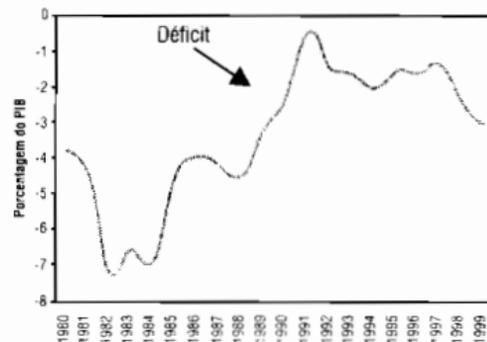
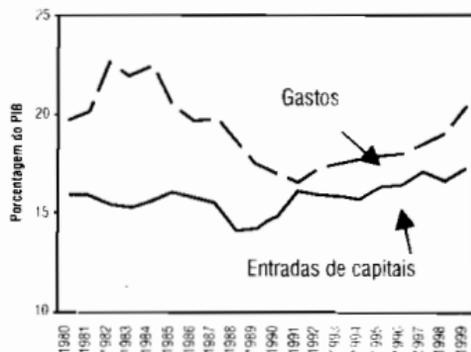


# ERRATA DA PÁGINA 27

GRÁFICO 1.6

*América Latina e Caribe: principais indicadores macroeconômicos*

*A. Receitas, gastos e déficit dos governos centrais*





# **Crescer com Estabilidade**

# Crescer com Estabilidade

O financiamento do desenvolvimento  
no novo contexto internacional



094247

A elaboração deste documento foi coordenada por José Antonio Ocampo, Secretário Executivo da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe, com a colaboração de Reynaldo Bajraj, Secretário Executivo Adjunto da Comissão, e Andras Uthoff, Coordenador da Unidade de Estudos Especiais da Secretaria Executiva. Da redação dos capítulos participaram Manuel Agosin, Ricardo Ffrench-Davis, Roberto Frenkel, Luis Felipe Jiménez, Manuel Marfán, Barbara Stallings, Rogerio Studart e Daniel Titelman.

Na elaboração e análise do documento colaborou também um numeroso grupo de funcionários e especialistas, dentre os quais Alicia Bárcena, Inés Bustillo, Alvaro Calderón, Jéssica Cuadros, Hubert Escaith, Ould El Hadj, Philippe Ferreira, Jan Heirman, André Hofman, Juan Carlos Lerda, Carla Macario, Ricardo Martner, Graciela Moguillansky, Rodrigo Morales, Guillermo Mundt, María Angela Parra, Pablo Serrano, Verónica Silva, Raquel Szalachman, Varinia Tromben, Helvia Velloso e Vivianne Ventura-Dias.

# Apresentação

EM CONTRASTE COM A “DÉCADA PERDIDA”, durante os anos 90 a América Latina e o Caribe viram-se beneficiados por um acesso renovado aos mercados internacionais de capitais. Tal acesso, aliado ao compromisso com a obtenção de equilíbrios macroeconômicos básicos, acarretou uma redução dos déficits fiscais e da inflação, mas uma recuperação apenas parcial do crescimento econômico. Os ritmos de crescimento alcançados têm sido insuficientes para fortalecer os mercados de trabalho e reduzir de modo satisfatório a incidência da pobreza.

Essa situação reflete, em primeiro lugar, a volatilidade que, exceto pelos investimentos estrangeiros diretos e os créditos oficiais, têm demonstrado as fontes de financiamento externo, em decorrência não só da instabilidade característica dos mercados financeiros mas também dos graves problemas de governança do sistema financeiro internacional, que a acentuam. Revela, além disso, a clara vulnerabilidade dos países da região a esses ciclos de financiamento (ocasionada pela ênfase em políticas macroeconômicas de caráter procíclico), bem como sua incapacidade de alçar a poupança e os investimentos a patamares compatíveis com ritmos de crescimento econômico mais intensos. Por fim, reflete a inadequação dos processos de desenvolvimento das instituições financeiras e a fragilidade das estruturas de regulamentação e supervisão dos sistemas financeiros nacionais, que se manifestam sob a forma de uma freqüência inusitada de crises financeiras nacionais.

# RESUMO

Ao longo da década de 1990, a América Latina e o Caribe obtiveram um acesso renovado ao financiamento externo, que propiciou avanços significativos na área da gestão macroeconômica, redução da inflação e retomada do crescimento econômico. Não obstante, com poucas exceções, os países da região não atingiram níveis de poupança e investimento que lhes permitissem alcançar altas taxas de expansão da produção. O ritmo médio de crescimento entre 1990 e 2000, de 3,3% ao ano, foi inferior não só ao apresentado nas três décadas anteriores à crise da dívida – de 5,5% anuais – mas também aos 6% indicados pela CEPAL como necessários para o cumprimento de metas ambiciosas em termos de desenvolvimento econômico e social e, principalmente, de redução da pobreza.

Os fluxos internacionais de capital têm exibido, por sua vez, duas características preocupantes. A primeira é sua grande instabilidade, cuja única exceção são os fluxos de investimentos estrangeiros diretos – o que, aliados a políticas nacionais que não raro acentuam (em vez de atenuar) os ciclos do financiamento externo, tendem a se refletir em uma elevada correlação entre os fluxos de capitais e o ciclo econômico dos nossos países. A segunda é a marginalização de um importante grupo de países, principalmente os de menor desenvolvimento relativo, em relação às correntes mais dinâmicas dos recursos de origem privada.

Na América Latina e no Caribe, onde o financiamento a longo prazo ainda é escasso e o acesso aos recursos financeiros é segmentado, os bancos públicos de desenvolvimento podem desempenhar um papel fundamental, canalizando recursos para atividades às quais o financiamento proporcionado pelo mercado privado ocorre em volumes ou condições abaixo do ideal. Entre essas atividades cabe mencionar o financiamento das micro e pequenas empresas rurais e urbanas, da habitação popular, do desenvolvimento sustentável e dos processos de reconversão produtiva e inovação tecnológica. Não obstante, para que esse esforço dê bons frutos, é necessário maximizar a transparência dos custos fiscais dos subsídios obtidos junto aos bancos de desenvolvimento e garantir o pagamento das obrigações dentro do prazo, utilizando de preferência instituições privadas como agentes de primeiro nível para a canalização dos recursos correspondentes.

O fortalecimento da capacidade de exportação é imprescindível para a obtenção de um volume adequado de recursos externos e a redução da vulnerabilidade externa. Para tanto, é necessário avançar na criação de um ambiente propício às exportações, baseado em tipos de troca competitivos, políticas de apoio ativo às exportações e criação de condições de competitividade sistêmica, por meio de uma infra-estrutura de qualidade, políticas ambiciosas de desenvolvimento tecnológico e capacitação da mão-de-obra e do desenvolvimento de cadeias produtivas dinâmicas. Para que esse esforço gere resultados satisfatórios, é preciso, como veremos, melhorar as condições de acesso aos mercados externos de bens e serviços.

O aumento dos níveis de investimento e poupança, o desenvolvimento das instituições financeiras e a expansão da capacidade de exportação devem combinar-se, em âmbito nacional, a esforços no intuito de reduzir a vulnerabilidade desmedida das economias da região perante os ciclos de financiamento externo. Isso significa, sobretudo, que os picos de financiamento devem ser administrados segundo critérios de prudência claros, visto que as crises econômicas são engendradas justamente durante os períodos de entrada excessiva de capitais, que aos poucos vão minando os fundamentos macroeconômicos dos países receptores.

A imensa instabilidade denunciada pelo sistema financeiro internacional guarda relação com a acentuada assimetria existente entre o desenvolvimento dinâmico dos mercados financeiros mundiais e a ausência de uma governança macroeconômica e financeira adequada em âmbito mundial. Uma governança melhor exige maior coordenação das políticas macroeconômicas dos principais países desenvolvidos, com vistas a assegurar maior estabilidade macroeconômica global; demanda também, por parte de todos os países, a aceitação de mecanismos de supervisão das políticas macroeconômicas que obedçam a critérios claros de prudência. A estabilidade financeira internacional requer ainda uma estrutura apropriada, de caráter global, que compreenda padrões mínimos de regulamentação e supervisão prudenciais dos sistemas financeiros e de fornecimento das informações necessárias para que os mercados financeiros funcionem de maneira adequada. São necessárias, por fim, instituições apropriadas para lidar com as crises.

Estas últimas são de dois tipos. Primeiro, é preciso ampliar a capacidade de prestar financiamento excepcional nos períodos de crise e desenvolver mecanismos adequados para proporcionar liquidez aos países dotados de fundamentos macroeconômicos sólidos, mas que estejam enfrentando problemas de contágio. Ambos os objetivos só serão atingidos caso o Fundo Monetário Internacional disponha de recursos próprios, provenientes de emissões transitórias de direitos especiais de saque. Mais ainda, o uso ativo desses direitos no sistema financeiro internacional constitui um fim em si mesmo, amplamente defendido pelos países em desenvolvimento, que convém reiterar mais uma vez. Para evitar os chamados problemas de "risco moral", é preciso, contudo, que tais mecanismos de financiamento excepcional sejam vinculados ao desenvolvimento de instrumentos que permitam envolver agentes privados na solução das crises. Mantendo o princípio da negociação voluntária entre credores e devedores, é necessário elaborar regras internacionais que garantam a participação de todas as partes envolvidas nessas negociações e evitar que estas se prolonguem indefinidamente, desenvolvendo-se mecanismos adequados de arbitragem multilateral.

Em todo caso, é importante ressaltar que os esquemas que visam a assegurar a participação dos credores na solução da crise devem ser

mento a longo prazo disponível durante as crises. Esse apoio tem sido imprescindível também para os países com maiores rendas relativas, além de desempenhar um papel fundamental na renovação da confiança nos países atingidos.

A assistência oficial para o desenvolvimento, por sua vez, ainda tem uma participação essencial no financiamento dos países menos desenvolvidos. O cumprimento da meta de 0,7% do Produto Interno Bruto dos países industrializados, estabelecida pela ONU, junto com a aplicação mais transparente e eficiente desses recursos, deve ser prioritário no futuro. Tais recursos devem ser complementados, ainda, por fundos destinados a garantir uma oferta adequada de bens públicos globais ou com aplicações significativas, como a paz, o desenvolvimento sustentável e o combate ao problema mundial da droga. Por outro lado, a aplicação da iniciativa para os países pobres muito endividados, da qual são beneficiários em potencial quatro países da região, deve ser agilizada – assegurando, assim, recursos adequados para o seu financiamento. Isso é necessário para evitar que este recaia excessivamente sobre os demais países em desenvolvimento, tanto de forma direta como através de maiores margens de intermediação e menor disponibilidade de recursos para cooperação técnica por parte dos bancos multilaterais.

A construção dessa estrutura global deve levar em conta três elementos básicos. O primeiro é uma participação adequada dos países em desenvolvimento nas instituições correspondentes. O segundo é a manutenção da autonomia dos países na adoção de políticas que considerem apropriadas para seu desenvolvimento. Em terceiro lugar, a regulamentação internacional deve levar em conta a capacidade de absorção de cada país, dado seu nível de desenvolvimento institucional.

É preciso destacar, por fim, que, na interação positiva entre os esforços nacionais e um contexto internacional adequado, as instituições regionais desempenham um papel decisivo. Tais instituições compreendem os acordos de integração comercial, indispensáveis para a diversificação da base de exportação dos nossos países; a rica rede de bancos de desenvolvimento, composta pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento e os bancos de desenvolvimento sub-regionais, que constituem a principal fonte de financiamento multilateral da nossa região; o Fundo Latino-Americano de Reservas, institui-

# Sumário

## ■ CAPÍTULO 1

<i>O financiamento do desenvolvimento nos anos 90</i> . . . . .	1
1. Fluxos de capital revigorados, mas voláteis . . . . .	2
a) Principais características do financiamento externo na região . . . . .	2
b) A volatilidade dos fluxos de capital . . . . .	15
c) Desafios associados às novas modalidades de integração aos mercados mundiais . . . . .	21
2. Políticas e desempenho macroeconômico . . . . .	25
a) Características da gestão macroeconômica . . . . .	25
b) A atividade produtiva . . . . .	28
c) O nível e o financiamento dos investimentos . . . . .	32
3. Evolução recente do setor financeiro . . . . .	39
a) Principais características da evolução financeira recente . . .	40
b) Inadequação da regulamentação e supervisão prudenciais . .	44
c) A penetração dos bancos internacionais . . . . .	47
d) Fundos de pensão . . . . .	49
e) Acesso ao financiamento por parte de setores excluídos . . .	51
4. Três eixos de desenvolvimento institucional em termos de financiamento do desenvolvimento . . . . .	52

d) O financiamento da agenda de desenvolvimento sustentável. . . . .	127
3. O acesso aos recursos privados internacionais . . . . .	129
a) Desenvolvimento de um ambiente financeiro atraente para os investidores privados . . . . .	129
b) Investimentos estrangeiros diretos: características e esboço de como potencializar sua contribuição para o desenvolvimento . . . . .	131

## ■ CAPÍTULO 4

<i>Mobilização de recursos nacionais para o financiamento do desenvolvimento.</i> . . . . .	139
1. A complexidade da poupança . . . . .	140
2. Políticas para aumentar a poupança pública e privada . . . . .	145
a) Reinvestimento dos lucros das empresas . . . . .	146
b) Poupança familiar . . . . .	149
c) O financiamento dos investimentos públicos. . . . .	153
3. Políticas de desenvolvimento da intermediação financeira tendo em vista os investimentos produtivos. . . . .	160
a) A regulamentação e supervisão financeiras . . . . .	161
b) Desenvolvimento do mercado de capitais . . . . .	166
c) Os bancos de desenvolvimento. . . . .	170
d) A construção de instituições como política de desenvolvimento financeiro . . . . .	178

## ■ APÊNDICE

<i>Fontes de informação utilizadas para medir os fluxos de capitais para a região.</i> . . . . .	182
<i>Bibliografia.</i> . . . . .	190

# O financiamento do desenvolvimento nos anos 90

NO ÚLTIMO QUARTO DO SÉCULO XX, a situação macroeconômica dos países latino-americanos e caribenhos esteve vinculada, em grande medida, às flutuações dos fluxos de capital para a região. Na segunda metade da década de 1970 e em princípios da de 1980, a América Latina e o Caribe receberam um volume maciço de créditos externos. A partir de 1982, o processo foi bruscamente interrompido, sendo sucedido por uma fase de escassez profunda e generalizada de financiamento externo. Entre 1991 e 1994 produziu-se uma nova onda de capitais – seguida, em fins de 1994 e início de 1995, de outra grande contração, que atingiu sobretudo o México e a Argentina. A essa crise seguiu-se um novo período de abundância de capitais, em 1996 e 1997. A partir da crise asiática, desencadeada no segundo semestre de 1997, e da posterior crise russa, em agosto de 1998, os mercados de capitais relevantes para a região mantiveram-se voláteis. Essa instabilidade, aliada à estabilização dos investimentos estrangeiros diretos (mas em patamares inferiores aos alcançados até 1999), à intensa desaceleração recente das economias americana e mundial e aos baixos preços reais de vários produtos de exportação da região, lança dúvidas sobre a viabilidade de se voltar a atrair fluxos de capital da magnitude necessária para assegurar o crescimento dinâmico das principais economias da região.

distinguir duas peculiaridades do financiamento externo na região na década de 1990. Por um lado, em decorrência do peso crescente das migrações internacionais de mão-de-obra, as remessas surgiram como entradas correntes de capitais significativas em certos países pequenos. Aproximando-se, em alguns destes, do valor das exportações, elas permitem mitigar a necessidade de financiamento externo. Por outro lado, surgiram novas fontes de financiamento externo, em sua maioria de origem privada, às quais têm acesso sobretudo os países maiores. A grande volatilidade de alguns desses fluxos criou novos desafios para a gestão das políticas macroeconômicas e dos mercados financeiros nacionais.

### *1) Necessidades de financiamento*

Dentro da região como um todo, as exportações de bens e serviços cobriram cerca de 91% das importações nos anos 90, e a necessidade líquida de entrada de capitais, representada pelo saldo em conta corrente, chegou a 13% das compras externas. Dentro dessas médias, porém, encontram-se diferenças significativas entre os países, conforme seu nível de desenvolvimento (Tabela 1.1).<sup>2</sup> Assim, durante a década passada os países com maiores rendas relativas de capitais geraram, em média, mais divisas do que o necessário para cobrir as compras externas – graças às exportações de bens e serviços. Em contrapartida, os países de menores rendas relativas conseguiram apenas 76% do valor de que precisavam.

<sup>2</sup> Para fins de análise, os países foram classificados em três grupos, de acordo com o PIB por habitante. O Grupo A compreende aqueles cujo PIB *per capita* em 1998 foi inferior a 2 mil dólares (calculado segundo a taxa de câmbio do mercado); inclui Bolívia, Equador, El Salvador, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, Nicarágua, Paraguai e República Dominicana. O Grupo B compreende os países cujo PIB por habitante em 1997 ficou entre 2 mil e 4 mil dólares, sendo integrado pela Colômbia, Costa Rica, Jamaica, Panamá e Peru. O Grupo C é composto pelos países que, nesse mesmo ano, apresentaram um PIB *per capita* superior a 4 mil dólares, incluindo Argentina, Barbados, Brasil, Chile, México, Trinidad e Tobago, Uruguai e Venezuela. Em termos populacionais, tanto o Grupo A quanto o B representam 15% da população regional, e o terceiro, 70%; todavia, suas respectivas participações no PIB da região em 1998 foram de 4,8%, 9,5% e 85,6%.

TABELA 1.1

Estrutura do financiamento das importações<sup>a</sup>

(Média simples da porcentagem das importações de bens e serviços)

Grupos de países <sup>b</sup>	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Grupo A</b>										
Exportações de bens e serviços	84,1	77,3	71,9	73,0	76,3	76,8	78,3	76,4	70,9	76,0
Renda líquida do trabalho	-0,4	0,0	0,1	-0,7	0,2	-0,4	-0,2	0,0	0,0	-0,4
Renda líquida do capital	-18,5	-17,8	-17,5	-15,2	-13,6	-12,1	-10,6	-8,5	-7,3	-9,9
Transferências correntes líquidas	14,9	16,5	16,8	16,9	17,9	18,8	18,6	17,9	20,8	23,6
Necessidade de entrada de capitais externos	19,8	24,0	28,7	26,0	19,2	16,8	13,8	14,2	15,6	9,7
<b>Grupo B</b>										
Exportações de bens e serviços	96,1	98,5	97,4	84,5	86,9	83,7	84,6	86,2	84,4	98,3
Renda líquida do trabalho	1,0	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,1
Renda líquida do capital	-20,8	-17,3	-15,0	-11,6	-10,0	-10,0	-8,9	-8,9	-9,1	-16,9
Transferências correntes líquidas	8,9	10,8	10,6	8,0	8,0	6,8	7,1	5,8	5,7	4,4
Necessidade de entrada de capitais externos	14,7	7,5	6,4	18,7	14,7	19,0	16,9	13,8	15,6	9,4
<b>Grupo C</b>										
Exportações de bens e serviços	141,9	112,9	107,0	101,1	106,5	107,3	110,1	97,0	88,5	101,4
Renda líquida do trabalho	0,3	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Renda líquida do capital	-25,4	-19,2	-15,3	-14,7	-15,2	-13,5	-13,5	-11,9	-12,5	-14,6



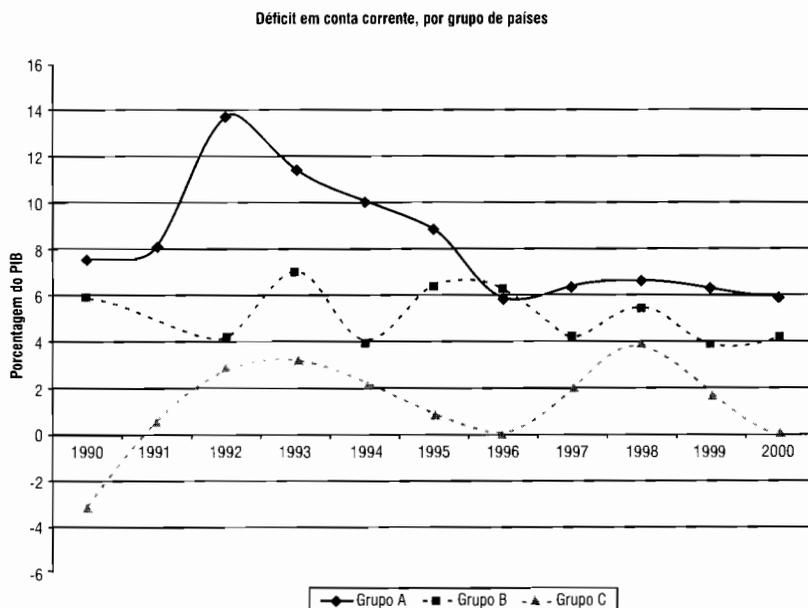
As diferenças entre os vários grupos de países também são evidentes no financiamento a longo prazo efetivamente recebido (ver Gráfico 1.1B e Tabela 1.3). Nos países de menor desenvolvimento relativo, esses fluxos se estabilizaram entre 11% e 13% do PIB a partir de 1993, um nível inferior ao observado no início da década. No caso dos países de desenvolvimento relativo intermediário e no dos países de maiores rendas relativas de capitais, observou-se um salto notório desses fluxos – de pouco menos de 3% do PIB em 1990 para entre 6% e 9% do PIB em 1996-1999.

## GRÁFICO 1.1

*América Latina e Caribe: Conta corrente  
e fluxo de recursos a longo prazo*

*(Média simples das porcentagens de cada país)*

*A. Déficit em conta corrente, por grupos de países*



## *2) Composição do financiamento externo a longo prazo*

A composição do financiamento a longo prazo tem sido igualmente variada nos diferentes grupos de países. Os dados do Banco Mundial consideram as doações como parte do financiamento a longo prazo. Sua importância como fonte de recursos diminui à medida que aumenta o nível de desenvolvimento dos países. No caso dos países de menor produto relativo, chegaram a representar, em média, um acréscimo de 6,8% do PIB durante a década de 1990. Cabe destacar, no entanto, que a contribuição desses fluxos vem decrescendo,<sup>3</sup> devido à menor afluência, em âmbito mundial, de assistência oficial para o desenvolvimento – que hoje só chega a um terço do compromisso de 0,7% do PIB dos países industrializados acordado na ONU.

Em relação às demais fontes de financiamento a longo prazo, a Tabela 1.3 revela a acentuada redução dos recursos líquidos oriundos de endividamento como aporte ao financiamento dos países de menores rendas relativas de capitais – e, em contrapartida, seu aumento no caso dos países de maiores entradas. Ao mesmo tempo, verificou-se mudança significativa na composição desses fluxos, na qual se sobressai a crescente participação dos recursos provenientes de dívidas contraídas junto a credores privados (emissões de títulos, crédito bancário privado e dívida privada com garantia pública), especialmente no caso dos países de renda relativa mais alta (ver Gráfico 1.1C). O grupo de países mais pobres possui acesso muito restrito a tais recursos – chegando a registrar fluxos líquidos negativos em vários anos. Por volta de 1998, 93% do total da dívida da região junto a credores privados concentravam-se em seis países (ver Tabela 1.4). Em compensação, os países com menores rendas revelam maior dependência de fontes de crédito multilaterais.

---

<sup>3</sup> Se os fluxos de doações forem corrigidos pelo PPI norte-americano, observa-se uma redução de 16% entre 1995 e 1998.

Por outro lado, os investimentos externos diretos (IED) converteram-se ao longo da década na principal fonte de financiamento da região. Durante a década de 1990, os fluxos de IED experimentaram um crescimento notável em âmbito mundial, passando de uma média anual de 243 bilhões de dólares entre 1990 e 1996 para cerca de 830 bilhões em 1999. Os países em desenvolvimento incrementaram sua participação nesses fluxos. Não obstante, em fins da década de 1990 o maior risco associado aos investimentos em mercados emergentes, associado à grande força da economia norte-americana e à entrada em vigor da moeda única européia, reforçou a concentração dos fluxos de IED nos países industrializados (Botchwey, 2000; CEPAL, 2000b). Não obstante, a América Latina e o Caribe constituíram uma exceção a essa tendência recente, registrando, a cada ano, um novo recorde histórico de influxo de IED. Assim, entre 1995 e 1999, os investimentos estrangeiros diretos superaram em 29,6 bilhões de dólares a marca anterior de 86 bilhões – o que representa 50% do total de IED nos países em desenvolvimento (Banco Mundial, 2000). Os investimentos estrangeiros diretos apresentam tendência ao crescimento nos três grupos de países da região, mas principalmente nos de menor e maior renda por habitante; seu maior peso relativo, porém, vem se manifestando, desde o princípio da década, nos países com níveis intermediários de renda. Convém ainda destacar que quatro países apenas (Argentina, Brasil, Chile e México) concentraram 72% do total do fluxo de IED.

O terceiro componente do financiamento externo a longo prazo, o investimento em ações, caracteriza-se por uma contribuição relativamente restrita ao financiamento da região, só apresentando importância mais considerável nos países com maiores rendas relativas. Seu ponto mais alto, de 2,2% do PIB, foi em 1996.<sup>4</sup>

## b) A volatilidade dos fluxos de capital

A volatilidade que caracterizou os fluxos de capital para a América Latina e o Caribe segundo as estimativas da CEPAL está represen-

---

<sup>4</sup> Outras análises classificam os investimentos em bolsa de valores como um fluxo de curto prazo, por sua liquidez maior que a dos demais componentes. Não obstante, por não ter uma data de vencimento preestabelecida, na contabilidade do balanço de pagamentos eles são considerados operação a longo prazo.

