aumento relativamente moderado das taxas de juros dos EUA em 1994.

Os mercados financeiros internacionais podem também ser mais vulneráveis que no passado, do ponto de vista estrutural, às flutuações de preços e volumes. Por exemplo, muitos instrumentos financeiros novos são complexos e às vezes não são plenamente com-

preendidos por todos os participantes nem pelos intermediários que gerenciam as transações. Existe um crescente potencial de instabilidade, na medida em que os instrumentos derivados se tornam cada vez mais importantes na atividade financeira; por um lado, essas operações não estão reguladas, não têm normas relativas às margens ou ao capital; por outro, a comercialização desses instrumentos é impulsionada pelas comissões iniciais que o vendedor obtenha sem risco. Finalmente, a informação sobre as operações de derivados é extremamente insuficiente.

Além dos riscos sistêmicos, os países deveriam também ter consciência dos riscos específicos potenciais das modalidades particulares com as quais o capital fluiu para a América Latina na década de 1990.

Uma fonte importante de novos fluxos para a região são os bônus. Sua vantagem é que têm freqüentemente uma taxa de juros fixa. No entanto, como é analisado em Griffith-Jones (1995), o vencimento médio desses bônus na década de 1990 é muito curto (aproximadamente quatro anos). Isso implica que uma grande parte do estoque poderia ser retirada com bastante rapidez se os bônus não se renovassem. Menos espetacular, mas também causa de inquietação, é o risco de que, sendo possível a renovação dos bônus, o custo dos empréstimos aumente consideravelmente; como os vencimentos são muito curtos, poderia surgir muito rápido o aumento de custos. Grande parte do financiamento do governo do México deu-se com títulos de prazo muito curto.

Outra nova forma de financiamento privado para a América Latina é o investimento externo em ações. Ela apresenta a vantagem de ter certo grau de sensibilidade cíclica dos dividendos. No entanto, esses fluxos do capital também pressupõem importantes riscos de volatilidade para os países receptores. Os investidores podem, por diferentes razões, não somente deixar de investir em ações, e inclusive tentar vender seus valores rapidamente, se temerem uma deterioração das perspectivas no país. Isso se traduz em pressões sobre a taxa de câmbio ou em baixas dos preços na bolsa de valores local, como se viu recentemente. Este último fato poderia ter um impacto negativo sobre a demanda agregada, devido ao efeito riqueza, e sobre o sistema financeiro interno, especialmente se os bancos e as operações de valores estiverem estreitamente integrados, por meio de participações cruzadas ou de endividamento dos investidores. Enquanto o movimento dos mercados depender em proporção significativa de participantes que se especializem em curto prazo e os mercados nacionais de valores permanecerem pouco profundos, os riscos de uma grande instabilidade serão inerentes a essa nova modalidade de financiamento externo.

O fluxos de investimento externo direto parecem ser geralmente mais estáveis e de longo prazo. Mesmo assim, tendem a fortalecer a formação de capital interno, na medida em que se trata de criação de nova capacidade e não de simples compra de ativos produtivos existentes. Portanto é desejável que uma proporção dos fluxos de capital muito maior do que na década de 1970 afluia em forma de investimento externo direto para a América Latina.

Iniciativas de políticas em relação à oferta

Uma série de medidas de política pode contribuir para melhorar o nível e a qualidade da oferta de fundos privados.

A boa compreensão das regulações e suas mudanças permite aos países receptores identificar as barreiras nos países de procedência — que ainda guardam uma discriminação em relação aos devedores da América Latina — que não estejam apoiadas em razões econômicas. A aplicação de restrições muito rígidas, em alguns países de procedência, à capacidade dos investidores institucionais de se diversificarem para as regiões em desenvolvimento pareceria ser apenas um dos vários exemplos possíveis.

Há vários foros mundiais, como a Organização Internacional de Comissões de Valores, ou de países industriais, como o BIS (Comitê de Basileia de Supervisão Bancária), em que são analisados os aspectos relativos ao risco sistêmico dos fluxos internacionais e se sugerem ou se põem em prática regras orientadas para reduzir tal risco ou proteger os investidores.

Os bancos centrais e os governos da América Latina devem tentar participar ativamente nesses foros sobre regulação, nos quais devem promover mudanças que signifiquem a redução do risco sistêmico internacional. De fato, um menor risco sistêmico no plano internacional beneficia os países da América Latina, que historicamente foram vulneráveis à instabilidade nos mercados financeiros mundiais.

Como se mencionou anteriormente, a sustentabilidade dos fluxos privados de capital e a capacidade de uma rápida retirada que pudesse traduzir-se em uma crise não dependem apenas da estrutura e da regulação dos mercados internacionais de capital; dependem também, decisivamente, das condições macroeconômicas mundiais.

Por essa razão, parece importante que os governos da América Latina tenham a oportunidade de participar em deliberações de coordenação macroeconômica mundial (como as que se referem ao G7), particularmente no caso das variáveis, como as taxas de juros e as taxas de câmbio, que os afetam tão diretamente. Os países da América Latina devem também mostrar suas inquietações e pontos de vista às autoridades dos principais países industriais em relação às possíveis repercussões das políticas macroeconômicas desses países nas economias da América Latina. Mais uma vez, o BID e a CEPAL podem ser especialmente eficazes.