Brasil em 1998, para ficar em apenas dois exemplos). Os fluxos oficiais, incluídos os recursos provenientes dos bancos multilaterais e dos fundos compensatórios (créditos do balanço de pagamentos), exibem um claro comportamento anticíclico, ao passo que, como já indicado, o fluxo de assistência oficial para o desenvolvimento vem declinando.

Graças ao seu crescimento e estabilidade, os investimentos estrangeiros diretos tornaram-se o componente mais importante do financiamento externo. Entre 1996 e 1999, eles representaram, em média, três quartos do fluxo líquido de capital, o que os torna de fato um elemento fundamental do financiamento do déficit em conta corrente do balanço de pagamentos da maioria dos países da região. Entretanto, em 2000 esses fluxos sofreram queda acentuada (CEPAL, 2001). Esta, aliada à possibilidade de uma nova redução em 2001, indica que, mesmo que os fluxos de IED se mantenham em níveis elevados para os padrões históricos da região, o período de crescimento acelerado desses investimentos pode ter chegado ao fim. Cumpre destacar que cerca de 60% do IED correspondem à criação de capital, enquanto os 40% restantes referem-se à aquisição de ativos existentes. A natureza desses fluxos será examinada de modo mais minucioso no Capítulo 3.

A partir do Plano Brady, que consolidou o desenvolvimento de um mercado secundário de títulos, essa fonte de financiamento adquiriu um relevo crescente, só abalado pelas seqüelas da crise financeira do México de 1995 e da crise asiática de 1997. A princípio concentrado nos países de maior tamanho relativo (Argentina, Brasil e México), logo esse mecanismo se tornou uma importante fonte de financiamento para o Chile, a Colômbia, o Uruguai e a Venezuela e, posteriormente, para vários países de menor tamanho relativo, como Costa Rica, El Salvador, Panamá e Trinidad e Tobago.

Tais fluxos também demonstraram ser flutuantes – e as condições de financiamento correspondentes, muito sensíveis às oscilações dos mercados internacionais. O prazo médio das novas emissões na região variou, na primeira metade da década de 1990, entre três e cinco anos. Em 1997, no período de maior pico de investimentos, elevou-se significativamente, mas voltou a cair no biênio 1998-1999 (ver Gráfico 1.3). Por sua vez, os custos do financiamen-

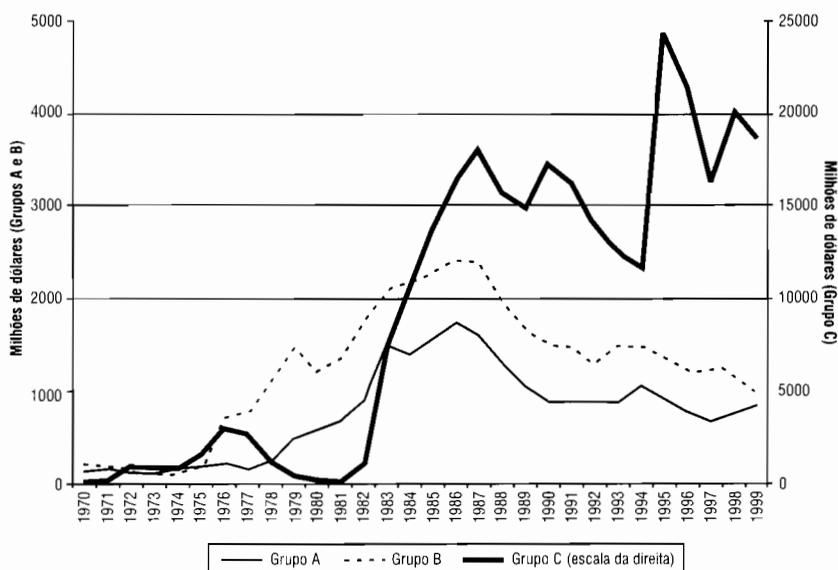
to, que haviam descido a seu nível mais baixo em 1997, deram um salto considerável em agosto de 1998, depois da moratória declarada pela Rússia – e, embora com o passar do tempo venham apresentando uma certa tendência à moderação, ainda são superiores aos que prevaleciam antes da crise asiática. No conjunto, e contradizendo as afirmações de que as crises financeiras hoje são intensas mas breves, as condições do mercado de títulos ainda não recuperaram, três anos depois, as características que tinham antes da crise asiática.

Após uma virtual interrupção dos créditos bancários durante a crise da dívida (exceto pelas operações associadas ao comércio exterior), os fluxos líquidos dos bancos comerciais para a região continuaram muito comedidos até 1993. Desde então, começaram a recuperar-se, atingindo um auge em 1997, mas foram profundamente desfavoráveis em 1998 e 1999. As condições desse tipo de financiamento, sobretudo em matéria de prazos, nunca recuperaram, tampouco, os valores observados antes da crise da dívida. Ademais, os fluxos de investimentos em carteiras acionárias têm sido, junto com a colocação de títulos em depósito no mercado americano (ADRs), as fontes mais instáveis de recursos.

Por outro lado, os financiamentos oficial e compensatório exibem um comportamento anticíclico, tendo se intensificado nos períodos de declínio do financiamento privado, em 1995 e 1998 (Tabela 1.5) – consequência do apoio proporcionado pelo Fundo Monetário Internacional, outros organismos multilaterais e governos de algumas nações desenvolvidas nos períodos críticos atravessados por vários países (em especial o México, no fim de 1994, e o Brasil, em 1998 e início de 1999). Além disso, nos últimos anos a entrada de recursos bilaterais tem sido negativa para a região, em decorrência do pagamento das dívidas contraídas pelo México junto aos Estados Unidos durante 1995. As fontes multilaterais vêm sendo, pois, a principal fonte oficial de recursos creditícios.

Cumprе assinalar que, devido à tendência dos fluxos de capital mais voláteis a se concentrarem nos países em desenvolvimento de maior renda relativa, a necessidade de financiamento excepcional durante as crises também é maior no caso desses países (Ocampo, 1999a) – o que se observa no Gráfico 1.4, referente aos créditos do Fundo Monetário Internacional. De fato, em agudo contraste com a crise da dívida, quando a necessidade de financiamento excepcional

GRÁFICO 1.4  
*América Latina e Caribe: uso dos créditos  
do fundo monetário internacional  
(Dólares constantes de 1995)*



Fonte: Banco Mundial, *Global Development Finance*, Washington, D.C., maio de 2000.

### c) Desafios associados às novas modalidades de integração aos mercados mundiais

Um exame mais atento da forma de reintegração aos mercados voluntários de crédito, em especial de títulos, deixa clara a segmentação da integração ao financiamento internacional, o que gera novos desafios para alguns países. As emissões realizadas pelos governos são compromissos em dólares, cujo único risco é o de inadimplência. A diferença entre o custo em dólares do crédito dos governos de economias emergentes e o custo dos fundos recebidos pelo governo americano pela emissão de títulos reflete a forma como esses mercados valorizam o risco soberano associado à possível inadimplência e traduz-se na taxa preferencial a ser paga pelo acesso a essa fonte de financiamento. Para a maioria das economias emergentes, essa taxa

tuou-se em decorrência de um aumento na relação dívida/PIB (ou exportações) e/ou do déficit em conta corrente e PIB (ou exportações) – e intensificou-se devido à necessidade de os sistemas financeiros desses países administrarem de modo eficiente as condições de prazos e moedas na intermediação dos recursos obtidos através das novas modalidades de financiamento externo. Quando o mercado pune essa maior vulnerabilidade, aumentando a taxa de risco e/ou reduzindo os fluxos de financiamento, tende-se a agravar a escassez de financiamento. Logo, é possível que as trajetórias de integração à economia mundial, por ocasião de determinados choques financeiros internacionais, acabem provocando paralisia do financiamento que – a menos que se elaborem mecanismos adequados de provisão de recursos de emergência em âmbito internacional – pode não só traduzir-se em graves conjunturas recessivas como prolongar-se durante vários anos.

A evolução da dívida externa na região confirma essas avaliações. Com efeito, os níveis de endividamento externo da região continuam elevados – embora estejam significativamente abaixo dos patamares dos anos críticos da crise da dívida, na década de 1980. Os coeficientes de endividamento externo reduziram-se de modo considerável em fins da década de 1980 e início da de 1990 e mantiveram uma trajetória descendente durante grande parte da década passada. Não obstante, a relação dívida externa/PIB nunca recuperou os níveis de princípios dos anos 80 – chegando a apresentar, nos últimos anos, uma inclinação desfavorável (Gráfico 1.5). As perspectivas da relação entre dívida externa e exportações são mais positivas, mas os coeficientes correspondentes ainda são mais altos que no começo da década de 1980, com exceção do México. De fato, conforme indicado na Tabela 1.6, os coeficientes de endividamento externo só são claramente inferiores aos de 1980 em cinco países da região; o resto deles mostra um incremento do coeficiente dívida externa/PIB ou dívida externa/exportações e, em muitos deles, das duas relações. Na verdade, os menores riscos de uma crise similar à dos anos 80 estão menos vinculados aos baixos níveis de endividamento dos países que à estabilização da inflação das economias industrializadas, a qual reduz a probabilidade de um grande aumento das taxas de juros internacionais, como o que houve naquela época.

TABELA 1.6  
*América Latina e Caribe: Coeficientes de endividamento  
 externo em 2000 e 1980<sup>a</sup>*

		Dívida/PIB			
		Menor		Maior	
Dívida/Exportações	Maior	Panamá	(51,4%)	Argentina	(52,4%)
		Trinidad e Tobago	(22,6%)	Bolívia	(52,0%)
				Brasil	(40,1%)
				Colômbia	(43,4%)
				Equador	(110,1%)
				Guatemala	(20,2%)
				Guiana	(153,6%)
				Haiti	(31,5%)
				Honduras	(66,7%)
				Nicarágua	(265,0%)
		Peru	(50,5%)		
		Uruguai	(26,9%)		
	Menor	Costa Rica	(19,8%)	Chile	(50,5%)
		El Salvador	(21,0%)	Jamaica	(43,9%)
		México	(28,2%)	Paraguai	(28,6%)
		República Dominicana	(18,5%)		
		Venezuela	(27,6%)		

Fonte: Elaborado com base em dados da CEPAL.

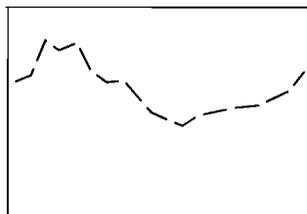
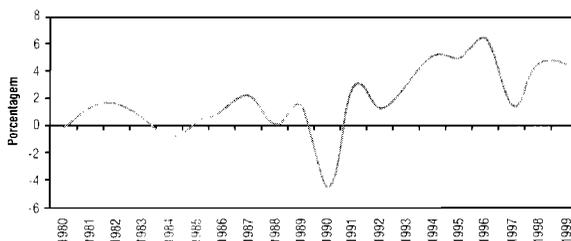
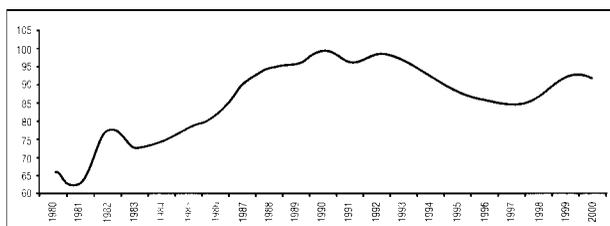
<sup>a</sup> Entre parênteses se indica a porcentagem do PIB correspondente à dívida no ano 2000.

## 2. POLÍTICAS E DESEMPENHO MACROECONÔMICO

### a) Características da gestão macroeconômica

Nos anos 90, a gestão macroeconômica realizou avanços substanciais, mas também surgiram novos desafios. Entre estes destaca-se a manutenção das conquistas realizadas durante a década de 1980 em termos de ajuste fiscal (Gráfico 1.6A). O déficit do governo permaneceu, em média, entre 1% e 2% do PIB durante a maior parte do decênio, embora tenha experimentado um retrocesso na última crise, quando ficaram evidentes os graves problemas fiscais de alguns países. A conservação de níveis moderados de déficit fiscal é consistente, porém, com uma recuperação dos níveis de gasto público, graças ao incremento das entradas de capitais. Em média, o gasto subiu pouco mais de três pontos do PIB e

GRÁFICO 1.6

*América Latina e Caribe: principais indicadores macroeconômicos**A. Receitas, gastos e déficit dos governos centrais**B. Taxa de juros real sobre operações passivas dos bancos<sup>a</sup>**C. Índice da taxa de câmbio real efetiva das importações<sup>b</sup>*

Fonte: Baseado em informações da CEPAL e do Fundo Monetário Internacional

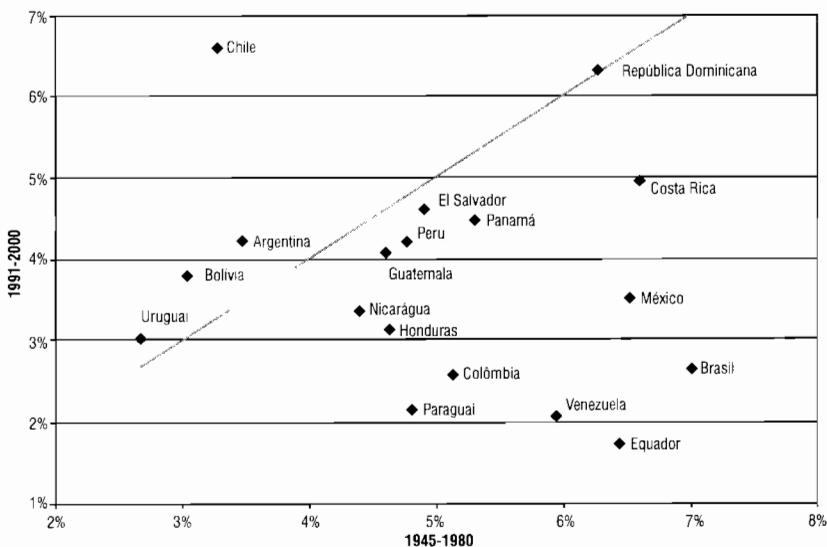
<sup>a</sup> Mediana de 19 países.

<sup>b</sup> Mediana de 19 países. Um aumento implica desvalorização cambial.

Em consonância com tais resultados, na região como um todo – e na maioria dos países sobre os quais há informações – o ritmo de aumento da produtividade total dos fatores apresentou redução entre 1950-1980 e 1991-1999, devido às acentuadas quedas da produtividade da mão-de-obra e aos aumentos escassos da produtividade do capital. A obsolescência decorrente do ritmo acelerado de transformação tecnológica e a destruição de capacidades produtivas em setores não-competitivos que permaneceram abertos à concorrência externa, aliadas à incapacidade de absorver, de modo produtivo, a população ativa crescente (tanto devido à evolução demográfica quanto à incorporação cada vez maior da mulher ao mercado de trabalho), ajudam a explicar a queda do ritmo de crescimento da produtividade total dos fatores (CEPAL, 2000 pp. 5-58).

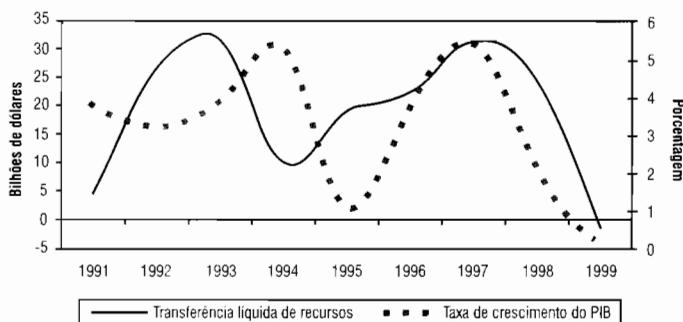
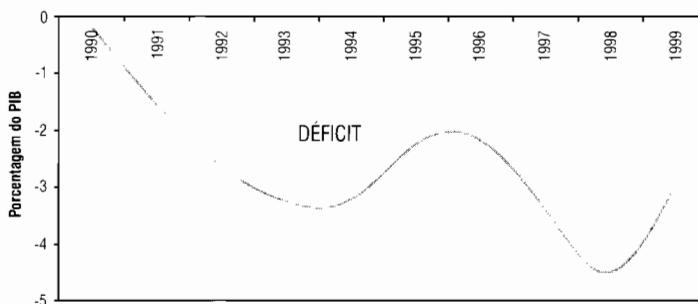
GRÁFICO 1.7

*América Latina: Crescimento médio do produto interno bruto*



Fonte: Elaborado com base em dados da CEPAL.

GRÁFICO 1.8

*América Latina e Caribe: Principais indicadores externos**A. Crescimento do PIB e transferência líquida de recursos**B. Oscilações da conta corrente**C. Índice de preços das bolsas (em dólares; junho de 1997 = 100)*

Fonte: CEPAL, com base em informações da Corporação Financeira Internacional (CFI) e do Fundo Monetário Internacional (FMI).

partir da média ponderada (pelo nível do PIB) que quando calculado com base na média simples dos países (Gráfico 1.9B).

Esse comportamento indica que os processos de liberalização financeira e abertura para o mercado internacional de capitais, bem como o ambiente de inflação e déficit público menores nos anos 90, tiveram resultados muito limitados no tocante à aceleração da acumulação de capital. Moguillansky e Bielchowsky (2000) assinalam, a esse respeito, que o aumento do crédito interno em muitos casos foi contrabalançado pelas elevadas margens de intermediação, ao passo que as grandes empresas que conseguiram endividar-se no exterior foram favorecidas, a princípio, por valorizações cambiais – que nem sempre respondiam às altas de produtividade. Já os investimentos estrangeiros diretos apresentaram ciclos estreitamente ligados aos processos de privatização de companhias estatais, cujas etapas esgotam-se uma vez satisfeitas as necessidades de modernização dos respectivos setores. Assim, as decisões de investimento ficaram à mercê da volatilidade do financiamento externo, tanto por seu efeito indireto, através das taxas de juros internas e do risco cambial, como através do comportamento do IED. Entretanto, o acesso segmentado a recursos financeiros externos e o alto custo do crédito interno em comparação com os níveis internacionais circunscreveram o financiamento a longo prazo a uns poucos agentes e setores. As diversas opções de política adotadas para enfrentar esses desafios resultaram em diferentes experiências com relação à meta de aumentar, de forma sustentada e simultânea, a poupança nacional e os investimentos.

O comportamento da poupança nacional foi decisivo nos países em que a taxa de investimento cresceu de forma sustentada.

A Tabela 1.8 resume o que aconteceu em cinco países da América Latina que, na primeira ou na segunda metade da década de 1990, lograram, por um intervalo de tempo superior a seis anos consecutivos, ritmos médios de crescimento econômico superiores a 5% anuais (Argentina, Chile, El Salvador, Peru e República Dominicana). A capacidade desses países de manter taxas elevadas de crescimento foi variada.

Na tabela distinguem-se duas fases na evolução da atividade econômica desses países, uma vez desencadeada a reativação impulsio-

TABELA 1.8

Países dinâmicos nos anos 90: crescimento, poupança e investimentos<sup>a</sup>

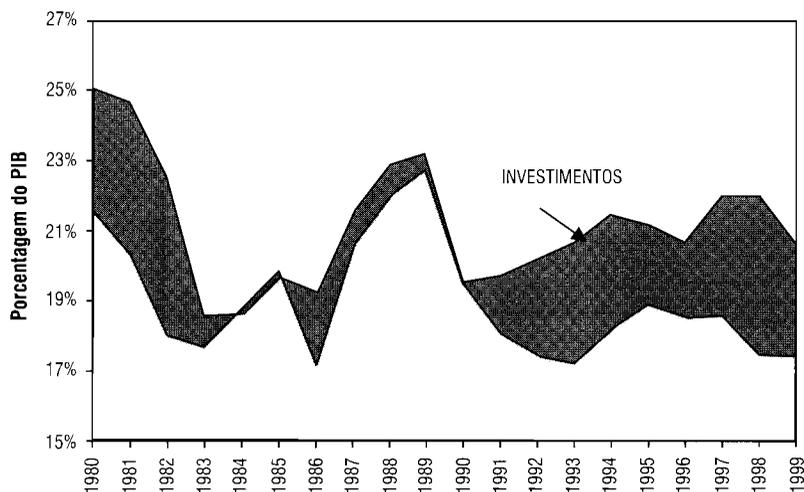
	Crescimento do PIB (em porcentagem)		Variação entre fases de reativação e crescimento (pontos percentuais do PIB)				
	Fase de reativação	Fase de crescimento	Poupança externa	Poupança nacional	Investimento nominal	Investimento real	
<b>Grupo 1</b>							
Chile	6,2	6,8	-2,9	+5,9	+3,0	+3,3	
El Salvador	5,0	6,2	-1,9	+4,0	+3,5	+3,3	
República Dominicana	5,2	6,9	-0,7	+3,7	+2,9	+7,2	
<b>Grupo 2</b>							
Argentina	8,7	2,8	0,0	+1,9	+2,0	+2,1	
Peru	9,3	3,7	-0,6	+0,7	+0,1	+2,0	

Fonte: Elaborado com base em dados da CEPAL.

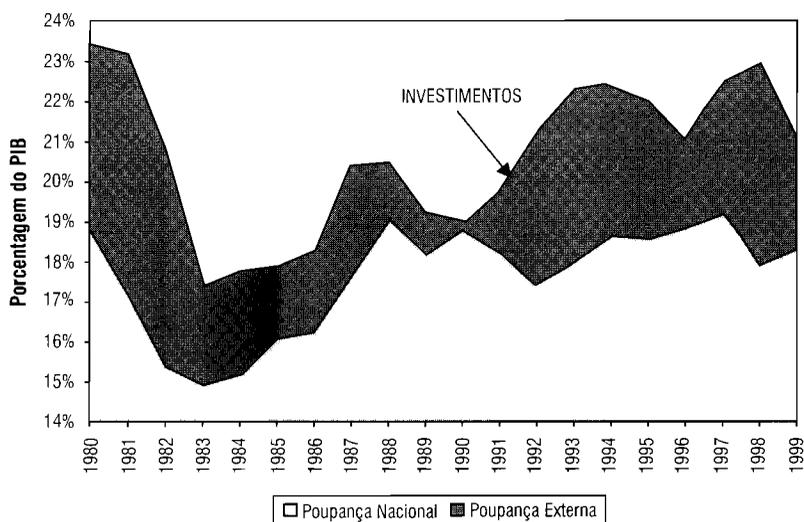
<sup>a</sup> Utilizaram-se médias simples de cada período. Para cada país escolheu-se um ano qualquer entre a fase recessiva e a de reativação: Argentina (1990), Chile (1985), El Salvador (1989), Peru (1993), República Dominicana (1993). Os três anos imediatamente anteriores são considerados de reativação e os três seguintes, de crescimento.

GRÁFICO 1.9  
*América Latina e Caribe: financiamento dos investimentos*

*A. Média Ponderada*



*B. Média Simples*



Fonte: CEPAL, com base em números oficiais das contas nacionais dos países.

co dos países de menor tamanho apresentou uma clara recuperação, que a elevou a 2,1%, ao passo que a taxa de investimento chegou a 29,3%.

Conquanto esses antecedentes permitam comprovar a importância dos investimentos para o crescimento econômico dos países, também é interessante destacar que, embora o coeficiente de investimentos nos países da OECD tenha atingido níveis comparáveis aos do sudeste asiático, o mesmo não se deu com as taxas de crescimento. Ainda assim, embora as taxas de investimento dos países de maior tamanho do Caribe superem as da América Latina, seu ritmo de crescimento econômico é inferior. Os dois padrões indicam que os coeficientes marginais capital/produto são particularmente elevados.

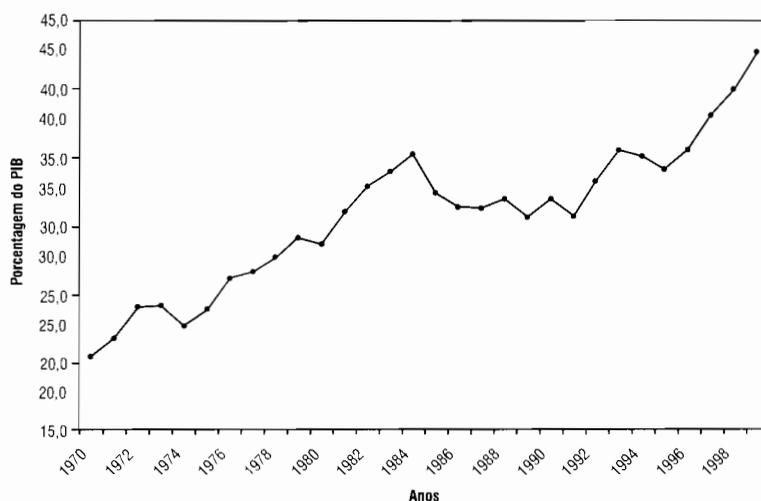
Aproximadamente 22% da formação bruta de capital correspondem aos investimentos públicos. A poupança pública desempenha um papel fundamental na garantia da estabilidade do crescimento. As economias de Antígua e Barbuda (entre 1993 e 1995), Belize (entre 1990 e 1992), Guiana (entre 1991 e 1993), Saint Kitts e Nevis (entre 1993 e 1995) e Santa Lúcia (entre 1990 e 1992) foram reativadas a taxas superiores aos 4% anuais. Só algumas delas conseguiram manter, depois da fase de reativação, o mesmo ritmo de crescimento. As que o fizeram (Antígua, Guiana e Saint Kitts), embora tenham partido de taxas negativas de poupança pública, ao longo do processo de reativação lograram elevá-las significativamente, contribuindo para a criação de um ambiente macroeconômico propício à continuidade do crescimento. Já nos casos de Belize e Santa Lúcia deu-se o inverso: economias que iniciaram a reativação com altos níveis de poupança pública reduziram-se no decorrer do processo e convergiram para dinâmicas de crescimento inferiores a 3%.

### 3. EVOLUÇÃO RECENTE DO SETOR FINANCEIRO

Os processos de liberalização financeira e abertura da conta de capitais deram origem a pronunciadas alterações nas estruturas financeiras, mas, ao mesmo tempo, deixaram claramente em evidência o fato de que o desenvolvimento de mercados financeiros nacionais estáveis e profundos ainda é uma tarefa pendente na região. Os episódios de in-

se traduz ou em maiores custos financeiros para o setor empresarial nacional ou em um autofinanciamento desmedido. Pelas duas vertentes, a competitividade internacional e a expansão da economia ficam limitadas. O uso ativo de financiamento externo, tanto por parte das empresas de maior porte quanto das próprias instituições financeiras, contribuiu para a vulnerabilidade do setor produtivo às variações cambiais.

GRÁFICO 1.10  
*Evolução da relação  $m_3/PIB$  na América Latina<sup>a</sup>*



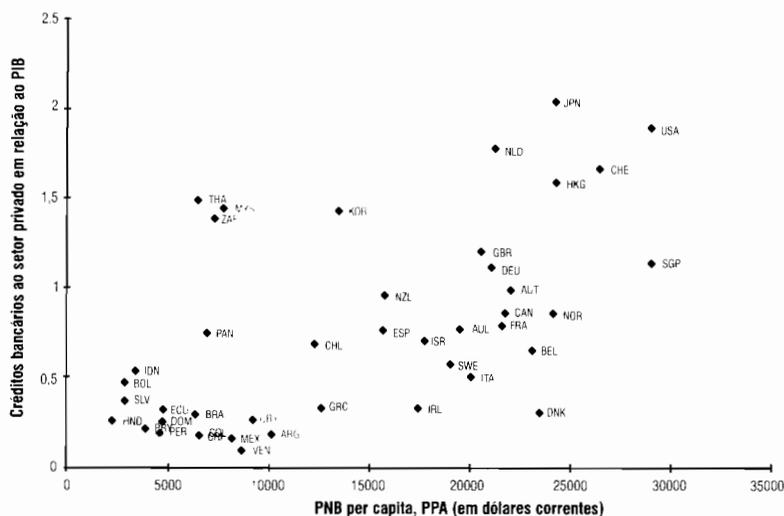
Fonte: CEPAL, com base nas informações do Fundo Monetário Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*, vários anos. Os países incluídos no cálculo das médias simples são: Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, El Salvador, Guatemala, Haiti, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela.

<sup>a</sup>  $M_3/PIB$ : 1970-1999. Média simples.

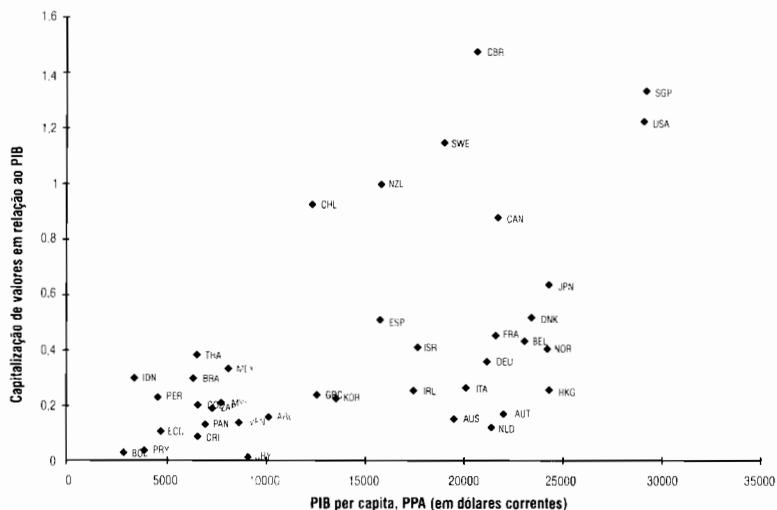
A estrutura do setor bancário também sofreu alterações importantes na região. Reduziu-se a participação dos bancos comerciais estatais e aumentou-se a dos estrangeiros; há um número menor de instituições, cujo tamanho médio vem tendendo a aumentar, além de se observar também uma tendência à melhora – em comparação com a década de 1980 – dos níveis de capitalização e dos índices de

GRÁFICO 1.11

A. Comparação internacional da participação do crédito bancário ao setor privado no PIB



B. Comparação internacional da participação da capitalização de valores no PIB



Fonte: CEPAL, com base em Thorsten Beck, Asli Demirguc-Kunt e Levine Ross, "A new database on financial development and structure". Washington, D.C., Banco Mundial, janeiro de 1999, inédito.

TABELA 1.9

*América Latina e Caribe: Problemas bancários nos anos 90*

<b>País</b>	<b>Ano de início</b>	<b>Alcance dos problemas</b>	<b>Perdas ou custos de resgate (porcentagem do PIB)</b>
Argentina	1995	Crise bancária. 45 de 205 instituições fechadas ou submetidas a processos de fusão.	
Bolívia	1994	Problemas bancários pronunciados. Fechamento de dois bancos com 11% de ativos em 1994. Quatro de quinze bancos, com 30% de ativos, com graves problemas de carteira em 1995. Problemas isolados de insolvência em 1999.	
Brasil	1994	Problemas bancários pronunciados. De um total de 271 bancos, 76 sofreram intervenção, foram colocados em regime especial, passaram por processos de fusão ou foram liquidados. Carteira de empréstimos vencidos correspondente a cerca de 10% do crédito efetivo em fins de 1998.	8%-11%
Colômbia	1998	Problemas bancários pronunciados. Carteira de empréstimos vencidos equivalente a 13% dos investimentos de 1999.	4%-5%
Costa Rica	1994	Problemas bancários pronunciados. Fechamento de um grande banco estatal em fins de 1994. A carteira vencida (depois de deduzidas as provisões) dos bancos comerciais estatais superou seu patrimônio em 1995.	
Equador	1995	Crise bancária em 1999, após problemas significativos em 1995-1996. Intervenção em 11 de 40 bancos entre dezembro de 1998 e junho de 1999. Congelamento de depósitos em março de 1999. Auditoria externa de bancos entre abril e julho de 1999.	10%-15%
Guiana	1993	Problemas bancários pronunciados. Fusão e liquidação de um importante banco público. Substancial contaminação da carteira do banco sucessor em 1993-1994.	7%

Assim, embora a liberalização financeira possa contribuir consideravelmente para os fundos mobilizados pelas instituições financeiras, vai expô-las a novos e variados riscos caso não seja complementada pela formulação de regras que garantam sua solvência e eficácia. Por isso, é indispensável incrementar a eficiência operacional das instituições financeiras e dos mercados de capital e adotar esquemas sólidos de regulamentação prudencial, visando proteger a solvência das referidas instituições. Por outro lado, é necessário contar com uma capacidade adequada de supervisão, a fim de cumprir os objetivos das regulamentações organizacional e prudencial. Dependendo do desenvolvimento dos mercados de crédito e capital, a supervisão pode envolver uma ou mais autoridades especializadas do setor público, cujo desempenho dependerá do grau de autonomia, do respaldo político e da capacidade técnica das instituições.

### c) A penetração dos bancos internacionais

A globalização dos mercados financeiros redundou em uma rápida reestruturação dos setores bancários nacional e internacional. A ampliação dos espaços de competência regional e global acarretou um aumento da eficiência e, na prática, modificou a esfera ideal de atuação das instituições financeiras. Se antes era ótimo o funcionamento em âmbito nacional, com algumas ramificações em outros países, agora a eficácia operacional exige cada vez mais a presença em vários países (inclusive os principais centros financeiros) e a oferta de um leque completo de produtos. Assim, deflagrou-se um intenso processo de fusões e alianças estratégicas entre bancos e outros agentes financeiros em âmbito mundial e, em paralelo, uma clara penetração de bancos estrangeiros nos países em desenvolvimento.

Ao longo da década de 1990, a região não escapou dessa tendência. O processo foi particularmente intenso entre 1996 e 1998, período em que a participação dos bancos estrangeiros nos depósitos saltou de 16% para 30% (Salomon Smith Barney, 1998). Atualmente, cerca de 60% dos empréstimos e 50% do patrimônio dos sistemas bancários das sete maiores economias da região estão sob o controle, pelo menos parcial, de entidades estrangeiras (Salomon Smith Barney, 1999). A maior participação dos bancos internacionais foi esti-

relação com outros componentes do conglomerado financeiro constituem a principal alternativa viável, a curto prazo, para evitar que a solvência de uma entidade presente no país seja solapada pela quebra de sua matriz no exterior, de algum integrante do conglomerado ou de uma filial. Lamentavelmente, disposições presuntivas dessa espécie não estão devidamente incluídas na maioria das legislações financeiras da região, o que constitui uma séria ameaça ao caráter profilático que devem ter a regulamentação e a supervisão prudenciais.

#### d) Fundos de pensão<sup>8</sup>

Outra mudança significativa foi a criação de fundos de pensão. Vários países latino-americanos (Argentina, Bolívia, Chile, Colômbia, El Salvador, Peru e Uruguai) transformaram os sistemas de pensão públicos coletivos em sistemas de capitalização individual, sob formas diferentes em cada caso. Do ponto de vista financeiro,<sup>9</sup> um dos objetivos explícitos dessas reformas foi aumentar a disponibilidade de poupança a longo prazo para os investimentos.

Os processos diferiram quanto à sua capacidade real de fomentar a poupança e canalizá-la para os investimentos, a qual é afetada por pelo menos dois fatores: a forma como os governos financiaram os custos fiscais da transição e as restrições impostas pelas regulamentações prudenciais aplicáveis à gestão dos fundos. Os custos da transição correspondem às obrigações do antigo regime previdenciário ainda sob responsabilidade do Estado e a outras geradas pelo novo regime: o pagamento das pensões em curso, os bônus de reconhecimento para os que fazem a transferência para o novo sistema e a garantia de uma pensão mínima. Tais obrigações devem ser cobertas sem os aportes dos contribuintes, desviados para os fundos privados (CEPAL, 1998a). Na medida em que o fisco não gera a poupança líquida necessária para cobrir esses custos, a maior poupança líquida privada tem como contrapartida um maior déficit público. Nesse caso, o Estado começa a

---

<sup>8</sup> O papel dos fundos de pensão na canalização da poupança financeira para os investimentos reais também é examinado no Capítulo 4.

<sup>9</sup> Como é óbvio, a análise que se segue não esgota os objetivos das reformas mencionadas. Em CEPAL (2000d, cap. 6), apresenta-se uma análise global dos efeitos dessas reformas sobre os sistemas de previdência social.

### e) Acesso ao financiamento por parte de setores excluídos

A manifestação da heterogeneidade produtiva em pequenas e médias empresas (PME) e microempresas – entre as quais se concentra o grosso das companhias e 85% dos empregos da região – constitui outro desafio para os sistemas financeiros nacionais. Entre as estratégias de apoio e modernização dessas unidades produtivas, figuram a provisão de acesso à informação e à tecnologia, a canais adequados de comercialização e ao financiamento (CEPAL, 2000d, cap. 10). As reformas financeiras mudaram os mecanismos tradicionais de apoio às pequenas empresas (basicamente, créditos subsidiados de instituições públicas de fomento). Atualmente, a estratégia de apoio não compreende componentes de subsídio ao crédito, mas a ampliação do acesso das pequenas empresas a empréstimos bancários. Para facilitar esse acesso, criaram-se inúmeras instâncias de auxílio às pequenas empresas na estruturação de suas informações contábeis e financeiras, o que facilita para os bancos a análise de risco de companhias desse tipo.

Nesse contexto, as estratégias de desenvolvimento financeiro visaram ao fortalecimento dos bancos de fomento como instituições de “segundo nível” – incluindo a captação “no atacado” de fundos nos mercados de crédito e de capital – e envolveram a oferta de linhas de crédito ou de redesconto a bancos e instituições de “primeiro nível”, diretamente vinculadas às empresas. Os instrumentos utilizados foram os fundos de capital de risco, fundos de garantia ou seguros de crédito, arrendamento com opção de compra (*leasing*) e, no caso específico das microempresas, o crédito solidário.

A despeito dos inúmeros avanços, que permitiram pôr em prática medidas cada vez mais complexas e integradas, os efeitos dos programas de acesso ao crédito ainda são limitados, sobretudo no caso das microempresas e do setor rural. As providências assim tomadas giraram basicamente em torno do acréscimo de novos recursos aos já habitualmente disponíveis (redundância zero); a adoção de medidas para assegurar a chegada destes às pequenas unidades de produção (foco) e sua disponibilidade em maior volume para essas empresas (multiplicação); e a seleção de devedores unicamente em função de sua qualidade creditícia (neutralidade). Os maiores entraves à aplicação dos programas de acesso ao crédito foram as diferenças de infor-

embora o ritmo de crescimento macroeconômico tenha se recuperado em relação à “década perdida”, ainda é insatisfatório.

Os principais desafios com que a região se defronta no âmbito do financiamento do desenvolvimento concentram-se em torno de três eixos: i) aprimoramento da capacidade dos países em desenvolvimento e do sistema financeiro internacional de prevenir e administrar crises, a fim de reduzir sua vulnerabilidade diante de choques externos; ii) aprimoramento da capacidade de atuar na economia mundial, assegurando um desenvolvimento dinâmico das exportações e um acesso adequado tanto aos investimentos estrangeiros diretos quanto ao financiamento internacional, mediante a identificação de diferentes estratégias de acordo com o tipo de inserção dos países; e iii) incremento dos níveis de poupança pública e privada e aprimoramento dos sistemas financeiros nacionais, de modo a assegurar a adequada intermediação financeira – além de incentivar o financiamento a longo prazo e facilitar o acesso ao crédito por parte de setores tradicionalmente excluídos.

Nesse contexto, é imprescindível examinar os problemas do sistema financeiro internacional e definir possíveis vias de ação para promover a estabilidade econômica mundial, prevenir as crises cambiais e financeiras, reagir apropriadamente às que surgirem – sobretudo durante os períodos de declínio global da liquidez internacional – e facilitar a resolução de situações de superendividamento, inclusive dos países de grandes entradas relativas de capitais na região. É particularmente imprescindível que a superestima do risco típica dos mercados durante esses períodos deixe de contribuir para o agravamento da crise, gerando situações em que as expectativas tendem a cumprir-se independentemente das condições objetivas (“profecias auto-realizáveis”). Deve-se analisar, em todos esses sentidos, o papel a ser desempenhado não só pelas instituições de caráter mundial, mas também pelas regionais. Além disso, seria conveniente ponderar, do ponto de vista das economias nacionais, o desenvolvimento de políticas macroeconômicas anticíclicas (e, principalmente, de sua utilização cautelosa nos períodos de bonança) e a função do regime cambial, da regulamentação dos fluxos de capital e da regulamentação e supervisão prudenciais dos sistemas financeiros.

Não menos importante é distinguir as diversas modalidades de inserção nos mercados financeiros internacionais por parte dos países da região e a complementação da agenda financeira e comercial inter-

# Promoção da estabilidade dos fluxos de capital para o financiamento do desenvolvimento

A DRAMÁTICA INTENSIFICAÇÃO dos fluxos financeiros internacionais nos últimos anos foi acompanhada de uma tendência à diversificação dos tipos de financiamento. Como se viu no capítulo anterior, na década de 1990 a América Latina e o Caribe receberam recursos crescentes, sob a forma de investimentos estrangeiros diretos (IED) e da expansão significativa do mercado internacional de títulos, créditos bancários a curto e médio prazos e investimentos nos mercados acionários. Exceto pelos fluxos de investimentos estrangeiros diretos, tais recursos foram altamente voláteis. Os recursos oficiais, bilaterais e multilaterais ajudaram a amenizar as oscilações no financiamento, provendo recursos durante os períodos de “seca” nos mercados privados de capitais. Por outro lado, a assistência oficial para o desenvolvimento, que constitui uma fonte importante para os países de menor desenvolvimento relativo da região, vem diminuindo de maneira persistente.

Há evidências bem documentadas de que as mudanças na composição dos fluxos e sua variação ao longo do tempo tiveram origem, em grande medida, nas fontes de recursos, sobretudo nos Estados

Na verdade, os custos econômicos e sociais da crise muitas vezes acabam sendo permanentes ou duradouros. A trajetória de crescimento sofre um súbito desvio, entre outros motivos devido à interrupção abrupta do processo de acumulação e às perdas de capital, tanto tangível quanto intangível (experiência, reputação e contatos comerciais das empresas), no decurso da crise. A recuperação acaba tolhida durante anos, em decorrência das crises financeiras nacionais – cujos custos de salvamento continuam pairando, por muito tempo, sobre as contas fiscais e quase-fiscais. Ademais, conforme assinalado no capítulo anterior, os efeitos sobre os indicadores sociais são assimétricos: os danos que se abatem sobre o trabalho, a pobreza e a distribuição de renda durante as crises são rápidos, mas em contrapartida sua reversão é lenta ou inexistente.

As políticas de gestão de crises financeiras dividem-se em duas grandes vertentes. Na primeira, procura-se minimizar a probabilidade de sua ocorrência, por meio de medidas preventivas. Na segunda, parte-se do princípio de que, por mais que os países e a comunidade internacional adotem boas políticas preventivas, as crises sempre vão ocorrer e, portanto, é importante dispor – em âmbito internacional e regional – de um leque de ferramentas para fazer-lhes frente. Outro aspecto importante da administração de crises é impedir a ocorrência de fenômenos de contágio, que afetam outros países, mesmo os de bons fundamentos macroeconômicos, de maneira injustificada.

Sem dúvida, essa distinção é um tanto quanto artificial. Com efeito, um conjunto adequado de instituições para gestão de crises é a melhor garantia de que estas não ocorrerão, já que a criação dessas entidades teria o efeito de alterar as expectativas e o comportamento dos agentes financeiros, de modo que as crises tenderiam a surgir com menos frequência. Nesse sentido, estas são, em grande parte, fruto de um comportamento reforçado pela inexistência de instituições internacionais que normatizem a globalização das finanças.

Na primeira seção deste capítulo, examinamos as origens das situações de risco ou vulnerabilidade e repassamos os principais efeitos macroeconômicos das entradas de capitais, insistindo nas lições extraídas das experiências recentes. A segunda é dedicada à análise dos aspectos internacionais da prevenção de crises. A terceira seção

mulação de passivos pode ser considerada, pois, um procedimento individual “racional”, derivado, em grande medida, do modo como os atos dos vários agentes influenciam-se entre si.

Esses investidores de horizontes curtos continuam, assim, fornecendo fundos até que comecem a surgir expectativas de uma mudança de tendência iminente. À medida que aumentam o volume de capital colocado em um país (ou região) e o grau de dependência do devedor em relação a novos fluxos (déficit em conta corrente, mais refinanciamento de passivos próximos do vencimento ou líquidos), cresce também seu grau de sensibilidade a qualquer notícia adversa. De fato, após um aumento considerável dos preços dos ativos e da moeda local, aliado a um endividamento externo crescente, a probabilidade de uma mudança de expectativas aumenta em ritmo exponencial. Quando ocorrer essa mudança, todos desejarão ser os primeiros a sair, para evitar perdas. A debandada subsequente será, pois, do ponto de vista do comportamento individual desses agentes, “racional”.

Não há ainda uma compreensão acabada de por que um determinado país entra na moda como receptor. Às vezes é porque realizou reformas estruturais que agradam aos mercados internacionais ou atingiu um equilíbrio macroeconômico que se percebe como sustentável. Outras, porque seus termos de troca estão melhorando e não se espera que o fenômeno seja revertido em breve. Em alguns casos, mesmo quando os operadores têm consciência de que o país apresenta desequilíbrios insustentáveis (como no caso da Rússia antes de sua crise, em 1998), as entradas de capitais prosseguem porque, como os mercados continuam líquidos, os agentes vislumbram a possibilidade de se retirar antes que a crise se instale.

Em economias financeiramente abertas, como as dos países latino-americanos em sua maioria, o comportamento dos agentes nacionais costuma agravar os desequilíbrios causados pelos agentes financeiros externos. Em períodos de intenso influxo de capitais, as taxas de juros mais altas nos mercados nacionais e as expectativas de revalorização da moeda nacional tornam o endividamento externo muito atraente – mas a recíproca é inevitável quando a taxa de câmbio sofre pressões no sentido oposto. Durante os períodos de abundância, os investidores nacionais também alteram a composição de seus port-

(medida por  $M_2$ ) dificilmente passa dos 5%, nas economias emergentes essa proporção pode situar-se entre 10% e 25% nos períodos de tranqüilidade (Tabela 2.1).

TABELA 2.1

*Relação entre os fluxos líquidos de capital<sup>a</sup> e  $m_2$ , economias desenvolvidas e emergentes selecionadas*  
(Porcentagem)

País	1990-1998	1990-1994	1995-1998
Argentina	22,0	25,5	18,2
Brasil	7,2	3,3	10,4
Canadá	3,1	4,2	1,7
Chile	18,6	18,9	19,2
Colômbia	18,5	11,8	26,0
Equador	19,6	16,4	19,3
Estados Unidos	3,1	2,1	4,2
Indonésia	9,1	8,96	8,4
Japão	1,7	1,8	1,7
Malásia	11,2	13,2	6,3
México	18,9	23,8	12,9
Coréia do Sul	5,7	4,7	7,0
Suíça	5,7	5,3	6,0
Venezuela	14,5	18,5	11,4

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *Estadísticas financieras internacionales*, Washington, D.C., fevereiro de 2000.

<sup>a</sup> Entradas ou saídas líquidas de capitais (saídas na Suíça e no Japão, entradas nos demais países).

É muito difícil absorver entradas dessa magnitude sem que ocorra uma desestabilização das economias receptoras. Normalmente, a taxa de câmbio real é valorizada, o déficit em conta corrente sobe mais do que o recomendável, aumenta a oferta de moeda, os preços dos mercados de ações e imobiliários elevam-se de maneira desmesurada e a poupança externa toma o lugar da interna. Quando se verificam esses fenômenos, o país receptor penetra em uma zona de fra-

TABELA 2.2

*Coefficientes de correlação das margens sobre títulos de alguns países  
(dezembro de 1997 – setembro de 2000)*

	Argentina	Brasil	Equador	México	Panamá	Peru	Venezuela	EMBI+ a	EMBI da América Latina
Argentina	1,00								
Brasil	0,86	1,00							
Equador	0,27	0,21	1,00						
México	0,78	0,91	-0,02	1,00					
Panamá	0,90	0,85	0,42	0,73	1,00				
Peru	0,76	0,64	0,15	0,69	0,59	1,00			
Venezuela	0,90	0,85	0,19	0,83	0,83	0,72	1,00		
EMBI+	0,86	0,96	0,314	0,89	0,86	0,63	0,85	1,00	
EMBI da América Latina	0,94	0,98	0,26	0,91	0,90	0,73	0,92	0,96	1,00

Fonte: CEPAL, com base em dados do Índice Positivo de Bônus de Mercados Emergentes (EMBI+).

<sup>a</sup> Índice de Bônus de Mercados Emergentes da J.P. Morgan.

e serviços “*tradable*”). Assim sendo, é fundamental criar tanto um ambiente internacional menos propenso a produzir ciclos financeiros dessa natureza quanto instituições capazes de fazer frente à volatilidade, quando esta se apresentar. É igualmente imperioso que as autoridades macroeconômicas dos países em desenvolvimento evitem penetrar em zonas de vulnerabilidade no decorrer dos períodos de euforia nos mercados internacionais de capitais – condição *sine qua non* para a obtenção de equilíbrios macroeconômicos sustentáveis, capazes de fomentar um ambiente auspicioso para os investimentos e o crescimento.

## 2. PREVENÇÃO DA CRISE: ASPECTOS INTERNACIONAIS

A incapacidade das instituições internacionais de proporcionar uma estrutura apropriada de governança para as transações internacionais de capital fica a cada dia mais evidente. Nesses momentos, a comunidade internacional mostra-se desprovida dos instrumentos necessários para proporcionar ao sistema econômico mundial, cada vez mais globalizado, os bens públicos globais necessários – como, por exemplo, a estabilidade financeira internacional.<sup>2</sup> Do ponto de vista da problemática aqui abordada, os três elementos essenciais para assegurar uma oferta adequada desse “bem público global” são os seguintes: a) a coerência das políticas macroeconômicas das principais economias e o desenvolvimento de uma estrutura normativa e de sistemas de vigilância (*surveillance*) das políticas macroeconômicas nacionais de todos os países; b) o desenvolvimento, em âmbito internacional, de instituições financeiras apropriadas, capazes de prevenir a acumulação excessiva de riscos financeiros; c) a capacidade de resposta oportuna diante de eventuais crises que vierem a ameaçar a estabilidade financeira internacional. Como veremos mais adiante neste mesmo capítulo, esses elementos também possuem dimensões regionais.

---

<sup>2</sup> A literatura sobre os temas que se seguem é abundante. Sobre o conceito de “bens públicos globais” aplicado ao sistema financeiro internacional, ver Helleiner (2000), Kaul, Grunberg e Stern (1999) e Wyplosz (1999). Sobre a reforma financeira internacional, ver, entre outros, FMI (1998, 1999 e 2000), ONU (1999-2000), UNCTAD (1998), Akyüz e Cornford (1999), Eatwell e Taylor (2000), Eichengreen (1999), Fischer (1999), Griffith-Jones e Ocampo (1999), Ocampo (1999a e 1999b) e White (2000).

das políticas macroeconômicas de cunho profilático a serem adotadas pelas economias em desenvolvimento.