Um passo importante para a coordenação macroeconômica regional deu-se em abril de 1994, quando os governos do Canadá, México e EUA (membros do NAFTA) chegaram a um acordo para estabelecer um fundo de estabilização cambial de US\$ 8,8 bilhões. O acordo se produziu depois que o peso experimentava várias semanas de instabilidade e incerteza, ameaçando solapar o programa econômico do governo. Esse tipo de mecanismo teve de se ampliar durante a crise de dezembro de 1994. A pergunta é se tais mecanismos deveriam institucionalizar-se mais ou se isso criaria um risco moral.⁶

O ressurgimento dos fluxos de capital na década de 1990: questões relacionadas com as políticas do ponto de vista da demanda

Fluxos de capital e seus efeitos macroeconômicos

O ressurgimento repentino da afluência de capital proporcionou o financiamento necessário remover a restrição externa dominante e para continuar, de forma mais eficien-

te, os programas de ajuste estrutural iniciados por diversos países na década de 1980. No entanto, ele apresentou desafios quanto às salvaguardas destinadas a impedir crises financeiras, a garantir a estabilidade e sustentabilidade dos equilíbrios macroeconômicos e a promover os investimentos. Um tema de relevância crescente refere-se aos programas anti-inflacionários que se apóiam na valorização cambial. Ele ressurgiu como elemento-chave para a formulação de políticas e um exame profundo desses problemas.

Para a região em conjunto, a entrada de capitais teve efeitos positivos do tipo keynesiano, uma vez que removeu a restrição externa dominante, permitindo que se usasse mais plenamente a capacidade produtiva e com isso que se recuperassem a produção, a renda e o emprego. A supressão da restrição externa nos anos recentes contribuiu para que se restabelecesse o crescimento econômico, cuja taxa anual aumentou de 1,6% entre 1983 e 1990 para 3,6% entre 1991 e 1994 (Quadro 3, linha 17).

A recuperação apoiou-se principalmente no fato de a maior disponibilidade da economia externa tornar possível financiar as maiores importações associadas a um aumento do uso da capacidade produtiva existente; isso, por seu efeito na produção e na renda, reativou a demanda agregada. O efeito expansivo generalizou-se em toda a região e foi especialmente vigoroso em alguns países (como Argentina, Chile, Peru e Venezuela); há, no entanto, exceções. Assim o México, embora tenha experimentado uma afluência vultosa de capital privado, não teve uma recuperação importante do crescimento durante o período. Na medida em que se traduz em crescimento, a afluência de capital privado está fortemente influenciada pelo hiato que possa haver inicialmente entre o PIB efetivo e a capacidade produtiva, pela natureza das políticas econômicas internas — particularmente as macroeconômicas —, pelas expectativas dos agentes econômicos, pelos acontecimentos políticos e pelos fatores externos, como os termos do intercâmbio.

A partir de 1990 ressurgiu a afluência líquida de capital, alcançando uma média anual ao redor de US\$ 62 bilhões entre 1992 e 1994. Mais da metade da receita líquida de 1991 destinou-se a aumentar as insuficientes reservas internacionais dos países da América Latina; essa porcentagem reduziu-se nos anos seguintes, situando-se em um terço em 1993 e apenas em um oitavo em 1994 (até novembro), em paralelo com o aumento da capacidade de absorção da região. Evidentemente, essa capacidade foi aumentada pelas significativas revalorizações, toleradas ou promovidas em numerosos países latino-americanos.

A taxa de investimento, por sua vez, somente em 1992 atingiu um nível superior ao da média de 1983 a 1990. Deve-se acrescentar que em apenas alguns dos países da região que receberam volumosas afluências de capital, por exemplo, no Chile, essa afluência foi acompanhada de um aumento da taxa de investimento. Contudo, se se compara o período de 1983 a 1990 com os anos de 93-94, a poupança externa captada (os fluxos líquidos menos a acumulação de reservas) elevou-se mais de três pontos percentuais do PIB, enquanto o coeficiente de investimento cresceu menos de dois pontos. O resto foi utilizado em consumo e para compensar a deterioração dos prazos de intercâmbio, com uma diminuição do coeficiente de poupança interna e então a poupança nacional foi substituída pela poupança externa, como se reflete no fato de o acréscimo do investimento total ter sido inferior ao da poupança externa (Quadro 4).

Quadro 3
América Latina: Indicadores macroeconômicos

	Milhões de US\$ de 1980						Porcentagem do PIB				+
	1976-81	1983-90	1991	1992	1993	1994	1976-81	1983-90	1991-92	1993-94	
1. Afluência líquida de capitais	32,7	9,0	31,8	51,4	56,4	35,4	4,9	1,2	4,8	4,9	
2. Câmbio nas reservas	6,6	1,3	16,2	22,5	18,6	-3,0	1,0	0,2	2,2	0,8	
3. Poupança externa (1-2) = 8	26,1	7,7	15,6	28,9	37,8	38,4	3,9	1,0	2,6	4,1	
4. Efeito nos termos de intercâmbio ^a	5,5	30,0	46,9	49,1	54,3	54,0	0,8	3,8	5,5	5,8	
5. Déficit comercial	4,3	-53,7	-53,4	-40,1	-39,4	-36,8	0,6	-6,9	-5,4	-4,1	
6. Serviços de fatores	16,9	34,6	28,7	27,6	29,4	29,2	2,5	4,4	3,2	3,1	
7. Transferências unilaterais ^b	0,6	3,2	6,6	7,7	6,5	8,2	0,1	0,4	0,8	0,8	
8. Déficit em conta-corrente (4+5+6-7) = 3	26,1	7,7	15,6	28,9	37,8	38,4	3,9	1,0	2,6	4,1	
9. PIB	671,3	782,6	855,9	882,2	911,0	952,4	100,0	100,0	100,0	100,0	
10. INB (9-4-6+7)	649,5	721,2	786,9	813,2	833,8	877,4	96,8	92,2	92,1	91,8	
11. Consumo	514,4	598,5	662,0	684,4	706,4	736,9	76,6	76,5	77,4	77,4	
12. Investimento	161,2	130,4	140,5	157,7	165,2	178,7	24,0	16,7	17,2	18,5	
13. Excesso de gasto com relação ao PIB (11+12-9) = 5	4,3	-53,7	-53,4	-40,1	-39,4	-36,8	0,6	-6,9	-5,4	-4,1	
14. Excesso de gasto com relação ao fluxo(11+12-10)=3	26,1	7,7	15,6	28,9	37,8	38,4	3,9	1,0	2,6	4,1	
15. INB per capita (dólares de 1980)	1980	1851	1852	1878	1891	1954					
16. Taxa de crescimento do PIB (%)	4,6	1,6	3,6	3,0	3,3	4,5					
17. Taxa de crescimento das exportações de bens	4,2 ^c	5,5	5,2	7,4	6,5	8,3					
18. Taxa de crescimento das importações de bens	5,1 ^c	2,3	17,4	20,4	9,2	12,4					
19. Exportações de bens	81,8	124,4	156,1	167,6	178,6	193,5	12,2	15,9	18,6	20,0	
20. Importações de bens	79,5	75,1	107,0	128,8	140,7	158,2	11,8	9,6	13,6	16,0	

a Recursos necessários para cobrir a perda resultante do aumento do preço dos bens importados em comparação com os bens exportados pela região, medidos a preços de 1980.

b Corresponde aos fluxos privados em forma de doações e outras operações não-oficiais.

c Corresponde às taxas de crescimento anual entre 1981 e a média de 1973-1975.

Fonte: CEPAL, com base em cifras da balança de pagamentos e das contas nacionais de 19 países.

Juntamente com a recuperação econômica, a velocidade com que a afluência de capital removeu a restrição externa e gerou um superávit de fundos refletiu-se numa tendência para a valorização da taxa de câmbio, a rápida redução dos superávits comerciais e um acréscimo do déficit em conta-corrente (ver CEPAL, 1995). Essas tendências refletiram, ini-

cialmente, a recuperação dos níveis “normais” de demanda agregada, das importações e da taxa de câmbio real, todos eles condicionados pela restrição externa durante o período precedente. No entanto, a contínua abundância de capital tende a prolongar essas tendências ao longo do tempo e a gerar desequilíbrios insustentáveis. Com efeito, o déficit em conta-corrente de 18 países da América Latina (PALs) se elevou de US\$ 8 bilhões anuais no período 1983-90 para US\$ 53 bilhões em 1994. Com isso, também a poupança nacional acabou substituída pela poupança externa, o que se refletiu no fato de que o investimento total cresceu menos que a poupança externa (Quadro 3). A evolução da taxa de câmbio foi determinante neste resultado. Com efeito, a grande maioria dos PALs revalorizou suas taxas de câmbio entre 1990 e 1994, alcançando uma valorização, na média ponderada, de 25%. O impacto cambial foi reforçado por uma notável liberalização comercial realizada por vários PALs em um breve período, em princípios dos anos 90 (ver CEPAL, 1995, cap. VI). Assim, a liberalização comercial se efetuou junto com valorizações cambiais importantes, o que gerou que a recuperação da demanda agregada fosse crescentemente intensiva em itens importados. Por exemplo, entre 1990 e 1994, o PIB regional se expandiu 14%, enquanto as importações de bens e serviços cresceram em 69% (o que implica uma elasticidade bruta de 5). Em conseqüência, apareceu um déficit em preços correntes a partir de 1992, o primeiro desde 1981. Então, as autoridades econômicas viram-se frente a frente com um dilema crucial para a estabilidade futura. Essas variáveis devem refletir as condições de equilíbrio de médio prazo dos mercados internos de bens e monetário, assim como a disponibilidade sustentável de fluxos da poupança externa, que depende da natureza permanente ou transitória dos fluxos de capital. A realidade mostra o quanto é fácil que ocorra o contrário do esperado. Para conseguir os resultados desejados são necessárias políticas públicas ativas, que regulem as entradas de capitais, as taxas de câmbio e a liquidez interna, e gerem um ambiente estimulante para a formação de capital e para a maior produtividade.

Crítérios de política

Os efeitos dos novos fluxos de capital não foram os mesmos em todos os países. Isso está associado ao acesso a tais recursos, mas particularmente ao uso que as economias da região têm dado ao financiamento internacional. Tanto a capacidade de absorver esses fluxos quanto as políticas aplicadas pelos países foram afetadas pelo avanço alcançado em cada país no processo de ajuste econômico. De fato, os renovados vínculos com os mercados financeiros internacionais encontraram os países em etapas diferentes de seus programas de ajuste.

Quando deparam-se com uma inesperada abundância de financiamento externo que consideram, em parte, transitória ou que flui com excessiva rapidez para que a economia o absorva com eficiência, as autoridades podem intervir em três níveis. No primeiro, elas podem atuar com o objetivo de moderar o efeito sobre a taxa de câmbio, mediante a compra de divisas (ou seja, a acumulação de reservas) pelo Banco Central. Em um segundo nível, de maior profundidade, elas podem adotar políticas de esterilização (por exemplo, operações de mercado aberto no país) para diminuir o efeito monetário da acumulação de reservas no primeiro nível de intervenção. No terceiro, podem adotar políticas em relação aos incentivos, sobretaxas ou controles quantitativos para regular a afluência de

capital, influenciando dessa maneira na composição e volume desta última. O objetivo é estimular fluxos cujo volume esteja de acordo com a capacidade interna de absorção da economia e canalizá-los para projetos de investimento produtivos e, inversamente, desestimular o ingresso de capital financeiro de curto prazo.