Os critérios aqui expostos devem ser empregados no aprimoramento dos padrões de gestão macroeconômica que o FMI já começou a desenvolver. Tais padrões compreendem, atualmente, os códigos de boas práticas de transparência fiscal e nas políticas monetária e financeira, aos quais possivelmente serão acrescentados códigos de boas práticas na gestão das dívidas pública e externa. De qualquer modo, esses códigos devem levar em conta dois princípios básicos. O primeiro é a manutenção da autonomia dos países em desenvolvimento na elaboração de suas próprias políticas, inclusive na escolha do regime cambial e do tipo de regulamentação da conta de capitais que se considerem apropriados para as condições nacionais (ONU, 1999; Ocampo, 1999). O segundo é a capacidade limitada desses países para absorver normas complexas. Assim sendo, a adoção destas deve levar em consideração tanto as limitações institucionais de cada país – sobretudo no caso dos de menor desenvolvimento relativo – quanto suas tradições de política macroeconômica.

Como veremos mais à frente, outro dos objetivos dos países em desenvolvimento deve ser a adoção de esquemas de coordenação e vigilância das políticas macroeconômicas de caráter sub-regional e regional. Essa questão vem ganhando importância crescente na América Latina e no Caribe devido aos processos de integração em curso e aos fenômenos de contágio que caracterizam os mercados financeiros.

## **b) Estrutura institucional propícia para a estabilidade financeira**

A estabilidade financeira internacional requer também uma estrutura institucional de caráter global adequada, que deve apresentar dois elementos importantes: critérios mínimos de regulamentação e supervisão prudenciais dos sistemas financeiros e padrões de fornecimento das informações necessárias para o bom funcionamento dos mercados financeiros. A adoção de padrões em todas essas áreas cumpre o duplo objetivo de assegurar maior estabilidade dos sistemas financeiros nacionais, por um lado, e, pelo outro, de possibilitar uma inserção mais estável destes nos mercados internacionais.

destes últimos, por exemplo), o fornecimento de informações transparentes contribui, sem dúvida, para melhorar o funcionamento dos mercados.

Alguns observadores insistem em que uma das causas mais importantes das crises recentes foi a falta de informações sobre os países que receberam entradas vultosas de capitais. O argumento, porém, é incorreto. Com efeito, em termos gerais, as informações básicas sobre as condições macroeconômicas das principais “economias emergentes” estavam disponíveis muito antes de se desencadearem suas respectivas crises. Por outro lado, como já vimos em uma seção anterior, certos agentes individuais de horizontes temporais estritos, mesmo de posse de informações adequadas, podem considerar racional a adoção de posturas geradoras de altos riscos, do ponto de vista coletivo (French-Davis, 1999, cap. VIII.C). Não se deve ignorar, tampouco, o fato de que as mesmas informações podem ser interpretadas de formas diversas em momentos distintos, dependendo das expectativas dos agentes econômicos – o que certamente é o caso dos agentes econômicos mais bem informados (bancos de investimento, agências de classificação de riscos, organismos intergovernamentais e os próprios governos). Em outras palavras, o problema básico é a volatilidade das opiniões e expectativas dos agentes econômicos, não necessariamente as informações factuais em que se baseiam (Ocampo, 1999a; Eatwell e Taylor, 2000).

Não obstante, as medidas com vistas a incrementar a qualidade, quantidade e transparência das informações à disposição dos agentes econômicos podem contribuir para aumentar a eficiência dos mercados e a estabilidade dos fluxos de capital (Ahluwalia, 2000). Nesse sentido, têm surgido várias iniciativas de relevo nos últimos anos. Uma delas é o desenvolvimento, pelo FMI, de padrões de qualidade e oportunidade das informações econômicas e financeiras fornecidas aos mercados. Até o presente, cerca de meia centena de países está tomando parte do empreendimento. O maior grau de homogeneidade das informações referentes à situação financeira e contábil das empresas propicia também a correta interpretação desses dados. Os Padrões Internacionais de Contabilidade e Informação que vêm sendo discutidos no âmbito da UNCTAD constituem uma boa oportunidade de atingir um maior grau de uniformidade contábil entre os

TABELA 2.3

*Efeitos das alterações nas classificações da Standard & Poors  
e da Moodys sobre o comportamento do mercado*

*(Julho de 1998 a setembro de 2000)*

a) Mudança de rumo do mercado na direção sugerida pelas modificações nas classificações <b>antes</b> de seu anúncio			
	Sim	Não	Não concludente
3 meses antes	12	5	–
1 mês antes	6	11	–
b) Mudança de rumo do mercado na direção sugerida pelas modificações nas classificações <b>depois</b> de seu anúncio			
	Sim	Não	Não concludente
3 meses	5	12	–
1 mês depois	6	10	1

Fonte: CEPAL, com base em dados da Merrill Lynch, *Emerging Markets Debt Quarterly*, outubro de 2000.

Pelos motivos citados, os governos dos países desenvolvidos, provavelmente com o apoio de instituições financeiras multilaterais, devem estimular as entidades privadas a classificar o risco soberano de acordo com parâmetros estritos e objetivos, de conhecimento público. Tais princípios podem servir de base para o estabelecimento de estruturas de regulamentação e supervisão de suas atividades, bem como para o desenvolvimento de mecanismos de intercâmbio de informações entre elas e os órgãos reguladores. Uma alternativa mais radical seria a substituição da classificação do risco soberano atualmente efetuada por essas agências por um sistema de classificação aplicado pelas entidades de supervisão dos países em que são feitas as emissões, obedecendo a parâmetros objetivos acordados em âmbito internacional.

### 3. POLÍTICAS PREVENTIVAS DOS PAÍSES RECEPTORES

Os países receptores têm a responsabilidade de tomar providências no intuito de evitar que os picos econômicos associados às entradas intensivas de capitais acabem produzindo uma crise. As medidas têm de ser orientadas, antes de mais nada, para a gestão desses períodos de abundância com claros critérios de prudência. Tal gestão deve ser acompanhada da adoção de um regime cambial que concilie a estabilidade da taxa de câmbio real com uma dose de flexibilidade – de modo a permitir a adaptação a choques financeiros exógenos – e de mecanismos de “autoproteção” perante perturbações externas desfavoráveis. O peso relativo dos diversos instrumentos e medidas vai variar conforme as peculiaridades estruturais e a tradição macroeconômica de cada país.<sup>4</sup>

#### a) A gestão dos momentos de euforia com base em critérios de prudência

O elemento primordial de toda política de prevenção de crises é uma gestão macroeconômica consistente e flexível dos períodos de abundância – a qual deve ter por objetivo impedir que os agentes públicos e privados acumulem dívidas que, por sua magnitude, sejam insustentáveis e evitar, igualmente, desequilíbrios dos preços mais relevantes, sobretudo da taxa de câmbio e dos preços dos ativos nacionais (financeiros e de bens imóveis). Conforme discutimos mais amplamente no Capítulo 4 deste documento, na esfera fiscal o objetivo das autoridades deve ser a geração de equilíbrio e até de superávit estrutural das finanças públicas, ajudando a fortalecer a capacidade de poupança da economia e conferindo às autoridades uma margem mais ampla para a gestão anticíclica. Para tanto, é necessário gerar superávits fiscais durante os períodos de abundância, preferivelmente por meio de fundos de estabilização das receitas públicas (tanto de origem tributária quanto oriundos das exportações de matérias-primas, caso sejam relevantes), que confirmam a liberdade necessária para mitigar as restrições fiscais na fase de declínio subsequente e, principalmente, evitar os efeitos das crises sobre os setores sociais

---

<sup>4</sup> Esses temas são abordados de modo mais minucioso em CEPAL [2000d, cap. 8].

croeconômicas margens de ação para que adotem políticas monetárias restritivas durante os períodos de abundância e evitem valorizações insustentáveis da taxa de câmbio. Os instrumentos permanentes de regulamentação prudencial – sobretudo os impostos ou encaixes correspondentes às entradas de capitais, cujo grau de rigor deve acentuar-se ou reduzir-se ao longo do ciclo – são preferíveis à alternância entre a livre entrada de capitais e os controles quantitativos da saída de capitais em tempos de crise. De fato, tal sistema pode ser absolutamente ineficaz se aplicado de maneira improvisada durante uma crise, já que, em vez de produzir os efeitos previstos, pode levar à evasão maciça dos controles.

O Chile e a Colômbia têm uma experiência positiva com relação à gestão dos fluxos de capital por meio da imposição de encaixes não remunerados aos fluxos financeiros.<sup>8</sup> Os estudos disponíveis concluem que esse instrumento teve efeitos positivos sobre a estrutura de prazos do endividamento externo, por elevar o custo do endividamento a curto prazo sem afetar os fluxos de prazo mais longo.<sup>9</sup> Tais estudos indicam que, também graças aos encaixes, foi possível reduzir substancialmente as entradas totais de capitais ou, o que é equivalente, proporcionar uma margem maior, de modo a aumentar de modo sustentável as taxas de juros internas e/ou modificar as expectativas de desvalorização; esses efeitos, contudo, são mais controversos.<sup>10</sup> Na medida em que ocorre um remanejamento incompleto entre os capitais de curto e de longo prazos (principalmente do lado da oferta), os efeitos desse instrumento sobre a estrutura de passivos deveriam redundar também em uma redução da entrada de capitais.

Já se postulou que o aprimoramento da regulamentação e supervisão prudenciais dos sistemas financeiros seria um substituto da regulamentação prudencial dos fluxos de capital (Mishkin, 1999). É

---

<sup>8</sup> Até maio de 2000, o Chile exigia, também, que as entradas provenientes de investimentos em ações e investimentos diretos permanecessem no país durante um ano. Por sua vez, a Colômbia exerce controle direto sobre esses investimentos.

<sup>9</sup> Agosin e Ffrench-Davis (2000); Agosin (1998); Larraín, Labán e Chumacero (1997); Le Fort e Lehmann (2000); Barrera e Cárdenas (1997); Ocampo e Tovar (1999) e Villar e Rincón (2000).

<sup>10</sup> Ver também, a esse respeito, Valdés-Prieto e Soto (1998) e de Gregorio, Edwards e Valdés (2000).

como uma “política de passivos”. Não ajuda, porém, a suavizar os ciclos do financiamento a médio prazo. Pelo contrário, as flutuações esperadas da taxa de câmbio real podem acentuá-las (Ffrench-Davis e Ocampo, 2000).

A regulamentação e supervisão prudenciais podem converter-se, de qualquer modo, em um bom instrumento para evitar o crescimento desmedido do crédito interno durante os períodos de abundância. Para tanto é preciso, porém, administrar esses instrumentos com critérios anticíclicos claros (CEPAL, 2000a, cap. 8), de modo a superar os efeitos procíclicos exercidos pelos critérios tradicionais (inclusive os de Basiléia) quando aplicados a esse âmbito. Com efeito, em épocas de tranqüilidade, os lucros obtidos pelos intermediários facilitam o incremento do capital e, assim, ampliam sua capacidade creditícia – ao passo que o superendividamento dos agentes não financeiros só se manifesta tardiamente no cumprimento de suas obrigações e, portanto, no valor das provisões. Já em tempos de crise, a redução dos lucros, o maior número de empréstimos vencidos na carteira e o aumento das provisões afetam a capacidade de crédito das entidades financeiras, o que pode repercutir na liquidez e, logo, no cumprimento das obrigações creditícias das empresas. Esse comportamento é acentuado pelos ciclos de preços dos ativos: durante as fases de tranqüilidade, as ações e os bens imobiliários usados pelos devedores a título de garantia dos empréstimos contraídos valorizam-se imensamente e acabam sustentando empréstimos excessivos; nos períodos de recessão, ocorre o inverso.

Esses fatores devem ser levados em consideração na elaboração dos instrumentos de regulamentação e supervisão prudenciais dos intermediários financeiros. Durante os períodos de euforia, a análise das necessidades de capital e/ou as normas que regem a classificação de riscos deveriam ser mais rigorosas, assim como a supervisão, sobretudo de entidades financeiras cujas carteiras apresentem um crescimento acelerado. Ademais, pode-se optar por restringir o valor das ações e dos bens imóveis passíveis de serem utilizados como garantias de empréstimos. Nos períodos recessivos, por sua vez, é importante evitar que o cumprimento das normas reguladoras acentue a restrição creditícia e a iliquidez dos agentes – contribuindo, assim, para a qualidade da carteira do sistema financeiro.

ta de capitais – em grande medida, exógenas. Nesse sentido, os regimes extremos não solucionam os dilemas mencionados no parágrafo anterior; pelo contrário, recusam-se a responder às demandas enfrentadas pelo regime cambial.

Mesmo no caso de políticas macroeconômicas nacionais que se inclinem a uma baixa inflação, um regime de câmbio flutuante produz uma grande volatilidade tanto da taxa de câmbio nominal quanto da real, em um mundo em que os capitais são intrinsecamente voláteis. Uma abundância excessiva de capitais pode ocasionar fenômenos de “doença holandesa” nos períodos de abundância, cujos efeitos podem ser duradouros. Em termos mais genéricos, a instabilidade do câmbio produz incentivos instáveis nos setores produtores de bens e serviços supérfluos – o que pode desestimular os investimentos nestes últimos e, assim, solapar o crescimento econômico. Por outro lado, diante de desequilíbrios substanciais da moeda, as flutuações cambiais exibem efeitos de riqueza procíclicos (ganhos por valorização nos momentos de abundância e perdas por desvalorização durante as crises), que acentuam as oscilações do ciclo econômico. Nos países menores, a pouca profundidade do mercado cambial pode ocasionar pressões intensas diante de mudanças das expectativas de uns poucos agentes dominantes, cujos efeitos sobre a atividade econômica e o nível dos preços podem ser intensos, dados os elevados coeficientes de abertura externa.

A grande vantagem da âncora nominal é que, quando acompanhada de políticas fiscais prudentes, o câmbio real permanece estável. No entanto, em inúmeras ocasiões a estabilidade desse preço macroeconômico só é obtida se, durante a transição, a taxa de câmbio já tiver passado por uma supervalorização. Por outro lado, a volatilidade dos fluxos de capital tende a restringir a estabilidade da atividade interna dos países que adotam regimes desse gênero – o que fica ainda mais evidente quando a âncora nominal é adotada em conjunção com um *currency board*.<sup>11</sup> Esse problema constitui um grande desafio para os

---

<sup>11</sup> Nesse caso, o Banco Central renuncia explicitamente à política monetária, ou monetizando os aumentos nas reservas internacionais ou restringindo a liquidez quando estas se contraem. Quando se adota uma âncora nominal sem *currency board*, o Banco Central conserva a possibilidade de anular os efeitos monetários das alterações nas reservas internacionais.

### c) Mecanismos de “autoproteção”

Uma forma de prevenir crises é manter reservas (atuais ou contingentes) adequadas para enfrentá-las. A existência dessa forma de “autoproteção” tem o efeito de desestimular ataques especulativos à moeda nacional – ajudando, portanto, a impedi-los.

A acumulação de reservas internacionais pode ser, porém, um processo bastante dispendioso, já que – como demonstraram as crises recentes – as saídas líquidas de capitais podem chegar a representar vários pontos percentuais do PIB. Em uma crise aguda o bastante, os próprios agentes nacionais podem substituir maciçamente sua demanda por ativos líquidos por ativos denominados em moeda estrangeira. Em termos mais gerais, o problema básico é que o custo de oportunidade das reservas internacionais é alto: são ativos de baixa rentabilidade social. Ainda assim, não há dúvida de que os níveis de reservas internacionais devem ser maiores nos países integrados aos mercados internacionais de capitais que nos de contas de capital mais fechadas.

Alguns países (como Argentina, México e Indonésia) procuraram a “autoproteção” mediante a negociação de linhas de crédito contingentes junto aos bancos internacionais privados, pelas quais pagam uma comissão (equivalente a uma opção de compra). É uma alternativa interessante e talvez menos cara que a manutenção de altos níveis de reservas. Não obstante, o mercado para linhas e crédito desse gênero ainda é incipiente, e as quantias disponíveis podem acabar sendo mais uma vez insuficientes no caso de crises agudas, sobretudo aquelas caracterizadas por fenômenos de contágio.

Por conseguinte, a autoproteção, ainda que necessária e conveniente, é dispendiosa e, pois, menos completa que os esquemas de proteção coletiva – no caso, com a provisão da liquidez internacional necessária mediante instrumentos multilaterais.

## 4. A ADMINISTRAÇÃO DAS CRISES

Por mais acertadas que sejam as políticas preventivas adotadas em âmbito internacional e nacional, é inquestionável que as crises continuarão ocorrendo. Para fazer-lhes frente, é necessário, pois, criar mecanismos multilaterais adequados para administrá-las. De fato, a

maneira incondicional,<sup>14</sup> carece de recursos para fazer as vezes de Banco Central dos bancos centrais. Tampouco possui autoridade para assegurar-se de que poderá recuperar os fundos emprestados. Embora o principal mecanismo de mobilização de recursos em condições excepcionais (os acordos de empréstimo firmados com as principais nações industrializadas) tenha sido ampliado durante a última crise, os recursos à disposição do Fundo ainda são limitados – por isso têm sido complementados, nas conjunturas mais difíceis, com recursos *ad hoc* de caráter bilateral. A incerteza decorrente dessa variedade de mecanismos de financiamento reduz sua capacidade de emitir sinais de confiança, sobretudo diante de crises cuja magnitude e velocidade de propagação vêm sendo muito superiores às de outrora.

Por outro lado, após a crise mexicana o FMI instituiu o Mecanismo de Financiamento de Emergência, que o faculta a atuar com maior rapidez em caso de crises graves, além de dois serviços adicionais: o Serviço Suplementar de Reservas, para necessidades de financiamento excepcionalmente grandes, e a Linha de Crédito Contingente (LCC), que visa a auxiliar os países que enfrentam fenômenos de contágio financeiro. O primeiro está sujeito aos tradicionais acordos *stand-by* e já foi utilizado. Para ter acesso à LCC, os países devem ter tido avaliações positivas nas consultas anuais realizadas dentro do referencial do Artigo IV do Convênio Constitutivo do Fundo e ter adotado alguns dos padrões mencionados na segunda seção deste capítulo, entre outras condições. O desembolso dos recursos correspondentes está condicionado também à assinatura de um acordo contingente. Considerando-se a indefinição que ainda paira sobre algumas das condições dessa linha, o possível sinal negativo que se estará enviando aos mercados caso se recorra a ela e o valor modesto dos recursos disponíveis, não admira que nenhum país tenha solicitado, até o momento, permissão para utilizá-la.

A natureza da condicionalidade dos programas do FMI tem sido objeto de uma agitada controvérsia nos últimos anos. Argumenta-se, em primeiro lugar, que a condicionalidade macroeconômica

---

<sup>14</sup> A criação de direitos especiais de saque (DES) é uma forma de emitir meios de pagamento, mas, para tanto, é necessária a anuência explícita do Diretório do Fundo a cada instância, com uma maioria de 85% dos votos. A última vez em que se emitiram DES foi em janeiro de 1981.

À luz dessas considerações, é evidente que a capacidade do FMI de prover liquidez externa durante os momentos de crise deve ser ampliada. Entre os serviços que devem ser objeto de especial atenção estão aqueles que visam proteger países com bons fundamentos econômicos de ataques especulativos, evitando a propagação das crises financeiras por contágio. A mera existência de um serviço dessa natureza, dotado de meios pecuniários suficientes, modificaria o regime internacional e o comportamento dos agentes. Para que o Fundo possa desincumbir-se de suas funções, precisa dispor de mais recursos flexíveis. As condições de acesso a suas várias linhas de crédito também devem sofrer uma redefinição.

A despeito das dificuldades de ordem técnica e política, os potenciais benefícios dos serviços financeiros multilaterais à disposição dos países que enfrentarem fugas de capital capazes de desestabilizar suas economias são grandes o bastante para que a comunidade internacional continue procurando as melhores maneiras de aperfeiçoá-los ou desenvolvê-los (ver, a esse respeito, as propostas de Williamson, 1996; Ezekiel, 1998; e Ahluwalia, 1999, entre outros). Os serviços correspondentes devem ser de rápido acesso e contar com recursos suficientes para poderem sair em socorro dos países atingidos. Seguindo o padrão estabelecido pelas linhas de crédito recentes, os empréstimos outorgados devem ser a prazos mais curtos e a taxas de juros mais altas que os das linhas tradicionais do FMI – incentivando os usuários, assim, a quitar suas dívidas o mais rapidamente possível. Não obstante, devem ser renováveis, visto que os dados disponíveis indicam que os mercados não retornam rapidamente à normalidade.

Quando houver provas concludentes de desajustes macroeconômicos decorrentes de políticas nacionais, o acesso a recursos multilaterais deve ser submetido à condicionalidade. No entanto, diante das últimas controvérsias, a conveniência de esta ser ampliada para além dos terrenos tradicionais da política macroeconômica e financeira é questionável e deve ser, portanto, objeto de uma negociação explícita de cunho multilateral.

Nos programas mais recentes tem valido o princípio de que os programas macroeconômicos adotados dentro da esfera do FMI devem levar em consideração os efeitos desses programas sobre os seto-

liquidez permanente com base nesse mecanismo. Outra opção seria a realização de emissões exclusivamente em favor do país membro atingido pela crise, e que os DES fossem restituídos ao Fundo e anulados uma vez superada a crise. A terceira possibilidade é que o Fundo emita DES em seu próprio favor, para uso nos momentos de crise. Essas duas últimas opções exigiriam emendas aos artigos do FMI.<sup>16</sup> Sem dúvida, o maior uso dos DES no sistema financeiro internacional é um fim em si mesmo, amplamente defendido pelos países em desenvolvimento, e não deve ser condicionado à adoção de linhas de crédito específicas.

### **b) Regras multilaterais para a suspensão e renegociação da dívida externa**

A alternativa ao financiamento de emergência é uma moratória de pagamentos que, em sua forma mais extrema, envolveria uma renegociação entre o devedor e seus credores, com vista à reprogramação e, talvez, à redução das dívidas. Por motivos óbvios, esse é um rumo que poucos países desejam tomar, por implicar o rompimento das relações normais com os credores. A recuperação da credibilidade no âmbito dessas relações pode ser um processo lento e custoso. Somente os países que enfrentaram situações críticas adotaram soluções desse tipo.

Por outro lado, a conveniência de se estimular o setor privado a tomar parte da solução dos problemas de endividamento e fugas de capital associados às crises financeiras tem sido objeto de amplo consenso nos últimos debates. Não havendo essa participação, a distribuição dos custos das crises recai excessivamente sobre os devedores, os problemas de risco moral por parte dos credores acabam sendo mais graves e a necessidade de recursos para o enfrentamento das crises eleva-se a níveis excessivos. De qualquer forma, é importante ressaltar que tais esquemas devem ser vistos como complementos e não substitutos do financiamento emergencial, sobretudo quando a origem das dificuldades enfrentadas for de ordem estritamente tempo-

---

<sup>16</sup> Ver variações da primeira dessas propostas em ONU (1999), Council on Foreign Relations (1999), Meltzer et al. (2000) e Camdessus (2000). Sobre as duas últimas, ver Ezekiel (1998) e Ahluwalia (1999).

alheios à sua vontade, ou a declarar unilateralmente uma moratória de maior alcance, caso a capacidade de pagamento seja claramente insuficiente. Tais cláusulas devem ser de caráter universal, aplicando-se também aos contratos de dívida assinados por países industrializados – a fim de evitar que os mercados castiguem, com taxas de juros mais altas ou um acesso mais restrito aos recursos, os países que venham a adotá-las.<sup>17</sup> As suspensões provisórias de pagamentos poderiam ser estendidas às saídas de capital.

Por mais difícil que seja conceber um esquema alternativo à declaração de dificuldades por parte de um país devedor, o FMI pode envolver-se, recomendando aos países que façam uso desse mecanismo e talvez corroborando as moratórias, sobretudo as mais permanentes, a fim de legitimá-las – o que também pode ser importante para evitar problemas de “risco moral” por parte dos devedores, ou seja, declarações de moratória injustificadas (problema que, como observamos no início desta seção, provavelmente é irrelevante). Alguns analistas entendem que o Fundo, através de seu Artigo VI, já está facultado a tomar algumas medidas desse gênero. Não obstante, ele deveria insistir nos empréstimos para os países que, embora tenham atrasado seus pagamentos, estiverem empreendendo esforços na direção certa [*leading into arrears*], visto que essa prática contribui para que os credores cooperem com a resolução da crise.

A existência de cláusulas de suspensão temporária de pagamentos poderia contribuir para a redução do excesso de entradas de capital durante as fases de euforia, já que permitiria a credores e investidores apreender mais amplamente os riscos de iliquidez ou insolvência dos países receptores. Entretanto, tal solução não está isenta de custos, que provavelmente assumiriam a forma de taxas de juros mais altas.

Para resolver o segundo dos problemas observados, seria conveniente elaborar mecanismos de arbitragem multilateral aos quais possam recorrer as partes para solucionar controvérsias nos processos de refinanciamento ou renegociação da dívida. Além disso, seria interessante incentivar a opção por acordos flexíveis, que permitam a

---

<sup>17</sup> Já há precedentes significativos da introdução obrigatória de cláusulas dessa natureza em contratos de dívida, sobretudo nas emissões de títulos no mercado britânico (Griffith-Jones, 1998).

melhor coordenação das políticas macroeconômicas das economias latino-americanas e caribenhas poderia auxiliar na prevenção de crises e evitar sua disseminação. Tal coordenação pode compreender aspectos variados como a adoção de padrões comuns no tocante às políticas fiscais e monetárias, de práticas comuns em termos da regulamentação e supervisão prudenciais dos intermediários financeiros, de eventuais acordos quanto à gestão cambial e, a longo prazo, de possíveis moedas comuns. Os países da região já deram seus passos iniciais na primeira dessas direções, dentro do contexto dos processos de integração sub-regional.