Em geral, dentro de um âmbito de liberalização financeira, os instrumentos adotados têm-se orientado principalmente para os denominados como níveis primeiro e segundo de intervenção. Conforme a importância que se atribua à necessidade de diminuir as tendências à valorização, as autoridades têm levado a cabo diferentes intervenções no mercado de divisas; além disso, conforme tenham decidido aplicar uma política monetária ativa ou passiva, introduziram diferentes graus de intervenção para regular a demanda agregada. Alguns países também têm regulado diretamente os movimentos de capital para influir em sua composição e compatibilizá-la com seus objetivos de desenvolvimento.

As possíveis combinações entre os níveis produzem misturas diferentes de políticas monetárias e cambiais, que levam a distinguir duas alternativas de intervenção principais.

Intervenção não-esterilizada

O primeiro nível de intervenção foi adotado com frequência por países que se propõem como objetivo principal a estabilidade dos preços, usando como âncora uma taxa de câmbio nominal fixo, e que estão dispostos a aplicar uma política monetária passiva. De fato, o Banco Central deve acumular consideráveis reservas internacionais à medida que compra as divisas incorporadas pela afluência de capital, sem esterilizar o efeito monetário dessas operações. A expectativa é de que as taxas de juros nacionais e as taxas de inflação possam convergir rapidamente para as taxas internacionais.

Uma parte central do sucesso dessa estratégia dependerá definitivamente da confiança dos agentes econômicos na capacidade das autoridades monetárias de manter a taxa de câmbio nominal. O êxito depende, também, da relação resultante da taxa de câmbio nominal e da inflação. Diante de componentes inerciais da inflação ou no ajuste das importações (lags) — o que pode fazer com que a base monetária ultrapasse os níveis desejáveis ou que os preços de itens importáveis se mantenham “altos” —, o uso da taxa de câmbio como âncora para estabilizar os preços internos pode causar acentuadas revalorizações da taxa de câmbio real e tendências a excessos do gasto agregado e mudanças na composição do gasto, enviesadas contra a produção de bens comercializáveis. Depender de maneira excessiva desse enfoque para combater a inflação é, sem dúvida, uma estratégia de alto risco; caso cheguem a surgir desequilíbrios importantes, as opções das autoridades frequentemente se reduzem a uma grave recessão ou a medidas corretivas abruptas e desestabilizadoras. Na verdade, há quem aconselhe a alternativa da ação direta sobre a inflação mediante a aplicação de ativas políticas fiscais, de rendas e monetárias. Como comentou o professor Peter Kenen (1993), “nenhum marinheiro sensato atira a âncora antes que o barco pare de se movimentar”.

Enquanto na prática os países da região usaram diferentes combinações de políticas, pode-se destacar os casos do Chile de 1979 a 1982 e da Argentina na década de 1990 entre os países que estiveram mais perto da forma mais pura dessa alternativa de âncora. As compensações entre prós e contras (*trade-offs*) na Argentina, pelo menos a médio prazo,

têm sido bastante consideráveis (Fanelli e Machinea, 1995). A inflação caiu marcadamente e a economia experimentou uma forte recuperação da atividade econômica e parcialmente em matéria de investimentos. Ao contrário, a valorização da taxa cambial, juntamente com a liberalização das importações, contribuiu para uma acentuada deterioração da balança comercial e do déficit na conta-corrente, tornando o país mais vulnerável a quedas de entrada de capitais, enquanto a poupança interna e a nacional mostraram uma tendência à baixa. Visto que a poupança externa estimula desproporcionalmente a atividade interna, a trajetória da economia depende em grande parte da sustentabilidade dos fluxos de capital. Os consideráveis custos de uma política permissiva expressaram-se numa queda abrupta do PIB, do emprego e do investimento em 1995.

Intervenção esterilizada

Esse enfoque pressupõe uma esterilização dos efeitos monetários da acumulação de reservas durante períodos de intensificação das entradas de capital. O objetivo é isolar a oferta monetária das fortes flutuações derivadas da mobilidade do capital (Reisen, 1993). Esse tipo de esterilização, caso seja eficaz, impede que baixem as taxas internas reais de juros e limita a expansão da demanda agregada. Este segundo nível de intervenção foi preferido pelos países que saíram de situações recessivas e que mantiveram uma política monetária ativa e, ao mesmo tempo, uma postura mais cautelosa em relação às entradas de capital. Reflete uma preocupação com o desenvolvimento sustentado do setor de bens comerciais e a canalização do capital externo para a poupança e o investimento.

Nas economias que fazem pleno uso de sua capacidade produtiva, a esterilização tem a vantagem de ajudar a controlar o gasto e impedir uma maior valorização cambial real. No entanto, com essa opção, caso persistam as diferenças das taxas de juros, continua-se estimulando as entradas de capital, o que gera novas necessidades de esterilização; ao mesmo tempo, a intervenção pode ser uma fonte de déficits semifiscais, dado que o Banco Central coloca títulos negociáveis no mercado interno a taxas de juros mais altas do que as que obtém sobre suas reservas internacionais.⁷

Desse modo, a alternativa de intervenção esterilizada não está isenta de problemas. Surgem conflitos com maior intensidade quando há muito pouca flexibilidade no sistema tributário para que as autoridades econômicas nacionais possam usar essa política com a finalidade de fazer compensações aos choques internos ou externos. O que acontece nesses casos é que os outros instrumentos de política costumam ficar excessivamente comprometidos; de fato, as autoridades devem depender exclusivamente de instrumentos monetários e cambiais para moderar o gasto agregado ou estimular a atividade econômica. Um sistema tributário mais flexível permitiria uma melhor combinação de políticas, taxas de juros e de taxa câmbio mais estáveis. É também importante que se possa manter um nível de gasto social e investimento público de acordo com os objetivos do desenvolvimento nacional.

Na prática, a alternativa de intervenção esterilizada combinou-se com outras medidas de política:

- no primeiro nível de intervenção, políticas adicionais para influir no mercado de divisas;

- no segundo nível, para regular a demanda agregada por meio de mecanismos que não sejam a taxa de juros, e
- no terceiro nível, para modificar o volume e a composição dos fluxos de capital, seja diretamente, mediante restrições e sobrecargas dirigidas em especial ao capital de curto prazo, seja indiretamente, gerando uma incerteza em relação à taxa de câmbio nos operadores de curto prazo (ver Ffrench-Davis, Agosin e Uthoff, 1995).

Entre as possíveis medidas, cabe destacar as seguintes, no primeiro nível de intervenção, orientado a influir nos efeitos sobre o mercado cambial:

- aumentar a demanda de divisas mediante incentivos para a saída de capital durante períodos de superávit; isso pode ser feito afrouxando-se as leis que regem os investimentos de divisas nacionais no exterior e a repatriação do investimento externo direto e autorizando os devedores a fazerem pagamentos antecipados;
- estimular investimentos intensivos em bens de capital e insumos importados;
- fomentar o uso de mecanismos que estimulem o aumento da produtividade de acordo com o nível de valorização cambial.

No segundo nível de intervenção, cujo propósito é controlar o efeito sobre a demanda agregada:

- adotar mecanismos para regular os sistemas financeiros com o objetivo de evitar distorções, completar mercados no setor e remediar os pontos fracos na supervisão e regulamentação do sistema financeiro (ver CEPAL, 1995, Caps. VII e XII);
- impor disciplina fiscal para reduzir as pressões adicionais sobre a demanda;
- complementar as políticas cambiais e monetárias com contratos sociais relacionados com os preços e os salários (como na Europa pós-guerra).

No terceiro nível de intervenção, orientado para modificar o montante e a composição dos movimentos de capital:

- aplicar medidas cambiais indiretas destinadas a reduzir o ingresso (e aumentar a saída) de capital de curto prazo introduzindo certa incerteza com respeito à evolução da taxa de câmbio de curto prazo, mediante a intervenção do Banco Central na determinação desse valor;
- adotar medidas diretas que imponham restrições à afluência de capital, que podem consistir em reservas obrigatórias, sem juros referentes a depósitos bancários ou outros créditos do exterior e diversos tipos de controles quantitativos (requisitos quanto a períodos mínimos de vencimento, volumes mínimos para as emissões de bônus e regras para a participação do capital externo no mercado de valores). Estas medidas contribuem para fazer mais eficazes e sustentáveis as intervenções nos primeiros níveis.

O Chile é uma boa amostra de um país que desenvolve uma série de políticas nos três níveis, até o momento com excelentes resultados em relação ao crescimento, à estabilidade dos fluxos, ao aumento de poupança interna e ao investimento (Ffrench-Davis, Agosín e Uthoff, 1995). As autoridades chilenas optaram pela tríplice intervenção porque queriam regular a demanda agregada por meio de uma política monetária ativa e também respaldar o dinamismo das exportações, postas em marcha com muito esforço, influenciando na determinação da taxa de câmbio real no curto prazo, com base em duas suposições: a autoridade monetária tem uma melhor idéia das tendências macroeconômicas futuras na balança de pagamentos e seus efeitos a longo prazo na economia e, de modo mais fundamental, seus objetivos são de mais longo prazo do que os dos agentes que operam nos mercados de curto prazo (Zahler, 1992).

Conseqüentemente, diante de uma intensa afluência de capital, as autoridades, interpretando que parte dela teria um caráter permanente, permitiram certo nível de revalorização cambial. No entanto moderaram de forma substancial sua magnitude, com uma intervenção ativa e bastante integral, principalmente com o uso de várias regulações sobre o capital de curto prazo. Naturalmente, para moderar a valorização da taxa de câmbio, o país teve de controlar mais seu objetivo de chegar a uma taxa de inflação inferior a 10%.

O México é um caso intermediário entre o Chile e a Argentina. Por um lado, deu atenção prioritária à convergência da inflação interna (com a dos EUA). No entanto, esteve longe do extremo de fixar a taxa de câmbio nominal, como fez a Argentina. Não obstante, houve uma considerável revalorização real. O resultado foi efetivamente a conquista de uma taxa de inflação de um dígito, mas à custa de um déficit em conta-corrente cada vez maior e que chegou a ser insustentável.

Era evidente que deveria constituir uma causa de preocupação que, mesmo com uma taxa de crescimento extremamente baixa (0,5% do PIB em 1993), o déficit em conta-corrente mexicano tenha sido muito alto nesse ano e tenha continuado a se elevar significativamente em 1994. Ainda que a aprovação do NAFTA abrisse novas possibilidades para a economia mexicana, o alto nível do déficit na conta-corrente tornava o país muito dependente da afluência de capital externo; era, conseqüentemente, vulnerável a qualquer diminuição importante das entradas de capital. Contudo, as entidades privadas especializadas na qualificação da solidez financeira de países emissores de títulos catalogavam o México como muito solvente no final de 1994.