Os mecanismos regionais também podem colaborar para a solução da crise. Na verdade, a região tem uma das experiências mais interessantes nesse sentido, o Fundo Latino-americano de Reservas (FLAR). Esse Fundo tem uma história de 20 anos a serviço da Comunidade Andina, proporcionando volumes substanciais de recursos aos cinco países membros (Bolívia, Colômbia, Equador, Peru e Venezuela). Para os países de menor tamanho (Bolívia e Equador), o FLAR tem sido um credor tão importante quanto o FMI. Com a recente incorporação da Costa Rica, o FLAR deu início a um processo de ampliação para nações latino-americanas de fora da Comunidade Andina, visando ao fortalecimento e maior alcance da instituição (FLAR, 2000).

No âmbito internacional, a proposta mais ambiciosa nessa frente foi a da criação de um Fundo Monetário Asiático, discutida, por iniciativa do Japão, na reunião do FMI em Hong Kong em novembro de 1997 (Hamada, 2000). Essa idéia foi recentemente sintetizada, em maio de 2000, no acordo a que chegaram 13 países asiáticos (os membros da Associação das Nações do Sudeste Asiático – ASEAN – mais a China, a Coreia do Sul e o Japão) para firmar contratos de *swap* entre seus bancos centrais (Park e Wang, 2000).

Quanto ao fato de o contágio financeiro possuir um forte componente regional, a existência dos fundos regionais teria vantagens significativas em relação a uma arquitetura constituída exclusivamente por um fundo global (*ver* Agosin, 2000b; Mistry, 1999; Ocampo, 1999; CEPAL, 1999b). A primeira delas consistiria na possibilidade de modificar as expectativas e o comportamento dos agentes financeiros em relação à região como um todo, prevenindo, assim, o contágio. Contando com maiores reservas internacionais – provenientes

Os fundos regionais poderiam ser reconhecidos pelo FMI como parte integrante do sistema financeiro internacional. Assim concebidos, tornar-se-iam, em parte, intermediários entre o Fundo e cada país. Em situações de crise, os fundos regionais teriam acesso aos recursos do FMI de maneira bastante automática. Caso um novo serviço contingente do Fundo fosse financiado mediante a emissão de DES, tais fundos teriam autorização para adquirir DES com moedas nacionais dos membros, emprestando-os em seguida aos países em crise.

Cabe observar que o esquema proposto de uma rede de instituições já existe no caso dos bancos de desenvolvimento. Com efeito, hoje atuam nessa frente, de maneira complementar, o Banco Mundial, o Banco Interamericano de Desenvolvimento e quatro bancos sub-regionais (a Corporação Andina de Fomento, o Banco Centro-americano de Integração Econômica, o Banco de Desenvolvimento do Caribe e o FONPLATA).

tribuição para o desenvolvimento das economias da região. Ao analisar os recursos oficiais, examinamos também os problemas relacionados ao financiamento do desenvolvimento sustentável e a iniciativa internacional para os países pobres muito endividados.

## **1. FORTALECER A CAPACIDADE EXPORTADORA A FIM DE ACELERAR O CRESCIMENTO E REDUZIR A VULNERABILIDADE EXTERNA**

O fortalecimento da capacidade exportadora é a primeira providência a tomar para atingir um nível adequado de recursos externos (CEPAL, 1998b e 2000d). Ela contribui para o desenvolvimento mediante o financiamento das necessidades de importação (mitigando, provisoriamente, as restrições que estas podem vir a impor ao crescimento econômico) e, por outra, por meio da redução da vulnerabilidade externa.

Apesar dos esforços consideráveis envidados no intuito da diversificação de produtos e mercados nas últimas décadas, as exportações das economias da América Latina e do Caribe ainda exibem uma elevada concentração em produtos básicos. Com exceção do México e de algumas economias caribenhas nas quais os serviços são a principal fonte de entrada de capitais, os países da região, conquanto tenham reduzido a proporção do valor de suas exportações correspondente a produtos básicos e de bens intensivos em recursos naturais (*commodities* industriais), continuam apresentando uma grande dependência desse gênero de produtos (Tabela 3.1).

Tamanho grau de concentração implica uma grande vulnerabilidade em relação às flutuações dos preços externos de suas exportações, como ilustra a Tabela 3.2 – que mostra que, em média, as flutuações em torno dessa tendência foram maiores durante a década de 1980 que a de 1990; a variação dos valores unitários de exportação também foi sistematicamente maior do que a dos valores unitários de importação. Também se percebe que a variação é maior entre os países de menor desenvolvimento relativo da região, o que determina maior instabilidade das receitas provenientes do comércio exterior e afeta os níveis de investimento e crescimento.

frutos esperados. São importantes, assim, as políticas com vistas a enfrentar o risco associado às variações dos mercados externos. Para que todos esses esforços cumpram seus objetivos, é preciso dispor de um acesso adequado aos mercados externos. Esses temas são complementados por algumas rápidas considerações a respeito da melhor maneira de aplicar as remessas dos emigrantes.

TABELA 3.2  
*Variação dos valores unitários de exportação e importação  
 e dos termos de troca  
 (Porcentagens)<sup>a</sup>*

	Valor unitário das exportações			Valor unitário das importações			Termos de troca		
	1980-1989	1990-2000	1980-2000	1980-1989	1990-2000	1980-2000	1980-1989	1990-2000	1980-2000
Grupo A	7,3	3,4	5,5	3,7	2,2	3,0	9,0	3,9	6,5
Grupo B	4,0	3,3	3,5	2,3	2,1	2,2	5,1	3,2	4,0
Grupo C	4,7	3,1	3,9	2,6	1,7	2,0	6,2	2,9	4,5

Fonte: CEPAL, *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe, Edición 1998* (LC/G.2038-P), Santiago do Chile, março de 1999. Publicação das Nações Unidas, N° de venda S.99.II.G.3; *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe, 2000* (LC/G.2123-P), Santiago, Chile, dezembro de 2000. Publicação das Nações Unidas, N° de venda S.00.II.G.138.

<sup>a</sup> Estimado como a porcentagem de desvio absoluto médio em relação aos valores de tendência, medida segundo a média móvel de três anos.

### a) Criação de um ambiente de fomento às exportações

Três componentes fundamentais para a criação de um ambiente favorável às exportações são a manutenção de taxas de câmbio real competitivas e estáveis, a eliminação de distorções que discriminem as exportações e o desenvolvimento de condições de eficiência sistêmica.

A peça central de toda política de fomento às exportações é uma taxa de câmbio competitiva e estável. Com efeito, é muito difícil que outras medidas consigam neutralizar os efeitos negativos sobre a rentabilidade das exportações que decorrem de taxas de câmbio reais

qual incidam políticas que promovam a difusão e adaptação de tecnologias. Outras peças importantes da competitividade externa, porém, são o nível de eficiência da infra-estrutura de exportação (sistemas de transporte, portos, sistemas de armazenagem e assim por diante), o desenvolvimento de complementaridades entre as empresas exportadoras e as cadeias produtivas por elas compostas e a eliminação de obstáculos, especialmente por meio da simplificação dos trâmites.

## b) Políticas de apoio ativo às exportações

Com relação ao apoio às exportações, têm sido fundamentais as medidas voltadas para a identificação da demanda externa e a promoção da oferta exportável nos mercados externos. Essa tarefa cabe tradicionalmente aos organismos públicos de promoção, mas recentemente o setor privado também tem se aventurado na prestação de serviços de apoio às exportações. Os organismos públicos ou associações privadas podem ainda desempenhar papel considerável na promoção de várias formas de parceria entre os exportadores, conforme os tipos de produto ou mercados de destino, de modo a aproveitar as economias de escala e as externalidades proporcionadas por sua presença conjunta nos mercados externos – atividades particularmente importantes para as pequenas e médias empresas em suas incursões nos mercados externos.

O segundo elemento básico nessa área é o desenvolvimento de mecanismos adequados de financiamento e seguro pré e pós-embarque. Apesar da importância dessas questões, sobretudo para as pequenas e médias empresas, que não têm acesso a empréstimos no exterior, seu desenvolvimento apresenta notórias deficiências na maioria dos países da região, com algumas exceções – como é o caso do Banco de Comércio Exterior (BANCOLDEX), na Colômbia, e, no México, do Banco Nacional de Comércio Exterior (BANCOMEXT), assim como a crescente importância que o governo brasileiro vem dando a essa matéria. Cabe assinalar que o financiamento das empresas exportadoras é compatível com os acordos da Rodada Uruguai, desde que não haja subsídios para as taxas de juros.

Um tipo de atividade que não recebe incentivo suficiente é a criação de bancos de investimentos ou outras entidades privadas especializadas na canalização de capital de risco para novas empresas ou ativi-

internos da volatilidade externa e, em geral, seus efeitos sobre a estabilidade da renda dos produtores e/ou receitas públicas têm sido avaliados de maneira positiva. Não obstante, também têm sido objetos de críticas ocasionais por não isolarem totalmente o país em relação a tais flutuações – objetivo que não só é impróprio, uma vez que não convém alienar os produtores nacionais das tendências dos preços internacionais, como também redundaria em sua não-sustentabilidade financeira.

No terreno da proteção externa, houve diversas tentativas de redução das flutuações nos preços de exportação por meio de acordos entre produtores e consumidores, esquemas de estoques reguladores (*buffer stocks*), esquemas de tarifas variáveis e juntas comerciais. Em termos multilaterais, durante a IV Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD), realizada em 1976, aprovou-se um Programa Integrado de Produtos Básicos e reconheceu-se a necessidade de que os governos negociassem um Fundo Comum para os Produtos Básicos, a fim de viabilizar instrumentos financeiros capazes de dar sustentação a acordos individuais de estabilização de preços. As negociações para a aprovação e ratificação desse fundo foram árduas devido a discrepâncias entre os grandes países industrializados – e, embora o acordo tenha sido formalmente firmado em fins da década de 1980, os acordos por produtos já haviam caducado, tinham deixado de ser aplicados ou suas funções de estabilização de preços haviam sido significativamente reduzidas.

Mais recentemente, a utilização desses instrumentos de mercado para a administração de riscos voltou a despertar interesse, e sugeriu-se que as agências de financiamento multilateral deveriam desempenhar o papel de intermediários entre os provedores desses instrumentos e as entidades, nos países em desenvolvimento, que não têm acesso a eles. O emprego desses instrumentos de apoio às exportações da região na escala apropriada – sobretudo em termos de custo – ainda está por se estabelecer. Essas alternativas podem ser onerosas principalmente para os países com grande concentração de exportações e/ou demasiado expostos a flutuações regionais sistêmicas.

gião. É importante assinalar que, conquanto tais medidas prejudiquem apenas uma pequena parcela do comércio, desestimulam outras iniciativas de exportação por criarem um considerável grau de incerteza quanto à continuidade do acesso aos mercados de acordo com regras estáveis. Por outro lado, as tarifas adicionais cobradas como medida *antidumping* são, em geral, muito mais altas que o nível tarifário médio.

TABELA 3.3

*Existência de tarifas abusivas no setor agrícola nos principais mercados de destino após a Rodada Uruguai*

<b>Mercado</b>	<b>Porcentagens de posições tarifárias com tarifas superiores a 12%</b>	<b>Número de posições tarifárias com tarifas superiores a 100%</b>	<b>Produtos com tarifas abusivas</b>
União Européia	45	33	> 200%: carnes, suco de uva
Japão	40	146	> 300%: manteiga, trigo, amendoim, arroz
Estados Unidos	19	26	> 100%: amendoim, tabaco, derivados do tabaco
Canadá	11	68	> 200%: leite em pó, manteiga, queijo

*Fonte:* Elaborado com base na Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento/Organização Mundial do Comércio (UNCTAD/OMC), *The Post-Uruguay Round Tariff Environment for Developing Country Exports: Tariff Peaks and Tariff Escalation* (TD/B/COM.1/14/Ver.1), Genebra, 28 de janeiro de 2000.

Outras barreiras que discriminam na prática as exportações regionais são os critérios técnicos, sanitários e fitossanitários. Conquanto também eles tenham sido objeto de uma maior regulamentação multilateral, sua aplicação pelos países desenvolvidos redundam, muitas vezes, em exigências de difícil cumprimento pelas nações em de-

áreas de orientação de políticas, associadas, respectivamente, aos custos de envio, ao potencial uso produtivo desses recursos e à capacidade organizadora e empresarial dos migrantes.

### *1) Custos do envio das remessas*

A inexistência de mecanismos formais e competitivos para o envio de remessas permite que as agências especializadas desvalorizem a taxa de câmbio pela qual as remessas são enviadas e cobrem comissões elevadas pelo serviço. Isso resulta em altos custos para o envio de remessas, o que limita o poder de compra e poupança das famílias destinatárias. Embora com algumas variações de um país para outro, já se sugeriu regulamentar esse mercado mediante a promoção da concorrência – seja pelo incentivo à participação de agências financeiras formais nos envios, conferindo transparência às condições de expedição (comissões e taxa de câmbio), pelo aumento do poder de negociação dos emigrantes através de sua organização, pelo recurso a organizações não-governamentais para criar alianças ou pelo aproveitamento, quando for o caso, das vantagens da internacionalização dos bancos e do desenvolvimento de instrumentos idôneos, como contas em dólares e cartões de crédito que possam ser pagos nos Estados Unidos.

### *2) Uso produtivo das remessas*

Apesar da importância dessa fonte de recursos, chama a atenção o fato de que, ao contrário do que ocorre com as exportações e os investimentos estrangeiros diretos, não existem, com relação às remessas, políticas públicas de incentivo. De fato, não há uma política regional que considere os focos de expulsão da população como unidades em que o migrante e sua família possam converter-se em agentes de desenvolvimento, dedicando parte de sua capacidade de poupança a projetos que confirmem dinamismo a essas regiões. Há evidências significativas de que isso pode gerar resultados satisfatórios, já que, nas ocasiões em que essa capacidade de poupança foi devidamente canalizada, obtiveram-se respostas positivas. Existe, pois, um vasto potencial de desenvolvimento financeiro e produtivo, que compreende a adaptação e o aprofundamento de esquemas que combinem re-

GRÁFICO 3.1

*América Latina: Fluxos de endividamento a longo prazo conforme as fontes*

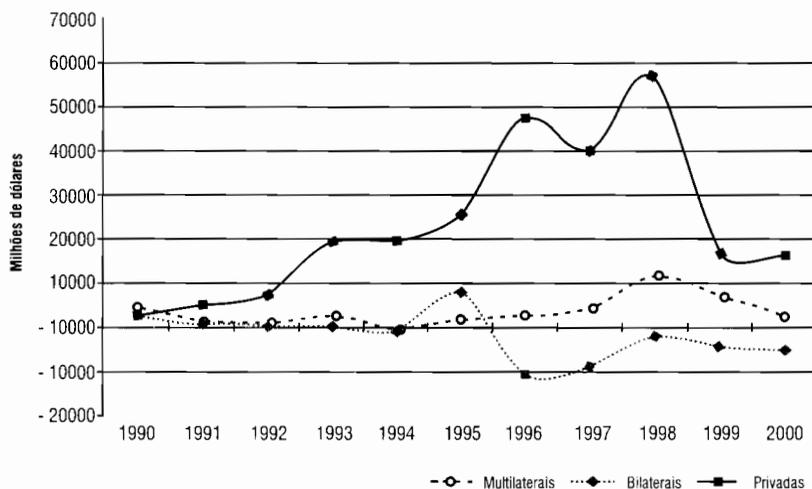


TABELA 3.4  
*Assistência oficial líquida para o desenvolvimento  
recebida pela América Latina e Caribe  
(Milhões de dólares)*

	1994	1995	1996	1997	1998	AOD/PIB 1997 (%)
Grupo A	3.026	3.570	3.546	2.853	2.793	3,2
Grupo B	694	833	729	748	787	0,4
Grupo C	1.097	1.095	999	674	615	0,1
América Latina e Caribe	4.817	5.498	5.274	4.275	4.195	0,3

Fonte: Banco Mundial, *Global Development Finance*, Washington, D.C., maio de 2000.

tam tanto os países elegíveis quanto seus vizinhos – bem como os organismos regionais e sub-regionais que têm recursos comprometidos nesses lugares. Finalmente, uma das mudanças mais bem-vindas na frente do financiamento oficial foi o início de atividades espe-

consideráveis – entre eles a paz, a agenda ambiental mundial (mudança climática e conservação da biodiversidade) e a luta contra o problema mundial das drogas. Em todos os casos, é necessário que os países receptores aumentem sua eficiência e transparência no uso desses recursos – que são, de mais a mais, condições necessárias para a convivência interna e a integração a um mundo globalizado.

Cabe observar que os recursos bilaterais não concessionais também cumprem um papel substancial no financiamento da região, sobretudo dos países de menor desenvolvimento relativo. As considerações anteriores são igualmente válidas para esses recursos. Como vimos no capítulo anterior, os recursos bilaterais são utilizados igualmente como apoio a programas de financiamento de emergência. Como já assinalamos, por mais úteis que possam ser em um contexto de escassez de recursos multilaterais, ainda assim serão insatisfatórios nesses casos; sua função como mecanismo de estabilização deve permanecer sujeita a uma agenda mais ampla de reforma da arquitetura financeira internacional.

### **b) O papel dos bancos de desenvolvimento multilaterais, regionais e sub-regionais**

Os bancos de desenvolvimento multilaterais (Banco Mundial), regionais (Banco Interamericano de Desenvolvimento, BID) e sub-regionais (Corporação Andina de Fomento, CAF; Banco Centro-americano de Integração Econômica, BCIE; Banco de Desenvolvimento do Caribe, BDC; e Fundo Financeiro para o Desenvolvimento da Bacia do Prata, FONPLATA) são um importante complemento do esforço interno de financiamento dos investimentos e do financiamento externo privado. O papel básico das instituições financeiras regionais e sub-regionais durante a década de 1990 manifestou-se nitidamente por meio da sua participação na provisão de recursos creditícios à região. A Tabela 3.5 mostra que esses recursos são particularmente importantes para os países de menor desenvolvimento relativo, em relação aos quais a Associação Internacional de Fomento (AIF) do Banco Mundial também desempenha papel importante. O financiamento multilateral de todas essas fontes representa 84,7% do crédito externo a longo prazo recebido por esses países em 1995-1998. Os recursos dos bancos regionais e sub-regionais

TABELA 3.5

*Fluxos líquidos de dívida segundo as fontes (longo prazo)*  
*(Milhões de dólares)*

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Distribuição percentual		
												1990-1994	1995-1999	1995-1999
<b>Grupo A</b>														
Fluxo líquido da dívida a longo prazo	1.118	498	297	958	639	988	1.289	1.968	930	1.740		100,0	100,0	100,0
Fontes públicas	1.060	675	753	781	836	1.017	917	1.377	812	1.212		117,0	117,0	77,1
Multilaterais	355	341	565	517	740	1.118	894	1.475	900	1.271		71,7	71,7	81,8
Banco Mundial	43	25	9	9	122	340	183	194	246	566		5,9	5,9	22,1
BID e outros bancos de desenvolvimento	312	316	557	507	618	778	712	1.282	654	705		65,8	65,8	59,7
Bilaterais	705	334	188	265	96	-101	23	-98	-89	-59		45,2	45,2	-4,7
Fontes privadas	58	-177	-456	176	-197	-29	372	591	118	528		-17,0	-17,0	22,9
<b>Grupo B</b>														
Fluxo líquido da dívida a longo prazo	-184	-335	-573	1.237	2.120	1.967	3.151	5.412	2.102	5.517		100,0	100,0	100,0
Fontes públicas	145	107	-445	130	-539	-337	-596	299	197	1.315		-26,5	-26,5	4,8
Multilaterais	15	-349	-122	345	-493	171	141	654	832	1.673		-26,6	-26,6	19,1
Banco Mundial	-329	-367	-701	19	-586	-164	-204	121	162	507		-86,7	-86,7	2,3
BID e outros bancos de desenvolvimento	344	18	579	326	93	334	345	533	670	1.166		60,0	60,0	16,8
Bilaterais	130	455	-323	-215	-46	-507	-737	-354	-636	-359		0,1	0,1	-14,3
Fontes privadas	-329	-441	-128	1.107	2.659	2.304	3.746	5.113	1.905	4.203		126,5	126,5	95,2

TABELA 3.6  
*América latina e caribe: condições médias dos novos compromissos*  
*(Médias simples)*

		Taxas de juros (porcentagens)		Prazos (anos)	
		Setor oficial <sup>a</sup>	Setor privado <sup>b</sup>	Setor oficial <sup>a</sup>	Setor privado <sup>b</sup>
<b>Grupo A</b>	1990	4,0	9,5	28,1	6,4
	1994	4,2	7,3	26,2	9,1
	1998	4,7	5,5	28,0	8,5
	1999	4,0	6,0	29,7	7,7
<b>Grupo B</b>	1990	6,8	8,3	14,5	5,4
	1994	6,5	7,5	18,0	6,8
	1998	6,3	8,1	13,8	7,0
	1999	5,1	8,8	17,5	11,0
<b>Grupo C</b>	1990	7,4	9,0	17,2	10,9
	1994	6,4	8,5	17,7	6,7
	1998	7,7	8,1	13,3 <sup>d</sup>	7,9
	1999	6,7 <sup>c</sup>	8,5	19,6 <sup>e</sup>	11,0

Fonte: Banco Mundial, *Global Development Finance 2001*.

<sup>a</sup> Empréstimos bilaterais e recursos de organismos multilaterais.

<sup>b</sup> Endividamento em títulos e empréstimos dos bancos internacionais.

<sup>c</sup> Média dos países, com exceção da Venezuela.

<sup>d</sup> Média dos países, com exceção do Chile.

<sup>e</sup> Média dos países, com exceção do México.

A relação preferencial com os países em desenvolvimento, assim como sua própria adaptação aos sistemas modernos de avaliação de riscos e classificação de carteira, levaram o BID e a CAF a possuir uma classificação de risco melhor que os países da região, o que lhes permite ter acesso a fundos externos a custos menores do que os obtidos por cada país individualmente. O caso da CAF é particularmente significativo nesse sentido por se tratar de uma instituição cujos acionistas são exclusivamente países em desenvolvimento da região.

TABELA 3.7

*Composição da carteira de empréstimos de alguns bancos regionais e multilaterais*  
(Porcentagens)

	Banco Mundial 1998-2000	BID 1997-1999	CAF carteira em 31/12/99	BCIE acumulado 1961-1999	BDC acumulado 1970-1999
Serviços sociais, proteção e investimentos sociais e ambientais	24,8	27,3		7,1	11,0
Educação, ciência e tecnologia	9,4	6,1			
Desenvolvimento urbano, moradia e infra-estrutura física	1,3	6,2		31,1	
Agricultura, silvicultura e pesca	6,0	1,5	2,0	2,7	5,8
Indústria, mineração, pedreiras, petróleo e gás	1,2	9,1	11,0	4,4	9,8
Eletricidade, energia e água	2,3	8,8	21,0	14,5	8,8
Transporte e comunicações	8,7	9,6	24,0	10,1	25,3
Turismo e microempresas	0,0	1,3		2,5	3,1
Setores múltiplos e outros	5,3	2,6	14,0	27,6	13,3
Financiamento e distribuição	12,5	0,3	28,0		22,8
Política econômica, reforma do setor público e administração pública	28,5	27,3			
Total	100	100	100	100	100

Fonte: CEPAL, com base nos registros anuais do Banco Mundial, BID, CAF, BCIE e Banco de Desenvolvimento do Caribe.

### c) A iniciativa para os países pobres muito endividados

Desde meados da década de 1980, a participação absoluta e relativa dos credores privados no financiamento dos países mais pobres da região vem reduzindo-se sistematicamente (Tabela 3.8). O financiamento proveniente de credores bilaterais também diminuiu. Assim, ao contrário do que ocorreu com os fluxos de recursos para outros países, o endividamento dos países de menores entradas apresenta uma maior proporção de compromissos assumidos junto a credores multilaterais. Além disso, os níveis de endividamento externo de alguns desses países são muito elevados, constituindo uma séria restrição ao seu desenvolvimento. Nessas circunstâncias, em 1996 adotou-se a iniciativa para a redução da dívida externa dos países pobres muito endividados. Quatro países da região – Bolívia, Guiana, Honduras e Nicarágua – reúnem os requisitos nela contemplados.

O objetivo original da iniciativa era a eliminação do superendividamento, reduzindo a dívida externa admissível<sup>4</sup> para níveis sustentáveis. Em termos gerais, um nível sustentável de dívida externa seria aquele que, no contexto de políticas econômicas adequadas, permitisse o cumprimento das obrigações externas sem necessidade de recorrer a novas renegociações ou remissões, acúmulos de atrasos nem sacrifícios do crescimento econômico. Mais recentemente, esses objetivos sofreram alterações no intuito de dar maior ênfase à liberação de recursos que, em vez de atenderem a compromissos externos, sejam destinados a programas de redução da pobreza.

Algumas das críticas a essa iniciativa assinalam que, para terem acesso a seus benefícios, os países elegíveis devem percorrer um caminho longo e complexo, resumido no Quadro 3.1. A admissão no programa é decidida três anos após a adoção de um plano de reformas; durante esse período, recorre-se principalmente ao reagendamento de compromissos. Assim, a concessão do perdão definitivo da dívida (ponto culminante “variável”) situar-se-ia em um horizonte remoto e indeterminado e estaria condicionada ao cumprimento de um programa de reformas, metas de estabilidade macroeconômica e

---

<sup>4</sup> A dívida passível de redução corresponde à que foi contratada antes da data de corte, ou seja, aquela estabelecida por ocasião do primeiro acordo de renegociação firmado com o Clube de Paris. Assim, as datas de corte para a definição da proporção de dívida bilateral passível de redução são: Bolívia (31/12/1985), Guiana (31/12/1988), Honduras (01/06/1990) e Nicarágua (01/11/1988).

criação de condições para um crescimento sustentável. Embora já se tenham tomado decisões com vistas a agilizar essa iniciativa, os prazos e a condicionalidade ainda são restritivos.