Políticas para a estabilidade e o crescimento sustentado

Do ponto de vista das políticas públicas, a forma ideal de avaliar uma resposta ao ressurgimento dos fluxos de capital seria separar seus componentes permanentes dos temporários. Se há um fluxo adicional permanente, fenômenos associados como a revalorização cambiária, o aumento do déficit na conta-corrente e o maior consumo poderiam ser interpretados como ajustes estabilizadores e, portanto, economicamente eficientes. Se os grandes fluxos de capital são temporários, como parece acontecer quase sempre em grande parte da América Latina, os movimentos mencionados das variáveis-chave seriam distorcedores, já que criariam desequilíbrios econômicos e a probabilidade de ajustes futuros per-

turbadores com custos muito altos. Essa distinção entre permanente e transitório, obviamente, é muito difícil de se fazer na prática. Mas há medidas de política econômica que podem ter um efeito diferenciado entre os fluxos de capital de curto e longo prazos ou nos fluxos de investimentos produtivos em comparação com fluxos puramente financeiros (ver Ffrench-Davis, Agosin e Uthoff, 1995).

As externalidades e outras imperfeições importantes dos mercados de capital internacionais dão lugar, entre outras coisas, a ciclos freqüentes de abundância e escassez de recursos e a crises sistêmicas, com o resultado de que mesmo os fluxos potencialmente permanentes podem desaparecer da noite para o dia (Guttentag e Herring, 1984). Conseqüentemente, é sempre aconselhável que os governos exerçam certo grau de precaução em relação aos fluxos de capital, com a finalidade de promover uma situação na qual seu montante total e seus principais componentes sejam compatíveis com a estabilidade macroeconômica, o investimento e o crescimento baseados na competitividade internacional. Principalmente se o porte e a composição dos fluxos de capital não concordam com esses parâmetros, cedo ou tarde sua sustentabilidade poderá ver-se ameaçada, tornando necessário recorrer a ajustes nacionais socialmente custosos. Esse problema da qualidade da capacidade interna de absorção agrava-se pelos riscos inerentes aos choques externos de curto prazo nos mercados financeiros internacionais.

Como os fluxos de capital podem afetar as variáveis macroeconômicas nacionais, assim como ser afetados por elas, os governos devem ter cautela em dois pontos. Em primeiro lugar, devem evitar uma situação na qual os fluxos de capital criem valores atípicos (*outliers*) ou distorções importantes em indicadores macroeconômicos fundamentais como as taxas de juros e as taxas de câmbio reais, o endividamento setorial e nacional, a inflação (incluindo os preços dos ativos), o consumo, o investimento e a produção de comercializáveis.

Em segundo lugar, os governos devem evitar usar as entradas de capital como seu instrumento principal para alcançar um objetivo rígido ou extremo em relação a uma só variável econômica interna, especialmente durante um período prolongado; um caso freqüente é o de pretender frear a inflação por meio de uma valorização cambial. Se o fazem, geralmente desequilibram outras variáveis importantes, afetando, desse modo, o próprio instrumento que tentaram usar, ou seja, os fluxos de capital.

Os fluxos de capital, obviamente, nem sempre são condizentes com os objetivos de estabilidade macroeconômica em seu sentido amplo, com o crescimento econômico sustentado e a equidade; justifica-se, portanto, certo grau de "manejo" público direto ou indireto para assim influir no volume e na composição desses fluxos. Houve numerosas experiências passadas, bem e mal sucedidas, na aplicação deste enfoque. O que constitui um grau adequado de liberalização da conta de capital pode variar com o tempo, conforme as condições locais e internacionais de curto prazo e as necessidades de desenvolvimento nacional.

Com relação à velocidade em que deveria liberalizar-se a conta de capital, o processo deve-se adaptar também à capacidade da economia de absorver e alocar eficientemente os recursos externos.

A liberalização da conta de capital nos países industrializados foi bastante lenta e gradual, acelerando-se somente nos últimos dez anos, à medida que se internacionalizaram os mercados de capital. É interessante ressaltar que Espanha, Portugal e Irlanda intro-

duziram certas restrições aos movimentos de capital em 1992 para combater a instabilidade da taxa de câmbio. Alcançados os objetivos de estabilidade, suprimiram-se as restrições. Isso realça a importância de se usarem instrumentos flexíveis que, conforme as circunstâncias, permitam impor limitações temporárias aos movimentos de capital para apoiar os esforços em direção a uma estabilidade macroeconômica.

Nos períodos em que os recursos são escassos, haveria uma justificativa para procurar formas específicas e mais gerais de atrair fluxos de capital e aplicar certas barreiras para desestimular as saídas de capital. A situação nos primeiros meses de 1995 de diminuição dos fluxos para grande parte da América Latina mostra claramente a forma como os fluxos externos podem esgotar-se e quão importante é, em circunstâncias como essas, que os governos façam esforços especiais para atrair fluxos de capital. Paralelamente, aconteceria o contrário nos casos de uma evidente abundância de capital nos mercados, como ocorreu no período de 1990 a 1994 em muitos países da América Latina: parece desejável, em uma conjuntura como essa, que se restrinjam certos tipos de afluência de capital e se fomentem alguns canais para as saídas de capital.

Há diversas maneiras de administrar os fluxos de capital. Quanto mais urgente for a necessidade de administração e mais escasso for o desenvolvimento das políticas fiscais e monetárias, maior probabilidade haverá de que se justifique o uso de regulações diretas aplicadas a certos tipos de capital externo, ainda que temporariamente. Os controles de qualquer tipo freqüentemente são considerados ineficientes e suscetíveis de serem evitados por operações cada vez mais complexas dos mercados de capitais. No entanto, como assinala Williamson (1992, p. 189), “as afirmações sobre a ineficácia dos controles de capital são extremamente exageradas”. Conforme se mencionou anteriormente, o uso de tais instrumentos naturalmente pressupõe custos, mas estes devem comparar-se aos benefícios sociais gerais do ponto de vista da estabilidade macroeconômica, do investimento e do crescimento, assim como em comparação com a viabilidade e confiabilidade de outras formas possíveis de se alcançar o mesmo objetivo. Como sustenta Zahler (1992), os possíveis custos microeconômicos de regular os movimentos de capital podem ser mais do que compensados pelos benefícios resultantes de uma maior estabilidade macroeconômica. É evidente que o resultado líquido dependerá da natureza do ambiente macroeconômico e da qualidade das políticas de regulação aplicadas.

Administrar os fluxos de capital implica alguns custos. Mas a experiência recente demonstrou drasticamente que deixar sempre que o mercado determine o volume e a composição de tais fluxos pode também acarretar custos, e estes podem ser notavelmente maiores.

A reorganização dos sistemas financeiros, incluindo-se a abertura da conta de capital, deve dar prioridade à canalização dos recursos para a poupança e para o investimento. Portanto, também se deve considerar detidamente a relação entre o sistema financeiro interno e os processos de poupança e investimento, e entre o sistema financeiro interno e os externos. O desempenho da América Latina com relação a isso tem sido, em geral, muito deficiente.

No que tange à relação entre os mercados financeiros e à formação de capital para o desenvolvimento, precisa-se de um marco institucional para completar ou aperfeiçoar os mercados. Deve-se reconhecer que, nos países com mercados de valores emergentes, a

liberalização financeira da conta de capital, que consiste em abri-la aos investimentos externos nos mercados de valores, corre o risco de criar um superendividamento externo e flutuações excessivas nos mercados de valores e de taxas de câmbio. As entradas de capital externo em grande escala nos mercados internos podem desencadear bolhas no mercado de valores e a revalorização da moeda nacional ao mesmo tempo. A conseqüente baixa dos preços no mercado de valores pode, por sua vez, provocar grandes saídas de capital, a desvalorização da moeda e a instabilidade em geral.

A preocupação com relação aos riscos associados aos mercados financeiros, com a geração de bolhas especulativas, implica a necessidade de adotar mecanismos reguladores e de supervisão para garantir a estabilidade das instituições financeiras que operam nos mercados de capital. Esses mecanismos são particularmente fundamentais nas economias abertas, de livre mercado. O fortalecimento da supervisão e regulação pode diminuir os riscos mencionados e contribuir para que o processo de atração de investimento de mercados do exterior seja mais organizado e estável (CEPAL, 1995, Cap. XII). Naturalmente, uma regulação eficaz exigirá que os países melhorem seus sistemas de acompanhamento dos fluxos de capital externo. Isso deve realizar-se, no caso das instituições financeiras, não somente em nível microeconômico como também macroeconômico, para garantir que o nível e a composição dos fluxos de capital sejam compatíveis com a estabilidade econômica.

Notas

1. Agradecemos os valiosos comentários recebidos em seminários realizados na Brookings Institution, no Instituto de Estudos Latino-americanos da Universidade de Londres, no BID, na Secretaria das Nações Unidas em Nova York e na CEPAL, em Santiago. Em particular, agradecemos os comentários de Guillermo Calvo, Sebastián Edwards, Felipe Larrain, Helmut Reisen e John Williamson.
2. Ver uma análise detalhada da inserção da região nos mercados de capital na década de 1970 e do surgimento da crise da dívida em Ffrench-Davis (1983); Devlin (1989); Feinberg e Ffrench-Davis (1988); Griffith-Jones e Rodriguez (1992); Banco Mundial (1993); e Ffrench-Davis e Devlin (1994).
3. Ver em CEPAL (1994) vários delineamentos teóricos acerca dos microefeitos da livre mobilidade do capital externo.
4. Cabe lembrar de que o Chile adotou políticas ativas para desestimular as entradas de capital de curto prazo. Veja-se Ffrench-Davis, Agosin e Uthoff (1995).
5. É preciso interpretar cuidadosamente esta afirmação. Muitos dos investidores institucionais captam fundos de longo prazo, porém seu investimento é, às vezes, de curto prazo. Por exemplo, dados recentes sobre a carteira de investidores institucionais norte-americanos indicam que os prazos médios de manutenção de seus ativos giram em torno de apenas dois anos.
6. Nos mercados internos, quando surge uma crise financeira de proporções sistêmicas as autoridades tipicamente reagem antes como prestamistas de última instância, deixando para depois as perguntas. Isso parece razoável em vista do alto custo que implicaria a inação ante uma crise sistêmica. Entretanto, para enfrentar o risco moral é preciso ter um sistema regulador rigoroso com prioridade para a redução dos riscos de crise sistêmica.
7. Se o fluxo de capital é muito elevado apenas transitoriamente, esse eventual custo financeiro tenderia a ser compensado por futuras vendas de divisas do Banco Central a preços maiores do aqueles pelos quais ele efetuou suas compras. Ver Reisen (1993) e Ffrench-Davis, Agosin e Uthoff (1995).