Também se argumenta que, considerando-se as datas de corte estabelecidas, é muito pequena a proporção da dívida bilateral que pode ser reduzida quando se cumprem as condições para alcançar o ponto culminante. Como mostra a Tabela 3.9, para os países da região incluídos nessa iniciativa, a proporção da dívida oficial admissível para remissão oscila entre cerca de 21% e 31% nos casos de Bolívia, Honduras e Guiana, com uma magnitude maior no caso da Nicarágua. Por conseguinte, dada a maior participação dos organismos multilaterais de financiamento no caso dos primeiros três países, o perdão da dívida dependerá em maior medida dos esforços dessas instituições, o que acarreta para estas desafios consideráveis no tocante à obtenção de recursos para o financiamento do programa – sobretudo para as instituições regionais e sub-regionais (Varinia Tromben, 2000). A sustentabilidade dos coeficientes de endividamento definidos dentro da iniciativa também é motivo de muita controvérsia, principalmente em relação aos países africanos (Botchwey, 2000).

#### QUADRO 3.1

##### *Funcionamento da iniciativa para os países pobres muito endividados*

A iniciativa compreende duas fases de ajuste e reformas econômicas, um **ponto de decisão** localizado no final da primeira fase e um **ponto culminante variável** no final da segunda fase, quando ocorre a redução da dívida externa.

##### **Primeira fase**

O país deve estabelecer um histórico de três anos de desempenho satisfatório e elaborar, junto com a sociedade civil, um documento de estratégias para a redução da pobreza (DERP). O Clube de Paris oferece a possibilidade de reprogramar o serviço da dívida com vencimento durante o período de consolidação de três anos, de acordo com as condições de Nápoles (redução de 67% dos vencimentos). Outros credores bilaterais e comerciais oferecem condições semelhantes.

TABELA 3.9

*Valor e composição do valor atual líquido da dívida oficial, 1998 - antes da aplicação da iniciativa para os PPME*

	Bolívia		Guiana		Honduras		Nicarágua	
	Milhões de dólares	Porcentagens						
Dívida oficial	3.724	100,0	1.078	100,0	3.219	100,0	5.239	100,0
A. Bilateral	1.444	38,8	401	37,2	1.366	42,4	3.877	74,0
- Antes da data de corte	791	21,2	335	31,1	854	26,5	3.372	64,4
- Após a data de corte	635	17,1	66	6,1	513	15,9	505	9,6
B. Multilateral	2.280	61,2	677	62,8	1.853	57,6	1.362	26,0
FMI	210	5,6	127	11,8	101	3,1	41	0,8
BM	534	14,3	130	12,1	509	15,8	233	4,4
BID	1.225	32,9	222	20,6	765	23,8	567	10,8
Outros	311	8,4	199	18,5	478	14,8	521	9,9
Agenda								
- Data de corte		Dez. 1985		Dez. 1988		Jun. 1990		Nov. 1988

Fonte: Banco Mundial, *Global Development Finance*, Washington, D.C., maio de 2000.

TABELA 3.10

*Compromissos com a remissão da dívida de países pobres da região  
Iniciativa para os países pobres muito endividados, fins de março de 2001  
(Perdão da dívida em valor atual líquido, milhões de dólares)*

	Total	Credores multilaterais				Outros <sup>a</sup>	Subtotal	Bilaterais e outros credores
		Banco Mundial	FMI	BID				
Bolívia	1.302	194	84	467	128	873	429	
Guiana	585	68	74	116	105	363	222	
Honduras	556	98	30	134	77	339	217	
Nicarágua	3.267	189	82	387	465	1.123	2.144	
Total	5.710	549	270	1.104	775	2.698	3.012	

Fonte: Banco Mundial, *Financial Impact of the HIPC Initiative. First 22 Country Cases*, 10 de abril de 2001.

<sup>a</sup> Inclui US\$508 milhões do BCIE e US\$53 milhões da CAF.

TABELA 3.12

*Custos estimados do perdão da dívida no contexto da iniciativa para os países pobres muito endividados, por países e credores*

*(Valor atual líquido de fins de 1999, milhões de dólares)*

	<b>Bolívia</b>	<b>Guiana</b>	<b>Honduras</b>	<b>Nicarágua</b>	<b>Total</b>
<b>Total</b>	<b>1.282</b>	<b>566</b>	<b>524</b>	<b>3.154</b>	<b>5.526</b>
<b>Multilaterais</b>	<b>862</b>	<b>353</b>	<b>321</b>	<b>1.060</b>	<b>2.596</b>
Banco Mundial	189	66	92	179	526
FMI	83	70	29	77	259
BID	469	114	126	365	1.074
Outros <sup>a</sup>	121	103	74	439	737
<b>Bilaterais</b>	<b>420</b>	<b>213</b>	<b>203</b>	<b>2.094</b>	<b>2.930</b>
<b>A. Membros do Clube de Paris</b>	<b>391</b>	<b>158</b>	<b>159</b>	<b>823</b>	<b>1.531</b>
Austrália				1	1
Áustria	9			1	10
Bélgica	22				22
Brasil				29	29
Canadá	1	1	1		3
Dinamarca		1	1		2
Finlândia				5	5
França	18	1	5	33	57
Alemanha	95	7	7	213	322
Israel				1	1
Itália	20		14	41	75
Japão	143	1	88	96	328
Holanda	8	3	2	17	30
Rússia		1		235	236
Espanha	43		28	124	195
Suécia	1				1
Suíça			1	1	2
Trinidad e Tobago		88			88
Reino Unido	9	39		1	49
Estados Unidos	22	16	12	25	75

#### d) O financiamento da agenda de desenvolvimento sustentável

Um dos desenvolvimentos mais favoráveis na frente do financiamento oficial na última década foi a deflagração de iniciativas específicas para o financiamento da agenda mundial de desenvolvimento sustentável. Esses esforços partiram, em primeiro lugar, dos próprios bancos multilaterais. Com efeito, tanto o Banco Mundial quanto o Banco Interamericano de Desenvolvimento destinaram recursos significativos ao financiamento da gestão ambiental. Em 1999, o portfólio ambiental do Banco Mundial na América Latina e no Caribe representava cerca de US\$3 bilhões, um quinto do total de recursos destinados a este setor em todo o mundo. As principais áreas de interesse desses projetos na região eram a poluição e gestão ambiental urbana (50%), o manejo dos recursos naturais e a gestão ambiental rural (34%) e o reforço institucional (9%). Por outro lado, do total de empréstimos do Banco Interamericano de Desenvolvimento em 1999, cerca de 9% (894 milhões) destinaram-se a projetos ambientais ou relacionados à conservação dos recursos naturais. As principais áreas de interesse foram a gestão urbana (em especial projetos de luta contra a contaminação e de abastecimento de água potável), a conservação dos recursos naturais e a prevenção e mitigação de desastres naturais. Os bancos sub-regionais também têm iniciativas nesse campo.

Por outro lado, surgiram mecanismos financeiros multilaterais inovadores para financiar os custos da instrumentação da agenda ambiental mundial por parte dos países em desenvolvimento. Dois deles, o Fundo para o Meio Ambiente Mundial (FMAM) e o Fundo Multilateral do Protocolo de Montreal, encontram-se em pleno funcionamento; no entanto, seus recursos são limitados em relação aos compromissos internacionais. O Fundo para o Meio Ambiente Mundial (FMAM) foi fundado em 1991 para que os países em desenvolvimento tivessem condições de cobrir os custos incrementais derivados da resolução de problemas ambientais de escala global (perda de biodiversidade, mudanças climáticas, esgotamento da camada de ozônio, problemas ambientais relacionados a águas internacionais e desertificação). Até 1998, a contribuição financeira do FMAM chegava a mais de US\$2 bilhões, dos quais cerca de um quinto financiou projetos na América Latina e no Caribe. As agências executoras desse Fundo são o Banco Mundial, o Programa das Nações Unidas para

Uma das grandes novidades desse mecanismo é que ele pode ser o início de uma verdadeira valorização dos serviços ambientais globais, mediante um instrumento que permite, além disso, sua comercialização internacional. Isso demonstra também que os países em vias de desenvolvimento têm oportunidades substanciais para diversificar suas vantagens comparativas em função da agenda ambiental internacional. Nesse sentido, a valorização de serviços ambientais de caráter global cria a possibilidade de transferência de tecnologia e recursos para países com vantagens comparativas significativas em termos de recursos florestais, biodiversidade e potencial de eficiência energética, evitando o uso de combustíveis fósseis.

### **3. O ACESSO AOS RECURSOS PRIVADOS INTERNACIONAIS**

A disparidade entre os países em termos do acesso aos recursos privados internacionais deve-se a inúmeros fatores cujo peso individual é de difícil definição, mas que em seu conjunto influem no interesse e confiança despertados pela região nos investidores estrangeiros. A seguir, examinamos duas formas alternativas de acesso aos fluxos privados: a criação de uma estrutura financeira atraente e os investimentos estrangeiros diretos.

#### **a) Desenvolvimento de um ambiente financeiro atraente para os investidores privados**

A capacidade da região de atrair, de maneira competitiva e estável, o financiamento externo a longo prazo depende estreitamente do fortalecimento de seus sistemas financeiros nacionais (bancos e mercados de capitais), de modo que ofereçam perfis de risco e rentabilidade atraentes e seguros para os provedores desses recursos em comparação com as alternativas a seu dispor em outras regiões.

A ênfase na rentabilidade e no risco país como fatores que influenciam a entrada de recursos externos privados redundou em políticas voltadas para o fortalecimento da estabilidade e da solvência externa, bem como de mecanismos de absorção dos riscos cambiais, entre outros. Mais recentemente, tem-se dado maior atenção aos procedimentos voltados para uma melhor apreciação do risco dos financiadores privados, bem como às regulamentações e disposições

## b) Investimentos estrangeiros diretos: características e esboço de como potencializar sua contribuição para o desenvolvimento

Entre os anos 50 e 70, os investimentos estrangeiros foram destinados basicamente a atividades manufatureiras, para o abastecimento de mercados nacionais intensamente protegidos. Nas últimas décadas, as tendências dos mercados internacionais e os novos padrões de concorrência, resultantes da abertura comercial e financeira, despertaram o interesse de novos entrantes e obrigaram as companhias multinacionais presentes na região a redefinir suas estratégias,<sup>7</sup> modificando assim os interesses dos investidores e o papel dos IED no financiamento externo da região.

A Tabela 3.13 sintetiza as estratégias de investimento adotadas pelas multinacionais nos países da região, divididas por setores produtivos. Como se pode verificar, a reorientação dos IED foi motivada, antes de mais nada, pela necessidade das próprias multinacionais de conseguir mais eficiência em seus sistemas integrados de produção. Destacam-se como exemplos os investimentos realizados e as exportações geradas no México e Caribe. Na maioria dos casos, trata-se de empresas americanas que aproveitam certas vantagens – baixos salários, proximidade geográfica e acesso privilegiado a esse mercado – para incrementar sua capacidade competitiva em seu próprio país e enfrentar a concorrência das empresas asiáticas (CEPAL, 2000b, capítulo II e 1998c, capítulo IV).<sup>8</sup> Outros investidores externos dedicaram-se à busca de acesso a mercados nacionais e sub-

---

<sup>7</sup> Entre as empresas presentes na América Latina, algumas se retiraram (preferindo, às vezes, abastecer os mercados locais por meio de exportações de seus países de origem ou mediante empresas filiais) ou, motivadas pela intenção de defender ou incrementar sua participação no mercado, racionalizaram suas operações [basicamente adotando estratégias de caráter defensivo em relação às importações] ou reestruturaram suas atividades realizando novos investimentos (CEPAL, 2000b).

<sup>8</sup> As empresas norte-americanas dispõem de uma série de instrumentos que lhes facilitam o acesso espacial a seu próprio mercado – dentre os quais se destaca a norma HTS 9802, que permite às companhias estabelecidas nos Estados Unidos exportar componentes originários desse país para montagem no exterior e, depois, trazê-los de volta pagando apenas as tarifas correspondentes ao valor agregado fora do país (CEPAL, 2000b, capítulo IV).

regionais de produtos industrializados. Tal comportamento assumiu a forma de investimentos volumosos nos subsetores automotor e de alimentos, bem como nas indústrias química e de máquinas, visando abastecer mercados locais sub-regionais de grande porte (CEPAL, 1998c, capítulos II e IV). Por outro lado, em decorrência do processo de desregulamentação das economias latino-americanas – sobretudo através da privatização de ativos de propriedade pública – surgiram oportunidades de investimentos em setores até então fechados para a atividade privada em geral e à presença de companhias estrangeiras em particular. Produziu-se, assim, uma entrada maciça de empresas que previamente não tinham presença marcante na América Latina, principalmente na área de serviços e em atividades extrativas.

No setor de serviços, o tamanho do mercado local, as regulamentações e as mudanças tecnológicas têm sido fatores determinantes na entrada de investidores estrangeiros. Sua repercussão pode ser avaliada por suas contribuições à competitividade sistêmica da economia em seu conjunto, pelo acesso da população aos novos produtos e serviços e pela difusão das melhores práticas internacionais – fator de suma importância no caso da América Latina e do Caribe, já que, desde a década de 1990, os investimentos nesses setores vêm crescendo substancialmente (sobretudo nos de telecomunicações, energia elétrica, serviços financeiros e comércio varejista) e representam uma proporção crescente do total dos IED, como mostra o Gráfico 3.2.<sup>9</sup> Já nas atividades extrativas, a penetração das empresas multinacionais deu-se dentro de um novo padrão de organização da produção, de aplicação de novas tecnologias e de modificações nas estruturas de regulamentação dos países detentores de recursos naturais. Em geral, os resultados de tais investimentos expressaram-se em um maior volume de exportações de recursos naturais e na correspondente construção da infra-estrutura necessária.

---

<sup>9</sup> Nessas áreas têm sido especialmente ativas as empresas européias, sobretudo as espanholas, que concentraram seu interesse nos países membros do Mercado Comum do Sul (Mercosul) e Chile. Assim, a Espanha tornou-se o segundo investidor na região e o primeiro de origem européia (Calderón e Casilda, 2000; CEPAL, 2000b, capítulo III).

tentes foi a modalidade mais utilizada pelos investidores estrangeiros na região – motivada, em princípios da década de 1990 (em alguns países, sobretudo no Brasil, também nos últimos anos), pelas privatizações de empresas estatais. Mais recentemente, essas compras voltaram-se para a aquisição de empresas privadas. Mesmo tendo caído em relação a períodos anteriores, entre 1997 e 1999 a compra de ativos existentes manteve-se em torno de 40%.<sup>10</sup> Parte importante dos novos investimentos (*greenfield investment*) esteve relacionada à modernização e expansão de prestadoras de serviços recentemente adquiridas [CEPAL, 2000b e 1998c].

Não obstante, os programas de privatização proporcionaram receitas adicionais que ajudaram a financiar reformas estruturais, reduzindo, assim, as tensões externas. Assim, esse tipo de investimento, apesar de não incrementar – pelo menos não em um primeiro momento – a capacidade produtiva, permitiu melhorar a qualidade dos serviços (principalmente telecomunicações, transporte e geração e distribuição de energia), com efeitos positivos sobre a competitividade sistêmica do país receptor.

Assim, a volumosa entrada de investimentos estrangeiros diretos foi, em parte, consequência do grande número de compras e vendas ocorridas entre as principais empresas das maiores economias da região, o que faria dela um fenômeno transitório. É provável que a América Latina esteja chegando a um nível de saturação de IED, e até que nos próximos anos se observe uma relativa redução dessas entradas de capitais. O declínio dos IED em 2000 e a nova diminuição que experimentarão em 2001 indicam, de fato, uma interrupção da tendência ascendente apresentada até 1999 – e, pelos motivos citados, pode ser permanente. Em todo caso, como assinalamos no Capítulo 1, dada a crescente participação das empresas multinacionais no desenvolvimento regional, o total de IED ainda será significativamente superior ao registrado na América Latina e no Caribe até princípios da década de 1990.

---

<sup>10</sup> Cabe assinalar que a abundância de fusões e aquisições deve-se aos valores elevados das operações realizadas nos países maiores do Cone Sul, como as privatizações brasileiras em 1997 e 1998 [Telecomunicações Brasileiras (TELEBRAS) e companhias de distribuição de energia elétrica] e a venda de empresas privadas nacionais argentinas e chilenas em 1999 [Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF) e ENERSIS S.A.].

de uma estrutura produtiva competitiva. Em países com relativa abundância de recursos naturais e disponibilidade do tipo de força de trabalho necessária, tais investimentos podem ajudar a desenvolver processos de industrialização e de exportação de produtos industrializados, elementos característicos de países de maior desenvolvimento. Sem dúvida, tanto os investimentos em matérias-primas quanto os que visam à eficiência reforçam o desempenho exportador de um país; entretanto, as exportações de produtos industrializados são as mais dinâmicas no comércio internacional, assim como as que possuem maior conteúdo tecnológico e apresentam um maior potencial de externalidades positivas para o restante da economia nacional. Quando há disponibilidade relativa de recursos e competências humanas característicos dos serviços turísticos, a parceria com investidores externos acarreta os benefícios do acesso a práticas de gestão e de qualidade de acordo com a experiência internacional.

Por mais necessárias que sejam a abertura comercial e a desregulamentação para atrair IED e estimular as exportações, a experiência latino-americana demonstra que elas são insuficientes para fomentar o dinamismo tecnológico, as repercussões positivas sobre o restante da economia e a devida proteção do meio ambiente. Assim sendo, é importante estruturar políticas ativas de desenvolvimento produtivo, adotando uma atitude proativa em relação aos IED, promovendo a consonância entre os objetivos nacionais de desenvolvimento e os das empresas multinacionais.

Dada a crescente convergência das regulamentações concernentes aos investimentos estrangeiros na maioria dos países da América Latina e do Caribe, as vantagens espúrias resultantes de estruturas legais diferenciadas tendem a diminuir. Nesse contexto, os países da região recorrem a outros instrumentos de diferenciação, a fim de enfrentar a grande concorrência internacional em termos de investimentos. Aí se enquadram os esforços no intuito de melhorar e promover a "imagem país" e em especial a criação de um ambiente propício aos investimentos em geral, mediante um maior desenvolvimento e sofisticação da disponibilidade de fatores (humanos, financeiros etc.) e infra-estrutura e de instituições ligadas à pesquisa e ao desenvolvimento tecnológicos. A clara articulação en-

# Mobilização de recursos nacionais para o financiamento do desenvolvimento

COMO JÁ ASSINALOU A CEPAL em documentos anteriores (CEPAL, 2000b e 1996), para reduzir a diferença de renda em relação aos países desenvolvidos e diminuir os níveis de pobreza a uma velocidade desejável, os países da região necessitam de um ritmo de crescimento da renda por habitante da ordem de 4% a 5% por ano. De acordo com as especificidades demográficas de cada país, isso exigiria um crescimento do PIB de 5,5% a 6,5% e taxas de investimentos de 26% a 28% do PIB – ou seja, de quatro a seis pontos acima das médias da década de 1990. Para evitar os riscos que poderiam decorrer de um maior nível de financiamento externo, em virtude da volatilidade desses recursos (Capítulos 1 e 2), será imprescindível um aumento concomitante da poupança interna. Por outro lado, do ponto de vista microeconômico e financeiro, é importante reforçar adequadamente a poupança das famílias, das empresas e do governo, a fim de garantir o devido financiamento dos investimentos; do contrário, os esforços de poupança podem acabar sendo frustrados. Por conseguinte, também são necessárias políticas voltadas para o desenvolvimento de sistemas financeiros sólidos, capazes de ministrar recursos

O comportamento da poupança é uma das áreas que despertam mais interesse por parte dos economistas e autoridades econômicas. Não obstante, ainda há uma grande controvérsia a respeito de seus determinantes e das recomendações de política para promover um comportamento mais propenso à poupança. Não chegando a ser exaustivos, enumeramos alguns elementos que constituem dificuldades e outros que poderiam servir de base para a formulação de políticas de estímulo à poupança.

Em primeiro lugar, as decisões de poupança são, por definição, de caráter intertemporal, dependendo não só das possibilidades, estímulos, políticas e instituições atuais, mas também das percepções a respeito do futuro. Um ambiente mais previsível, em um contexto macroeconômico sadio e estável, é um requisito necessário (ainda que não suficiente) de qualquer estratégia que vise ao aumento da poupança.<sup>1</sup> Assim, uma economia com instituições financeiras frágeis, ou em que os direitos de propriedade são ambíguos ou os agentes econômicos estão expostos a decisões discricionárias de terceiros, públicos ou privados, vai desestimular tanto as decisões de poupança voluntária quanto sua canalização para o financiamento dos investimentos produtivos. No plano do "ambiente de confiança para a poupança", é particularmente relevante que as instituições fomentem o respeito, o cumprimento e a transparência dos contratos financeiros por parte dos devedores, credores, intermediários e regulamentadores e protejam os proprietários de ativos financeiros de riscos sistêmicos por meio de uma regulamentação prudencial adequada. A clareza e a transparência das regras do jogo são aspectos significativos do ambiente conducente à poupança, ao passo que a corrupção, a evasão fiscal, a lavagem de dinheiro e o mal funcionamento dos sistemas judiciais, entre outras deficiências institucionais, debilitam a capacidade de previsão indispensável para a tomada de decisões de poupança e investimento – além, sem dúvida, do repúdio ético que merecem essas falhas institucionais.

---

<sup>1</sup> O tema dos equilíbrios macroeconômicos é analisado rapidamente nesta seção, o que não significa que a adoção de políticas macroeconômicas saudáveis e consistentes seja de importância tangencial no que se refere à poupança. Nunca será suficiente enfatizar a importância da boa gestão macroeconômica como condição necessária para estimular a poupança e os investimentos.

Na falta de impostos que recompensem integralmente a poupança pessoal e familiar, os sistemas fiscais costumam eximir total ou parcialmente de impostos as receitas provenientes da propriedade de determinados ativos, como, por exemplo, os juros recebidos por depósitos no sistema financeiro.<sup>2</sup> Esse estímulo, porém, implica as seguintes falhas, que debilitam seu potencial: i) beneficia não só a poupança, mas também os ativos já existentes, e nada garante que este último benefício não vá financiar mais consumo; ii) determinadas poupanças teriam ocorrido do mesmo modo sem o incentivo; iii) estimula a mudança da composição da carteira, aumentando a proporção de ativos isentos de impostos, sem uma base de poupança maior; e iv) se o incentivo é um subsídio e não uma isenção, a rentabilidade dos ativos subsidiados pode ultrapassar o limite de custo dos financiamentos, levando os contribuintes a “endividar-se para poupar”. Nesse caso, não ocorre aumento da poupança. Tais argumentos põem em evidência o efeito “renda” dos incentivos destinados a elevar a rentabilidade da poupança pessoal e familiar. De mais a mais, os incentivos à propriedade de ativos têm um custo fiscal, em termos de menor arrecadação, que leva à redução da poupança pública.<sup>3</sup> Para elevar a poupança interna é necessário que a poupança pessoal cresça em um volume maior que a redução da poupança pública. Ou seja, as famílias precisam incrementar sua poupança em uma magnitude superior ao benefício recebido (devem reduzir o consumo).

Uma terceira dificuldade surge devido à inexistência de garantias de que a poupança de alguns agentes financiará novos investimentos produtivos ou capital de trabalho adicional – deles mesmos ou de outros agentes nacionais. Por exemplo, uma maior poupança investida em ativos externos, todo o resto permanecendo constante, elevaria a poupança nacional – mas teria como contrapartida provável menor

---

<sup>2</sup> Tais incentivos também costumam ser justificados como estímulos ao hábito de poupança ou sinais políticos com vistas a fomentá-lo. A premissa implícita nesses casos é a falta de racionalidade dos agentes econômicos, que nem sempre agem com base em dados concretos.

<sup>3</sup> Essa alegação parte do princípio de que não se altera o gasto atual do setor público. Se este for reduzido a fim de manter constante a poupança pública, a poupança nacional se elevará por isso, não em decorrência do incentivo.

na são as que financiam investimentos, definidos segundo as convenções das contas nacionais.<sup>5</sup> Daí um ambiente favorável aos investimentos produtivos também ser condição *sine qua non*, ainda que tampouco suficiente, para elevar a poupança nacional. A maioria dos fatores de um ambiente favorável à poupança – previsibilidade, instituições financeiras saudáveis e políticas macroeconômicas adequadas, entre outros – também favorece investimentos produtivos. Do ponto de vista da elaboração de políticas de estímulo, em contrapartida, há menos ambigüidade com relação ao fomento dos investimentos produtivos do que ao da poupança.

## 2. POLÍTICAS PARA AUMENTAR A POUPANÇA PÚBLICA E PRIVADA

Apesar das dificuldades descritas rapidamente na seção anterior, há uma oportunidade significativa de estimular a poupança nacional por meio de políticas específicas, além das já analisadas. Em geral, todas elas visam estimular, promover e até impor a poupança própria. Em termos genéricos, na análise que se segue, consideramos separadamente os processos de decisão de poupança das empresas, famílias e setor público. Do ponto de vista de seu potencial de crescimento futuro, os agentes que mais poderiam contribuir são o setor público e as empresas, uma vez que as pessoas e famílias poupam principalmente devido a uma decisão de consumo intertemporal, de acordo com o crescimento de sua renda, o que em última instância depende das condições macroeconômicas (crescimento) e da distribuição da renda. As empresas, por sua vez, têm um interesse permanente no processo de acumulação, e os governos com horizonte a médio prazo na gestão fiscal têm um interesse permanente na estabilidade e na transferência do financiamento do setor privado. Abordamos esses temas em maior profundidade a seguir.