Referências bibliográficas

- AKYUZ, Y. (1993), "Financial liberalization: the key issues", UNCTAD Discussion Papers, n° 56 (UNCTAD/OSG/DP/56), Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), Ginebra.
- BANCO MUNDIAL (1993), *Diez Años Después de la Crisis de la Deuda*, Oficina Regional de América Latina y el Caribe, Washington, D.C., setembro.
- CALVO, G., LEIDERMAN, E. e REINHART, C. (1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, n° 1, março.
- CEPAL (1984). "Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina", *Cuadernos de la CEPAL*, n° 48 (LC/G.1332), Nações Unidas, Santiago.
- _____ (1995), *América Latina y el Caribe: Políticas para Mejorar la Inserción en la Economía Mundial*, Nações Unidas, Santiago.
- CHUHAN, P. e JUN, K. (1995), "O financiamento da América Latina no mercado de capitais do Japão", neste livro.
- CULPEPER, R. (1995), "A retomada das afluências de capital privado para a América Latina: O papel dos investidores norte-americanos", neste livro.
- DEVLIN, R. (1989), *Debt and Crisis in Latin America: The Supply Side of the Story*, Princeton University Press, Princeton.
- DÍAZ-ALEJANDRO, C. (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, n° 1/2, setembro.
- EDWARDS, S. (1984), "The order of liberalization of the balance of payments. Should the current account be opened first?", *World Bank Staff Working Papers*, n° 710, Banco Mundial, Washington, D.C., dezembro.
- FANELLI, J. M. e MACHINEA, J. L. (1995), "O movimento de capitais na Argentina", neste livro.
- FEINBERG, R. e FFRENCH-DAVIS, R. (org.) (1988), *Development and External Debt in Latin America*, University of Notre Dame Press, Indiana, e Grupo Editor Latinoamericano/CIEPLAN, Buenos Aires.
- FFRENCH-DAVIS, R. (org.) (1983), *Relaciones Financieras Externas y su Efecto en la Economía Latinoamericana*, Fondo de Cultura Económica, México, D.F.
- FFRENCH-DAVIS, R., AGOSIN, M. e UTHOFF, A. (1995), "Movimentos de capitais, estratégia exportadora e estabilidade macroeconômica no Chile", neste livro.
- FFRENCH-DAVIS, R. e DEVLIN, R. (1994), "The great Latin American debt crisis: a decade of asymmetric adjustment", in G. Helleiner (org.), *Poverty, Prosperity and the World Economy*, MacMillan, Londres.
- FMI (Fundo Monetário Internacional) (1993), *World Economic Outlook*, Washington, outubro.
- FRIEDMAN, I. (1977), *The Emerging Role of Private Banks in the Developing World*, Citicorp, Nova York.
- GRIFFITH-JONES, S. (1995), "Afluências dos fundos privados europeus para a América Latina: Fatos e idéias", neste livro.
- GRIFFITH-JONES, S. e RODRÍGUEZ, E. (1992) (org.), *Cross Conditionality, Banking Regulation and Third World Debt*, MacMillan, Londres.
- GURRÍA, J. A. (1995), "Fluxos de capital: O caso do México", neste livro.
- GUTTENTAG, J. e HERRING, R. (1984), "Credit rationing and financial disorder", *Journal of Finance*, vol. 39, dezembro.
- KENEN, P. (1993), "Financial opening and the exchange rate regime", in REISEN, H. e FISCHER, B. (orgs.), *Financial Opening, Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE)*, Paris.
- KINDLEBERGER, CH. (1978), *Manias, Panics and Crashes*, Basic Books, Nova York.
- LAMFALUSSY, A. (1992), "The restructuring of the financial industry: a central banking perspective". Conferência apresentada na City University, Londres, março (inédito).
- LESSARD, D. (1991), "The international efficiency of world capital markets", in H. Siebert (org.), *Capital Flows in the World Economy: Symposium 1990*, J.C.B. Mohr, Tubinga.
- MATHIESON, D. e ROJAS-SUÁREZ, L. (1993), "Liberalization of the capital account", *Occasional Papers*, n. 103, Fundo Monetário Internacional, Washington, D.C., março.
- McKINNON, R. (1973), *Money and Capital*, Brookings Institution, Washington, D.C.

- _____ (1984), "The international capital market and economic liberalization in LDCs", in *The Developing economies*, vol. 22, dezembro.
- _____ (1991), *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Johns Hopkins University Press, Baltimore.
- MISHKIN, F. S. (1991), "Assymetric information and financial crises: an historical perspective", in HUBBARD, R. G. (org.), *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press, Chicago.
- PARK, Y. CH. e PARK, W. A. (1993), "Capital movement, real asset speculation, and macroeconomic adjustment in Korea", *Financial Opening*, REISEN, H. e FISCHER, B. (org.), *Organizaçãopara a Cooperação e o Desenvolviemto Económico (OCDE)*, Paris.
- RAMOS, J. (1985), "Políticas de estabilización y ajuste en el Cono Sur, 1974-1973", *Revista de la CEPAL*, nº 25 (LC/G.1338), Santiago, abril.
- REISEN, H. (1993), "Efectos de las corrientes de capital sobre la base monetaria", *Revista de la CEPAL*, nº 51, dezembro.
- _____ (1994), *Debt, Deficits and Exchange Rates*, OECD Development Centre/Edward Elgar Publishing Company, Hants, Inglaterra.
- ROBICHEK, W. (1981), "Some reflections about external public debt management", *Estudios Monetarios VII*, Banco Central de Chile, Santiago.
- SHAW, E. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, Nova York.
- STIGLITZ, J. (1993), "The role of the State in financial markets", *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, vol. 2, Banco Mundial, Washington, D.C., maio.
- STIGLITZ, J. e WEISS, A. (1981), "Credit returning in markets with imperfect information", *American Economic Review*, vol. 71, junho.
- TOBIN, J. (1984), "On the efficiency of the financial system", *Lloyds Bank Review*, n. 153, julho.
- WILLIAMSON, J. (1992), "Acerca de la liberalización de la cuenta de capitales", *Estudios de Economía*, vol. 12, n. 2, Universidad de Chile, Santiago.
- _____ (1993), "A cost-benefit analysis of capital account liberalization", in REISEN, H. e FISCHER, B. (orgs.), *Financial Opening, Organizaçãopara a Cooperação e o Desenvolviemto Económico (OCDE)*, Paris.
- ZÄHLER, R. (1992), "Política monetaria con apertura de la cuenta de capitales", *Revista de la CEPAL*, nº 48, Santiago.