Sem dúvida, nada garante que o incremento da poupança mediante alguma das formas assinaladas necessariamente vai contribuir para o financiamento dos investimentos produtivos. Como vere-

---

<sup>5</sup> Nas contas nacionais, os investimentos constituem a soma da formação bruta de capital fixo mais a variação de estoques; já seu financiamento é a soma das poupanças interna e externa (déficit em conta corrente do balanço de pagamentos).

dos farão com que estes convertam-se na fonte primordial de financiamento e, portanto, em um importante estímulo à poupança – o que está de acordo com a teoria do investimento, segundo a qual a redução dos impostos sobre os lucros reinvestidos é mais eficaz como estímulo aos investimentos produtivos que reduções equivalentes dos impostos sobre os lucros distribuídos. O reinvestimento dos lucros implica um menor fluxo de dividendos para os acionistas, pelo menos a curto prazo. Em contrapartida ao maior volume de lucros reinvestidos, o valor de mercado da empresa se elevaria, compensando os acionistas pelos menores dividendos recebidos por meio de ganhos de capital. No extremo, um sistema de tributação dos lucros auferidos é aquele que exime de impostos os lucros até o momento de sua geração. Para manter a arrecadação tributária proveniente das entradas de capitais, que é a forma correta de se avaliar o impacto das estruturas fiscais alternativas, a redução dos impostos sobre os lucros reinvestidos deve ser compensada com um aumento dos impostos sobre os lucros auferidos. Do contrário, corre-se o risco de reduzir a arrecadação e, com isso, o aporte do setor público para a poupança nacional.

A tributação dos lucros auferidos envolve, porém, problemas práticos de difícil solução. Em primeiro lugar, deve ser de aplicação geral. Caso esse esquema se aplique a apenas algumas atividades, enquanto outras são tributadas segundo o sistema tradicional (sobre os lucros corporativos ou sobre a renda presumida), corre-se o risco de perder um volume significativo de arrecadação. Com efeito, a superposição de esquemas fiscais permite que os responsáveis pelo planejamento tributário concentrem os lucros em empresas de setores em que a tributação incide sobre os lucros auferidos, e a geração em empresas com outros sistemas de arrecadação – transferindo os lucros e a liquidez mediante preços de transferência. Em segundo lugar, o sistema de tributação dos lucros auferidos requer uma fiscalização mais minuciosa, uma contabilidade mais rígida e um conjunto de normas fiscais complementares, com vistas a evitar artifícios que procurem tirar proveito de possíveis brechas legais.

A decisão de avançar na direção de um imposto sobre os lucros auferidos parece menos recomendável nos países que apresentam uma grande redução da base tributária (devido, entre outros fatores, a

gumento de que tal geração já foi tributada na empresa. O efeito conjunto da depreciação acelerada e da consolidação de impostos é que o benefício estende-se aos impostos pessoais, já que é possível auferir lucros livres de tributação, mantendo a isenção para os impostos pessoais. Uma possível solução para esse problema seria a contabilização dos lucros financeiros ligados à depreciação acelerada, por ocasião de sua geração, como lucros contábeis – de modo que fossem tributados. Assim, manter-se-ia o incentivo à retenção de lucros como fonte de financiamento, já que o pagamento de impostos seria postergado até o momento de sua geração, mas ao mesmo tempo se evitaria que um benefício cuja finalidade básica é reforçar o financiamento dos investimentos se estendesse à renda pessoal.

A lista de casos é vasta e específica. O que fica evidente é a importância de se avaliar e rever as normas fiscais e contábeis com vistas a identificar vieses ocultos que inadvertidamente impeçam o reinvestimento dos lucros das empresas.

## b) Poupança familiar

As decisões intertemporais de consumo são associadas a decisões intertemporais de poupança, nas quais as expectativas de renda futura desempenham papel determinante. As pessoas podem preferir poupar agora para consumir mais tarde, ou podem decidir endividar-se e consumir agora para poupar depois, após pagarem suas dívidas de consumo. Essa característica da poupança pessoal abre um viés importante para a canalização dos esforços institucionais de fomento aos hábitos de poupança. Com efeito, os estímulos e as normas de promoção ou imposição da poupança pessoal e familiar com fins específicos têm menos possibilidades de evasão e, por isso mesmo, maior potencial para elevar a poupança.

O caso mais óbvio é o da poupança previdenciária, destinada ao financiamento de pensões para a velhice, viuvez e invalidez. De fato, os sistemas previdenciários compreendem normas obrigatórias referentes às contribuições (poupança compulsória) e os direitos previdenciários têm peso de lei. O desfinanciamento dos sistemas previdenciários tem dois efeitos negativos sobre a poupança. Por um lado, seus déficits competem pelo acesso ao financiamento com outras

a vantagem adicional de estimular um melhor funcionamento dos mercados nacionais de capitais, tanto porque sua operação requer esforços no intuito de desenvolvê-los e ampliá-los como porque a vinculação do mercado de capitais ao sistema previdenciário exige maiores níveis de transparência e governabilidade. Para elevar a poupança interna, contudo, o desenvolvimento do mercado de capitais nacional exige um esforço concomitante de desenvolvimento de mecanismos para canalizar recursos a longo prazo dos investidores institucionais, em especial dos vinculados ao sistema previdenciário, para o financiamento dos investimentos produtivos. Isso impõe, por sua vez, o desenvolvimento de instrumentos e normas que possibilitem uma adequada avaliação das condições de risco e rentabilidade, como indicamos mais adiante.

Outro aspecto de grande importância das reformas previdenciárias é a gestão fiscal durante o período de transição. Com efeito, essas reformas têm, por sua natureza, uma transição prolongada, em que o Estado assume o compromisso de financiar a perda de receita dos sistemas coletivos durante várias décadas, ao passo que o sistema de capitalização emergente auferir receitas durante longos anos sem ter compromissos de prestação equivalentes. A poupança previdenciária positiva dos novos sistemas de capitalização pode ser mais que compensada pela despoupança (déficit) produzida nos sistemas coletivos, que perdem suas receitas enquanto mantêm os gastos. O financiamento desse déficit mediante a emissão de títulos de dívida pública adquiridos com os excedentes do novo sistema não gera poupança líquida a curto prazo e pode levar o sistema como um todo a enveredar por uma trajetória explosiva. Por conseguinte, essas reformas exigem, para se sustentar no tempo, esforços fiscais que compensem o maior déficit previdenciário público decorrente da reforma. Sem dúvida, quanto maior o esforço fiscal nesse sentido, maior o efeito sobre a poupança global.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> O impacto das reformas dos sistemas de pensões sobre a poupança interna e sua relação com o déficit fiscal decorrente da transição de sistemas coletivos para outros de capitalização individual foram analisados pela CEPAL com base na experiência chilena. A esse respeito, ver CEPAL (1999, Cap. VII), Arrau (1996), Holzmann (1997), Uthoff (1998), Mesa-Lago (2000).

Outro caso digno de nota é o da poupança pessoal para enfrentar imprevistos, que podem ser melhor encarados através de um bom sistema de seguros e resseguros, cuja contratação constitui uma modalidade significativa de poupança. Os seguros de vida, que constituem o caso mais evidente, podem ser estimulados de várias formas – embora todas exijam uma estrutura reguladora confiável, que obedeça a padrões de aceitação internacional. Algumas dessas formas podem ser compulsórias, como as empregadas nos sistemas previdenciários de capitalização individual, nos quais a pensão é determinada pela contratação de uma renda vitalícia paga pelo fundo no momento da aposentadoria. Caso similar é o dos seguros de invalidez associados ao sistema de pensões, bem como os seguros contra o desemprego, de autofinanciamento total ou parcial. Nos sistemas de crédito imobiliário para a aquisição de casa própria ou outras formas de crédito pessoal a longo prazo, seu outorgamento costuma ser condicionado à contratação de seguros de vida hipotecários e outros que garantam um bom serviço da dívida (seguro contra incêndio, desemprego, entre outros). O mesmo vale para os seguros obrigatórios contra acidentes automobilísticos. Todas essas são formas compulsórias de contratação de seguros, que, além do efeito direto de proteger contra sinistros, contribuem para a elevação da poupança pessoal e familiar.

A contratação de seguros voluntários também pode ser estimulada mediante decisões de política, como no caso dos seguros de vida, contra doenças catastróficas, acidentes de trabalho e outros. Como se trata, em todos esses casos, de proteção contra sinistros involuntários, as possibilidades de evasão são menores. Os estímulos fiscais à contratação individual ou coletiva desses seguros têm maiores chances de elevar a poupança nacional que, por exemplo, os incentivos diretos à propriedade de determinados ativos.

Em suma, a principal idéia destacada nesses parágrafos é que, inexistindo esquemas confiáveis para estimular a poupança pessoal e familiar, há a alternativa de se concentrarem os incentivos e normas na poupança com fins específicos.

### c) O financiamento dos investimentos públicos

Em CEPAL (1998a), enfocamos a necessidade de consolidação do ajuste fiscal que a região vem promovendo nas últimas duas décadas.

Em particular, a estratégia com vistas a elevar de maneira considerável a poupança interna tem suas possibilidades de êxito significativamente ampliadas se as autoridades públicas se propõem, como principal objetivo macroeconômico da política fiscal, a insistir no ajuste até atingir um equilíbrio ou até um superávit estrutural das contas fiscais. Isso significa que, corrigindo os efeitos do ciclo econômico e as receitas esporádicas do governo, as autoridades visam atingir uma poupança pública (receitas correntes superiores aos gastos correntes, incluídos os juros) capaz de financiar os investimentos públicos (reais e financeiros) em sua totalidade – e um pouco além.<sup>9</sup> Já salientamos anteriormente que os investimentos produtivos competem por financiamento com uma série de outras opções de aplicação da poupança financeira. Um setor público deficitário é um grande concorrente por esses recursos financeiros limitados. De fato, o déficit fiscal, enquanto captação de poupança alheia, desloca parte do financiamento para os investimentos produtivos privados, pressiona o déficit da conta corrente do balanço de pagamentos (poupança externa) e, na medida em que não financiar novos investimentos públicos, reduz a poupança nacional.<sup>10</sup>

É importante destacar o fato de que o desafio proposto de um equilíbrio ou superávit fiscal é de caráter estrutural, e de maneira alguma deve ser interpretado como uma renúncia ao papel anticíclico que a política fiscal deve necessariamente desempenhar. Uma posição estrutural mais sólida das finanças públicas, por outro lado, permite que estas sejam utilizadas de forma mais ativa no enfrentamento de conjunturas recessivas e eventos adversos inesperados – evitando, nessas ocasiões, a limitação indevida dos gas-

---

<sup>9</sup> Como já assinalamos, de acordo com as convenções contábeis considera-se como gastos correntes as partidas que implicam uma acumulação de capital humano ou um aumento da qualidade de vida, como os gastos em educação, capacitação e saúde, entre outros. Essa característica é especialmente importante nos gastos sociais do setor público, no que poderia ser considerado uma distinção entre políticas de renda (claramente um gasto corrente) e políticas de investimentos sociais.

<sup>10</sup> O déficit fiscal corresponde, exatamente, à captação de poupança de terceiros. Aí se compreendem não só o endividamento líquido durante um determinado período como também a venda de ativos. A venda de ações de companhias públicas, por exemplo, também tem como contrapartida a captação de poupança de outros agentes.

pectos estruturais – a qual é indispensável para que se possa abordar a política fiscal a médio e longo prazo.<sup>11</sup>

Outro aspecto significativo nesse plano é o tratamento dispensado aos passivos contingentes do setor público. As garantias estatais, explícitas ou implícitas, devem ser definidas antecipadamente e de maneira adequada (Arenas de Mesa, 1999). Alguns casos que exigem atenção especial são os seguros contra o desemprego, os seguros explícitos e implícitos dos sistemas previdenciários, os seguros para projetos de infra-estrutura entregues em concessão ao setor privado, e os recursos fiscais e quase-fiscais associados às crises financeiras. Com relação a essas últimas, é fato que o Estado tem a função de garantir a continuidade da cadeia de pagamentos durante os períodos de problemas financeiros – e sobretudo de assegurar, totalmente ou em parte, os direitos de propriedade dos poupadores em caso de crise sistêmica. Para tanto, como veremos mais adiante, é preciso uma regulamentação prudencial adequada do sistema bancário; além disso, o Estado deve intervir nas crises com base no fato de que, em caso de perdas financeiras, os recursos fiscais e quase-fiscais não devem ser utilizados antes de se ter recorrido, antes de mais nada, ao capital e às reservas dos bancos – e que estes tenham sido esgotados sem exceções. A questão da preferência na distribuição dos custos das crises ainda é de extrema relevância na região. Os interesses pessoais são sempre bons estímulos para que os controladores do sistema bancário administrem-no bem.

O parágrafo anterior introduz uma questão mais genérica e significativa para a região, a que a CEPAL vem fazendo repetidas referências: a transparência das contas públicas (ver, em particular, CEPAL, 1998a, caps. I e II). Com efeito, além dos passivos contin-

---

<sup>11</sup> É interessante para a região examinar a experiência recente dos países da “zona euro” a esse respeito. Com efeito, a coordenação necessária das políticas fiscais dos Estados membros exigiu não só o estabelecimento de metas fiscais, mas também a sofisticação da contabilidade pública, de modo a diferenciar os componentes estruturais das contas públicas dos conjunturais. Cabe enfatizar que é possível, dentro de determinados limites, dispor de uma certa flexibilidade na execução da política fiscal, não só em termos do afastamento dos déficits efetivos em relação aos estruturais, mas também do desvio a curto prazo do déficit estrutural comprometido com propósitos anticíclicos (e nunca procíclicos). Em última instância, o que mais interessa, para efeitos da coordenação de políticas, é a situação a médio prazo das contas fiscais.

tomada de decisões pelas autoridades; por exemplo, os processos de privatização e ajuste fiscal têm uma contribuição significativa a dar, em um outro plano.

Com efeito, os investimentos do setor público e suas empresas costumam constituir uma fonte de pressão sobre o déficit público global. Postergá-los, porém, também pode ter um custo elevado a médio e longo prazo. Muitas vezes tais investimentos têm, além da rentabilidade social própria dos investimentos públicos, uma elevada rentabilidade de mercado – pelo que se poderia alegar que haveria espaço para o endividamento público sem sacrifício da situação do patrimônio líquido do Estado. Ora, não resta dúvida de que um déficit fiscal dessa natureza é menos daninho em termos econômicos; entretanto, o argumento de que o déficit compete pela captação de poupança com outras aplicações alternativas, inclusive o financiamento dos investimentos privados, ainda é pertinente. Sem prejuízo da validade de outras alegações, a privatização de projetos de infra-estrutura pública e de empresas estatais que precisem aumentar significativamente seus investimentos produtivos tem uma contribuição substancial a fazer para a geração de poupança.

Na medida em que os investimentos públicos possuam rentabilidade de mercado e que o Estado não possa financiá-los com recursos próprios (ou seja, sem déficit), os processos de privatização podem liberar recursos públicos para outros gastos. Os efeitos combinados são interessantes do ponto de vista da poupança nacional. Quando investimentos de interesse público são financiados com poupança privada, o Estado, por sua vez, não precisa desviar recursos próprios para tanto. Assim, dispõe de recursos para a aplicação das políticas sociais ou de fortalecimento institucional, sem necessidade de incorrer em déficit. Uma boa licitação deve captar receitas públicas que absorvam o valor de mercado dos ativos vendidos em benefício do Estado. Caso esses recursos, efêmeros por natureza, sejam destinados, por exemplo, ao pagamento antecipado da dívida pública ou à capitalização dos bancos de desenvolvimento, serão reciclados no sistema financeiro, o que contribui para o financiamento dos investimentos produtivos e da poupança nacional. No entanto, como já assinalamos, essas considerações não são as únicas que devem prevalecer nos processos de privatização.

### a) A regulamentação e supervisão financeiras

As crises associadas à liberalização financeira impuseram uma maior cautela no planejamento e aplicação da regulamentação e supervisão e aguçaram a percepção dos custos das crises sistêmicas. Pelo menos 14 países realizaram reformas profundas em seus esquemas de regulamentação e supervisão prudenciais durante a década de 1990, e verifica-se um interesse generalizado em agir conforme as recomendações do Comitê de Basiléia. Ademais, nota-se na região uma clara tendência a desregular as taxas de juros, reduzir as barreiras à entrada de capitais e diminuir o dirigismo em relação ao crédito pela via regulamentar. Além disso, os supervisores vêm recebendo mais poderes e, de modo geral, a supervisão financeira tem sido reforçada. Em termos gerais, os problemas de supervisão ainda prevaletentes são de caráter mais executivo que legislativo. Para melhorar a situação nesse plano, seria preciso corroborar, com recursos públicos e humanos, as instituições supervisoras, dotando-as de maior autonomia frente às autoridades políticas. Do ponto de vista da distribuição de recursos públicos, cabe destacar que uma boa supervisão financeira, na medida em que previne crises sistêmicas, é um investimento de grande rentabilidade.

Com referência à regulamentação, há cinco frentes que precisam ser devidamente fortalecidas no futuro.<sup>12</sup> Primeiro, há um vazio considerável no tocante às normas referentes aos conglomerados financeiros – problema que tem várias dimensões, as quais analisaremos mais adiante. Em segundo lugar, os custos de uma grande concentração do sistema bancário são elevados. Os bancos de porte excessivamente grande podem adoecer de “risco moral” (*moral hazard*), no intuito de que são “grandes demais para quebrar”; assim, podem vir a relaxar sua administração caso percebam que gozam de algum grau de proteção estatal implícita. Terceiro: a maior presença de instituições financeiras estrangeiras aumenta a correlação internacional dos riscos sistêmicos – dado que, se a matriz quebra, as filiais e agências internacionais ficam debilitadas, e vice-versa. Nesse sentido, cum-

---

<sup>12</sup> Esses argumentos baseiam-se em Held (1994), CEPAL (1998b) capítulo XII e Livacic e Sáez (2000).

pervisão, mediante os quais se realizam atividades financeiras em paralelo, vinculadas a bancos, que não se encontram sujeitas a fiscalização.

O mecanismo mais comum é o dos centros extraterritoriais (*off-shore*) não-regulamentados, nos quais um banco ou seus acionistas criam, em outro país (com poucos requisitos regulamentares), uma outra entidade financeira, na qual contabilizam parte das atividades bancárias efetuadas no país de origem. Assim, a proteção proporcionada pelo sigilo bancário tira-os do alcance do supervisor local. Em determinados países, esse fenômeno alcança dimensões consideráveis em termos de porcentagem da atividade bancária local devidamente reconhecida. Assim, por exemplo, nas crises bancárias sofridas pela Venezuela (1994) e pelo Equador (1998), observa-se que uma parte substancial da atividade bancária estava contabilizada nas subsidiárias *off-shore*.<sup>13</sup> Ocorreu situação similar na crise bancária do Paraguai, em 1995. Outra fórmula utilizada para esquivar-se da regulamentação e supervisão é a criação de entidades não regulamentadas (ou submetidas a regulamentações muito tênues), desvinculadas “artificialmente” – por meio de subterfúgios – do banco. A mais difundida dessas alternativas, em vários países, é o fideicomisso. A falta de regulamentação ocasionou as crises financeiras ocorridas em El Salvador, Paraguai e Guatemala, entre outros.

Com relação à participação de entidades financeiras estrangeiras nos mercados nacionais, as evidências recentes indicam que as práticas discriminatórias no outorgamento de licenças têm um custo elevado. O que se propõe é a adoção de normas objetivas (não discricionárias) para a entrada de novos operadores bancários, baseadas nos princípios de solvência, idoneidade (comportamento ético, além do estritamente legal) e experiência financeira, que independem da origem nacional ou estrangeira da matriz. A única proteção adicional que se propõe com relação à entrada de entidades estrangeiras é a existência de uma regulamentação e supervisão bancárias confiáveis em seu país de origem e, idealmente, a subscrição de acordos de cooperação internacional entre as instâncias de supervisão.

---

<sup>13</sup> Para solucionar as crises, as autoridades desses países estenderam a garantia estatal a essas operações.

Com os créditos para pessoas físicas vinculadas à propriedade dos bancos verifica-se um problema similar, presente em quase todas as crises bancárias ocorridas na América Latina. Conquanto venha-se introduzindo disposições legais e a respectiva regulamentação em todos os países da região desde a década de 1980, sua aplicação prática – com poucas exceções – é bastante limitada, já que as deficiências das informações necessárias para detectar essas operações e, até agora, os subterfúgios utilizados por seus gestores têm superado a capacidade de supervisão. Por outro lado, as leis não outorgam atribuições que possibilitem, por meio de presunções fundamentadas a respeito de vinculações, uma aplicação eficaz da norma por parte dos supervisores.

Embora a agenda pendente em termos de regulamentação e supervisão dos bancos seja muito ampla, sua aplicação parece mais factível hoje em dia. Com efeito, a recente crise internacional e as discussões em torno da nova arquitetura financeira internacional trouxeram novamente para primeiro plano a necessidade de contar com sistemas de regulamentação e supervisão bancárias adequados (ver o Capítulo 2). É interessante constatar que a percepção da existência de uma correlação entre os riscos sistêmicos dos diversos países levou a comunidade financeira internacional a promover bons sistemas de regulamentação prudencial, de acordo com recomendações de aceitação internacional.<sup>14</sup> Também convém observar que as próprias instituições privadas aceitam e promovem tais esquemas de regulamentação e supervisão, partindo do princípio de que a estabilidade do funcionamento do sistema financeiro também as beneficia.

Do conjunto de recomendações de Basiléia, a mais conhecida é a que se refere à adequação de capital, segundo a qual o total dos ativos financeiros, ponderados por risco, tem um limite prudencial imposto pelo capital e as reservas da entidade. Reconhece-se, pois, que o excesso de crédito das entidades financeiras tem um aspecto de risco que atenta contra a estabilidade do sistema. Do mesmo modo, percebe-se que a supervisão bancária deve contribuir de modo mais ativo para o controle e cobertura dos riscos de crédito, cambial e de prazo, e exigir sua provisão oportuna.

---

<sup>14</sup> A introdução de padrões internacionais nas normas e supervisão dos bancos também facilita o processo de internacionalização bancária.

mercados de capitais se contraíram, na medida em que o número de empresas de capital aberto sofreu um declínio constante (Dowers, Gomez-Acebo e Masci, 2000). Por conseguinte, em termos do reforço do financiamento de investimentos, a construção de um mercado de capitais profundo, amplo e eficiente ainda é uma tarefa inacabada.

O desenvolvimento do mercado de capitais proporciona novas formas de intermediação financeira, que não são de cunho estritamente bancário. A emissão de ações e títulos de dívida, a securitização de ativos, as operações de *leasing* e *factoring*, a prevenção de riscos mediante operações com derivativos financeiros e a crescente participação de investidores institucionais (como os fundos de pensões, as companhias de seguros e os fundos mútuos, de investimentos e de capital de risco) são alguns dos inúmeros mecanismos decorrentes desse desenvolvimento. Uma parte significativa desse progresso, dominada pela criação de novos agentes e mercados, exige o surgimento de um mercado secundário que permita a comercialização de “segunda mão” de ativos *tradable* – o que constitui uma fonte nova e potencialmente importante de obtenção de liquidez por parte de todo tipo de agentes. Conforme esse desenvolvimento, dominado pela criação de novos agentes e mercados, ocorra de maneira ordenada e estável, os efeitos positivos sobre a poupança interna e o financiamento de investimentos serão evidentes.

O desenvolvimento de novas formas de intermediação financeira pode ou não estar vinculado à atividade bancária. Por exemplo, as operações de *leasing* e securitização são basicamente formas alternativas de crédito – e os bancos têm uma participação cada vez mais significativa na oferta desses produtos. Outras atividades (sobretudo as vinculadas à poupança institucional, como a administração de fundos de pensões, a corretagem de valores e a oferta de seguros) não necessariamente devem permanecer vinculadas ao giro bancário. O esquema de bancos universais, mais comuns na Europa continental, é compatível com a incorporação de praticamente todas as atividades financeiras ao giro bancário; seu objetivo é aproveitar os benefícios das sinergias no âmbito financeiro. Por outro lado, o esquema de “nichos”, como o que prevalece nos Estados Unidos, fomenta a especialização; sua finalidade consiste em dispor de maneiras mais dinâmicas e flexíveis de responder à inovação financeira. Não há elementos

acionária nas empresas – cujo desenvolvimento pode ser limitado quando as estruturas reguladoras são insuficientes para defender os direitos de propriedade dos acionistas minoritários diante dos sócios controladores. Nesse plano, não se deve restringir a capacidade de gestão destes últimos, exceto quando se tratar de velar pela igualdade de direitos dos acionistas minoritários em relação aos benefícios da empresa. As leis de governança corporativa, constantemente atualizadas nas economias desenvolvidas, devem ser estruturadas de modo a permitir a devida vigilância e auditoria, por parte dos sócios minoritários, dos negócios vinculados aos sócios controladores. As discrepâncias consideráveis que se verificam entre o valor de mercado das ações que permitem o controle de uma empresa e o das não controladoras são acima de tudo resultado de falhas de mercado e de falta de governança corporativa – o que se aplica particularmente aos processos de mudança de controle e busca de sócios estratégicos. Recomenda-se, a esse respeito, a revisão e atualização das leis referentes à governança corporativa e à oferta pública de ações, temas em que há atrasos evidentes e generalizados na região. O efeito da adoção de normas adequadas sobre essa matéria é uma redução significativa na percepção de riscos e o conseqüente barateamento do financiamento dos investimentos por meio da emissão de ações. Uma boa e correta correlação entre os benefícios econômicos dos controladores e dos acionistas minoritários pode aumentar temporariamente a participação dos investidores institucionais na propriedade, sem gestão, das empresas, estabelecendo assim um vínculo mais direto entre a disponibilidade de recursos financeiros e as atividades produtivas.

A supremacia dos direitos de propriedade dos fornecedores de recursos em relação aos dos administradores de fundos institucionais, bem como a igualdade dos direitos de propriedade (embora não de gestão) dos acionistas minoritários e dos controladores são dois aspectos que devem prevalecer dentro de uma estrutura reguladora que vise ao aprofundamento dos mercados de capitais nacionais na região. As mesmas exigências se aplicam à criação de mecanismos apropriados de captação consolidada de fundos para o financiamento de projetos (*project financing*), que vem se tornando um método cada vez mais corriqueiro de financiamento de megaprojetos de investimentos produtivos.

dro 4.1). Nas últimas décadas, essas instituições têm sido objeto de inúmeras críticas, sendo acusadas de: 1) uma gestão dirigista e improdutiva de recursos financeiros escassos sem justificativas claras e transparentes, que obedeçam a uma racionalidade econômica e social; 2) um financiamento das instituições de desenvolvimento que apela para fontes (principalmente fiscais e multilaterais) cujo custo de oportunidade é elevado (ainda maior nos casos de déficit fiscal); 3) uma má administração de riscos, que pouco a pouco engendra crises de alto custo patrimonial para o Estado; 4) uma gestão de recursos a longo prazo com critérios políticos e sociais a curto prazo; e 5) políticas inadequadas de cobrança, que não raro traduzem-se em taxas inaceitáveis para a recuperação dos investimentos.

Ainda assim, os benefícios proporcionados por bancos de desenvolvimento bem estruturados são consideráveis. Em primeiro lugar, as instituições financeiras privadas enfrentam altos custos de transação para a avaliação e o financiamento de empresas de menor porte, o que acarreta uma tendência à concentração do crédito. Em segundo lugar, por mais que os recursos dos bancos de desenvolvimento sejam canalizados para atividades e agentes de maior risco relativo, a multiplicidade de clientes tende a reduzir o risco da carteira como um todo, devido a um fenômeno muito simples de diversificação de riscos. Terceiro, os bancos de desenvolvimento muitas vezes inauguram a história financeira de clientes novos e pequenos, que mais tarde podem "graduar-se" e recorrer ao mercado privado. Em quarto lugar, a instabilidade dos fluxos financeiros internacionais faz com que as empresas de maior porte e com melhor classificação de riscos tendam a se financiar no mercado internacional durante os períodos de maior afluxo de capitais, retornando ao mercado nacional nas fases de maior restrição. Suas idas e vindas em relação ao mercado financeiro nacional acarretam uma grande instabilidade na disponibilidade de financiamento para as companhias que não têm acesso aos mercados internacionais. Os bancos de desenvolvimento constituem uma fonte mais estável de financiamento, isolando-as parcialmente dos altos e baixos cíclicos. Por fim, em virtude dos maiores riscos e da ausência de depósitos a longo prazo, o setor financeiro nacional pode dispor de um volume de créditos a longo prazo abaixo do ideal, o que expõe a riscos de prazo os investidores que não têm

te de devedores que se tranqüilizam ao perceber que gozarão de algum nível de “proteção política” em caso de inadimplência de seus compromissos financeiros.

#### QUADRO 4.1

##### *As diversas opiniões a respeito do papel dos bancos de desenvolvimento*

Durante muito tempo, ao longo do pós-guerra, o papel dos bancos de desenvolvimento no apoio ao crescimento e ao desenvolvimento não foi questionado. Do ponto de vista político, a reconstrução da Europa e do Japão era demasiado importante para ser postergada, o que demandava financiamento a longo prazo para a acumulação de capital. A maioria dos economistas concordava que, nos países industriais mais afetados pela guerra, os mercados e instituições privadas de financiamento a longo prazo eram ineficientes e, no caso dos países menos desenvolvidos, praticamente inexistentes. As propostas em favor da criação e expansão dos bancos de desenvolvimento apoiaram-se tanto no paradigma keynesiano quanto em outros enfoques mais ortodoxos. Nesse último caso, argumentou-se que o subdesenvolvimento financeiro traduzia-se em uma escassez de instrumentos de poupança – daí a poupança potencial permanecer ociosa, sob a forma de entesouramento de saldos monetários, ou ser simplesmente despendida em consumo. Desse modo, o reduzido desenvolvimento financeiro redundava em baixos níveis de fundos de empréstimo e em menos investimentos.

Na década de 1970, a situação passou por uma transformação radical. No plano político, a Europa e o Japão estavam já totalmente recuperados, e os problemas dos países menos desenvolvidos só tinham importância no contexto da guerra fria. Sob o aspecto teórico, em virtude do desenvolvimento da teoria financeira baseada na hipótese da eficiência do mercado, o papel do Estado no financiamento dos investimentos começou a ser cada vez mais posto em dúvida. De acordo com esse ponto de vista, os baixos níveis de poupança e de financiamento para os investimentos deviam-se à “repressão financeira”, ou seja, às políticas que impunham limites às taxas de juros, seletividade do crédito e outras intervenções do governo nos mercados financeiros.

Para conciliar esses objetivos, uma primeira linha de política aponta para a necessidade de um escrutínio permanente do risco da carteira dos bancos de desenvolvimento. Sob esse aspecto, o mercado pode desempenhar um papel relevante. Por exemplo, os bancos de desenvolvimento poderiam ser constituídos sob a forma de instituições autônomas sem cobertura de reservas (por exemplo, como empresas estatais), não gozando de garantias do Estado para a captação de recursos de terceiros e sendo regularmente submetidos à classificação, realizada por agências externas, do risco de sua carteira. Esses três componentes têm em comum o reforço da transparência do risco da carteira – sem que a avaliação seja contaminada pelo risco soberano próprio do financiamento estatal – e exigem padrões contábeis sólidos para competir por recursos privados.

Uma segunda orientação diz respeito ao aperfeiçoamento das políticas de cobrança, para o qual, conforme já assinalado, os bancos de desenvolvimento de primeiro nível deveriam se organizar como bancos comerciais, expostos a uma regulamentação e supervisão idênticas às que se aplicam aos bancos privados. Tal prática aumentaria a transparência de suas operações comerciais, imporiam políticas de cobrança mais estritas e permitiria detectar rapidamente os efeitos financeiros de pressões políticas a curto prazo.

Talvez a melhor política de cobrança dos bancos de desenvolvimento seja a derivada de sua organização como bancos de “segundo nível”. As dificuldades de foco próprias desses bancos exigem, entretanto, que tanto as bases da distribuição de seus recursos financeiros quanto o planejamento dos subsídios associados aos seus objetivos sociais sejam aprimorados. Para a adoção de um enfoque adequado pode ser necessária uma combinação de subsídios às taxas de juros, subsídios ao custo dos seguros parciais de crédito ou à operação de fundos que proporcionam garantia parcial, subsídios à avaliação de risco de crédito por parte dos intermediários de primeiro nível e a capacitação dos possíveis beneficiários em gerenciamento e planejamento de projetos. Sem dúvida, esses subsídios e transferências devem ser baseados em uma correta avaliação social e econômica; todavia, tão importante quanto esta é que eles sejam bem estruturados, que sua operação seja transparente e seu respectivo custo fiscal seja explícito, e (idealmente) que seu financiamento seja diretamente

liar essa rentabilidade social e, com base nesse julgamento, proceder a uma correta distribuição de recursos fiscais. Sua participação nesse campo pode assumir inúmeras formas, que combinem subsídios diretos ao valor da habitação social, à taxa de juros e à poupança prévia com subsídios indiretos, mediante seguros parciais de crédito – caso outorgue financiamento de segundo nível – ou seguros de vida hipotecários, contra incêndio ou desemprego. A magnitude desses subsídios pode variar, dependendo da situação objetiva das famílias que procuram o financiamento. O importante é conhecer, com relativa precisão, a ordem de grandeza dos recursos públicos destinados a tais subsídios, de modo que o financiamento do crédito complementar ofereça condições aceitáveis para a intermediação pelo mercado.

Outros setores aos quais se pode aplicar esse modelo são o financiamento do desenvolvimento sustentável e o apoio à reconversão produtiva de regiões ou setores em crise. O apoio financeiro às atividades de intenso conteúdo tecnológico também pode ser regido por esse modelo; outra opção pode ser o aporte de capital de risco oriundo dos bancos de desenvolvimento ou de corporações financeiras relacionadas aos projetos em questão, de preferência em termos minoritários. O apoio às atividades inovadoras no campo das exportações foi examinado no capítulo anterior. A forma de promover a participação complementar e crescente de entidades privadas de capital de risco deve ser, naturalmente, uma prioridade em todas essas esferas.

Em todas as atividades mencionadas, os subsídios outorgados pelo Estado devem pautar-se pelos princípios da transparência e competição por recursos escassos, e os subsídios ocultos devem ser minimizados, não focalizados nem valorizados. A distinção clara e legalmente institucionalizada entre os subsídios públicos e a intermediação financeira constitui um princípio básico da boa administração de recursos públicos. Já os subsídios implícitos de uma má política de cobrança ou de riscos financeiros não transparentes não passam do reflexo de erros de planejamento, que ocasionam uma filtragem de recursos públicos de grande custo social. A garantia estatal às reprogramações de crédito ou à capitalização de juros são casos especiais de más políticas de proteção ou de cobrança. O rigor no cumprimento dos contratos financeiros é a base de todo sistema financeiro eficiente e, de modo geral, quando se protegem os juros dos credores

mercado completamente novo. Na mesma época, o governo retirou-se da Fannie Mae, dando um forte impulso à participação privada em um mercado até então desenvolvido por iniciativa pública. Por outro lado, o considerável desenvolvimento apresentado pelo sistema de crédito imobiliário chileno obedece à criação explícita de uma unidade de conta indexada, que permite proteger a poupança financeira dos efeitos da inflação e proporciona prazos mais longos.<sup>17</sup> O desenvolvimento de agentes de poupança institucional a partir da reforma do sistema de pensões em 1981 e a recuperação da solvência dos bancos (após a reforma bancária que se seguiu à crise financeira de 1982-1986) levaram à criação de um amplo mercado para o financiamento de operações a longo prazo, com base em instrumentos hipotecários securitizados. Nos dois casos, a política pública teve uma participação fundamental na criação da estrutura institucional necessária para enfrentar aspectos cruciais do financiamento de atividades que demandam horizontes longos.

Em primeiro lugar, é necessário estabelecer condições de estabilidade macroeconômica consistentes com o objetivo de ampliação dos prazos da poupança financeira e criação dos instrumentos por meio dos quais esta se materializa. Em segundo lugar, principalmente no caso dos sistemas menos desenvolvidos, é preciso criar agentes de poupança institucional capazes de captar poupança a longo prazo (fundos de pensões, companhias de seguros e fundos de investimentos, entre outros). Em terceiro lugar, deve-se ter em mente que, em geral, tais agentes funcionam como investidores financeiros – ou seja, não se envolvem diretamente na atividade de investimentos reais, embora a experiência mostre que não tiram daí vantagens comparativas em relação aos outros agentes. Assim, estabelece-se a necessidade de enfrentar três novos desafios: o controle dos riscos e a absorção destes e de sua cobertura – o que, em determinados casos, é solucionado mediante instituições especializadas em cada função.

A função de avaliação e controle dos riscos geralmente é desempenhada por uma instituição de “primeiro nível”, que aplica práticas padronizadas para avaliar os riscos dos investidores diretos e,

---

<sup>17</sup> Argentina, Colômbia e Uruguai também empregam com frequência ativos financeiros indexados no financiamento da habitação, mas valem-se igualmente de outros mecanismos.

que promova a criação de instituições como bancos e agências de desenvolvimento pode ser necessária e imprescindível nesse tipo de caso, em que os agentes privados encontram dificuldades para dimensionar e cobrir seus riscos de modo apropriado. Não obstante, a chave do planejamento institucional encontra-se em modalidades de intervenção e regulamentação que tendam ao desenvolvimento de todos os segmentos dos mercados financeiros, complementando e desempenhando um papel catalisador nos casos em que a evolução dos sistemas financeiros não promove um adequado desenvolvimento dos segmentos a longo prazo.

**d. Erros e omissões:** Incluídos nas séries da CEPAL, nas quais se supõe que correspondem a fuga de capitais; não incluídos nas séries do Banco Mundial.

**e. Número de países:** As cifras da CEPAL referem-se a 19 países, e as do Banco Mundial, a 29.

**f. Investimentos estrangeiros diretos:** São incluídas as entradas líquidas (de saídas) nos dados da CEPAL; nos dados do Banco Mundial, só se incluem as entradas.

Com base nas informações contidas na Tabela A.2 (fluxo líquido de recursos que entraram na região segundo o Banco Mundial, mais capitais autônomos que entraram e outros componentes do balanço de pagamentos elaborado pela CEPAL), o Gráfico A.1 ilustra os fluxos líquidos correspondentes ao período de 1990-1999, calculados com dados provenientes de ambas as fontes. Cabe ressaltar que, com exceção de 1992, os valores dos fluxos medidos com base nos dados do Banco Mundial são maiores e mostram um crescimento mais estável que os calculados conforme a metodologia empregada pela CEPAL. Se as séries forem comparadas sem ajustes, a diferença sobe para um mínimo de US\$4,6 bilhões em 1993 e um máximo de US\$74,5 bilhões em 1998. Uma vez ajustadas para poderem ser comparadas, as diferenças entre ambas atingem um mínimo de US\$4,6 bilhões em 1994 e um máximo de US\$34,2 bilhões em 1999.

Com base nas informações contidas na Tabela A.2, as cifras podem ser melhor comparadas, graças ao ajuste da série da CEPAL mediante as seguintes operações: i) exclusão de capitais a curto prazo nos últimos três anos; ii) inclusão dos capitais compensatórios (sem crédito do Fundo Monetário); iii) exclusão de erros e omissões; e iv) exclusão da saída de capitais por investimentos diretos no exterior. Nos Gráficos A.2 e A.3 observa-se que, ao passo que na primeira metade da década a diferença entre as duas fontes deve-se ao fato de a CEPAL não incluir os capitais compensatórios, no segundo quinquênio as discrepâncias respondem em maior medida ao fato de a série da CEPAL compreender outros fluxos líquidos a curto prazo. Sem dúvida, persis-

TABELA A. 1

A. Fonte de informações de tabelas selecionadas

Tabela	CEPAL, com base no manual de balanço de pagamentos do FMI	Banco Mundial
1.1 Estrutura do financiamento das importações	✓	
1.2 Estrutura do déficit em conta corrente	✓	
1.3 Aporte de financiamento externo a longo prazo por grupos de países		✓
1.4 Total da dívida junto a credores privados, 1998		✓
1.5 América Latina e Caribe: fontes de financiamento externo		✓
3.4 Assistência oficial líquida para o desenvolvimento recebida pela América Latina e Caribe		✓
3.5 Fluxos líquidos de dívida segundo as fontes (longo prazo)		✓
3.6 América Latina e Caribe: condições médias dos novos compromissos		✓
3.8 Componentes da dívida externa de países pobres da América Latina		✓
3.9 Valor e composição do valor atual líquido da dívida oficial, 1998 – antes da aplicação da iniciativa para os países pobres muito endividados		✓

TABELA A.2

## Fluxos líquidos de capitais segundo as fontes de informação

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000 <sup>b</sup>
<b>Agregado: fluxo líquido de recursos</b>											
<b>Banco Mundial (Longo prazo)</b>											
	21.787	30.998	35.164	65.651	61.744	75.347	99.400	113.779	141.985	116.375	102.379
<b>CEPAL-FMI (Curto e longo prazos)</b>											
<b>Capitais autônomos (I+II)</b>	-7.497	22.393	48.588	61.051	41.733	29.051	66.457	84.600	65.597	41.843	68.100
Balanco em conta financeira (I)	-7.621	21.377	48.646	64.867	47.647	34.989	71.369	89.779	74.516	46.858	67.021
(2) Erros e omissões (II)	124	1.106	-59	-3.816	-5.874	-5.938	-4.911	-5.178	-8.919	-5.015	1.079
(3) Investimentos no exterior	-1.067	-1.359	-1.913	-2.757	-3.729	4.226	3.169	7.898	8.976	8.444	-8.610
(4) Capitais a curto prazo								-21.154	-31.597	-20.253	-7.497
(5) Capitais compensatórios (excluídos os créditos do FMI)	23.026	13.853	9.114	5.887	5.742	17.122	531	7	5.969	6.632	-2.722
<b>Série ajustada (1)-(3)-(4)+(5)</b>	16.471	36.588	59.673	73.511	57.118	56.337	75.068	118.837	121.059	82.186	80.406

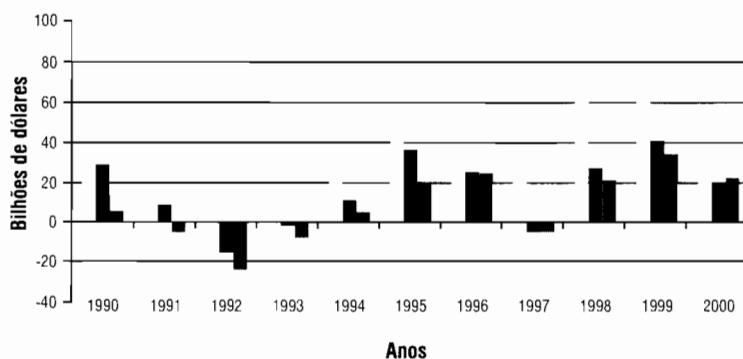
<sup>a</sup> Dados oficiais de sete países. <sup>b</sup> Estimativas preliminares

Nota: A CEPAL utiliza informações provenientes do quinto Manual de Balanço de Pagamentos do Fundo Monetário, com as seguintes características:

- Compreende os capitais autônomos a curto e longo prazos.
- Os investimentos estrangeiros diretos compreendem os fluxos e deduzem os investimentos no exterior.
- Exclui o financiamento excepcional e os créditos do FMI, que fazem parte do balanço global.
- Exclui todas as transações, oficiais e privadas. São incluídas como transferências correntes e de capital no balanço em conta corrente.
- Compreende erros e omissões; correspondem, em sua maioria, a fuga de capitais.
- Nos investimentos em ações, são deduzidas as operações de substituição de investimentos em bolsas de valores.
- O agregado regional da CEPAL compreende apenas 19 países. As cifras da CEPAL estão mais atualizadas.
- O conceito de fluxo líquido de recursos empregado pelo Banco Mundial tem as seguintes características:
  - Compreende os capitais autônomos a longo prazo; exclui os a curto prazo.
  - Os investimentos estrangeiros diretos compreendem apenas os fluxos, não deduzindo as saídas por investimentos no exterior.
  - Compreende o financiamento excepcional.
  - Compreende as doações.
  - Exclui erros e omissões.
- Nos investimentos em ações, não são deduzidas as operações de substituição de investimentos em bolsas de valores.
- O agregado regional compreende 29 países.

GRÁFICO A.3

*Diferenças nos fluxos líquidos de recursos segundo fontes e ajustes*



Sem ajustar.

- Ajustada pelos investimentos no exterior, capitais a curto prazo e erros e omissões, levados em conta pela CEPAL e o Fundo Monetário Internacional mas não pelo Banco Mundial.
- Ajustada pelos investimentos no exterior, capitais a curto prazo, erros e omissões e capitais compensatórios, levados em conta pelo Banco Mundial mas não pela CEPAL e o Fundo Monetário Internacional.

<sup>a</sup> Cifras preliminares.

- Akyüz, Yilmaz e Charles Gore (1996), "The investment-profits nexus in East Asian industrialisation", *World Development*, vol. 24, nº 3.
- Arenas de Mesa, Alberto (1999), "Efectos fiscales del sistema de pensiones en Chile: proyección del déficit previsional 1990-2037", documento presentado no seminário conjunto (CEPAL)/Ministério da Fazenda do Chile "Responsabilidades fiscales en sistemas de previsión", Santiago, Chile.
- Arrau, Patricio (1996), "Nota sobre el aumento del ahorro nacional en Chile, 1980-1994", série Financiamiento del desarrollo, nº 30 (LC/L.914), Santiago, Chile, Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL).
- Banco Mundial (2001), *Financial impact of the HIPC Initiative. First 22 Country Cases*, 10 de abril.
- \_\_\_\_ (2000), *Global Development Finance*, Washington, D.C., maio.
- Banco Mundial/FMI (Fundo Monetário Internacional) (2001), *Heavily Indebted Poor Countries (HIPC). Progress Report* (DC/2001-0012).
- \_\_\_\_ (1999), "Modificaciones a la iniciativa para la reducción de la deuda de los países pobres muy endeudados (PPME)" (DC/99-25), Washington, D.C., Comitê Ministerial Conjunto das Juntas de Governadores do Banco e do Fundo Monetário Internacional (FMI) para as Transferências de Recursos Reais aos Países em Desenvolvimento, setembro.
- Barrera, Felipe e Mauricio Cárdenas (1997), "On the effectiveness of capital controls: the experience of Colombia during the 1990s", *Journal of Development Economics*, Nº 54.
- Beck, Thorsten, Dermiguc-Kunt, Asli e Levine, Ross (1999), "A new database on financial development and structure", Washington, D.C., Banco Mundial, janeiro, inédito.
- Blum, Jack e outros (1998), *Financial Heavens, Banking Secrecy and Money Laundering*, Viena, Oficina de Fiscalização de Drogas e de Prevenção de Delitos (OFDPD).
- Botchwey, Kwesi (2000), "Financing for Development: Current Trends and Issues for the Future" (TD(X)/RT.VII), *UNCTAD High-level Round Table on Trade and Development: Direction for the 21st Century*, Bancoc, 12 de fevereiro.
- Calderón, Álvaro e Ramón Casilda (2000), "La estrategia de los bancos españoles en América Latina", *Revista de la CEPAL*, nº 70 (LC/G.2095-P), Santiago, Chile.
- Calderón, Álvaro (1999), "El boom de la inversión extranjera directa en América Latina e el Caribe: el papel de las empresas españolas", *Economistas*, nº 81, Madrid, Colegio de Economistas de Madrid, setembro.

- nant: strengths, weaknesses and challenges: Caribbean perspectives* (LC/CAR/G.564), Puerto España, Sede Subregional de la CEPAL para el Caribe.
- Collier, Paul e Jan Willem Gunning (1999), "The IMF's role in structural adjustment", *Economic Journal*, nº 109, novembro.
- Council on Foreign Relations (1999), *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Financial Architecture, Task Force Report*, Washington, D.C., Institute for International Economics.
- Crow, John W., Ricardo H. Arriazu e Niels Thygesen (1999), *External Evaluation of Surveillance Report*. Washington, D.C., junho.
- Culpeper, Roy (1995), "La reanudación de las corrientes privadas de capital hacia la América Latina: el papel de los inversionistas norteamericanos", *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina: fuentes, efectos e políticas*, Ricardo Ffrench-Davis e Stephany Griffith-Jones (orgs.), México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- De Gregorio, José, Sebastián Edwards e Rodrigo Valdés (2000), "Controls on Capital Inflows: Do They Work?", NBER Working Paper, nº W7645, Washington, D.C., abril.
- Dowers, K., F. Gomez-Acebo e P. Masci (2000), "Making capital markets viable in Latin America", *Infrastructure and Financial Markets Review*, vol. 6, nº 3, Washington, D.C., Fundo Monetário Internacional (FMI), dezembro.
- Eatwell, John (1997), "International capital liberalization: the impact on world development", *Estudios de economía*, nº 24.
- Eatwell, John e Lance Taylor (2000), *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*, no prelo.
- Eichengreen, Barry (1999), *Toward a New International Financial Architecture*, Washington, D.C., Instituto de Economia Internacional.
- Ellerman, David, Hanan Jacoby e André Decaux (1999), "The Effects on Developing Countries of the Kyoto Protocol and CO<sub>2</sub> Emissions Trading", Cambridge, Massachusetts, Joint Programme on the Science and Policy of Global Change, Massachusetts Institute of Technology.
- Ezekiel, Hannan (1998), "The role of special drawing rights in the international monetary system", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 11, Nova York, Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD).
- Feldstein, Martin (1998), "Refocusing the IMF", *Foreign Affairs*, março-abril.
- Felix, David (2000), "The Economic Case Against Free Capital Mobility", Working Paper, nº 216, Washington, D.C., Departamento de Economia, Washington University, maio.

- mies*, série Libros de la CEPAL, nº 45 [LC/G.2097-P], Santiago, Chile, Instituto *Internacional* Jacques Maritain e Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL). Publicação das Nações Unidas, nº de venda: E.00.II.G.39.
- Hausmann, Ricardo (2000), "Exchange rate arrangements for the new architecture", *Global Finance from a Latin American Viewpoint*, Paris, Development Centre Seminars, Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), Centro de Desenvolvimento da Organização de Cooperação e Desenvolvimento Econômicos (OCDE).
- Held, Günther (2000), *Políticas de viviendas de interés social orientadas al mercado: experiencias recientes con subsidios a la demanda en Chile, Costa Rica e Colombia*, série Financiamiento del desarrollo, nº 96 [LC/L.1382-P], Santiago, Chile, Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL), junho. Publicação das Nações Unidas, nº de venda: S.00.II.G.55.
- \_\_\_\_\_ (1994), "¿Liberalización o desarrollo financiero?", *Revista de la CEPAL*, nº 54 [LC/G.1845-P], Santiago, Chile, dezembro.
- Helleiner, Gerry (2000), "Developing Countries in Global Economic Governance and Negotiation Processes", documento preparado para o projeto do Instituto Mundial para a Pesquisa em Desenvolvimento Econômico (WIDER) "New Roles and Functions for the UN and the Bretton Woods Institutions", Helsinque, inédito.
- Holzman Robert, (1997), "On economic benefits and fiscal requirements of moving from unfunded to funded pensions", série *Financiamiento del desarrollo*, nº 48 [LC/L.1012], Santiago, Chile, Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL).
- Kaul, Inge, Isabelle Grunberg e Marc A. Stern (1999), *Global Public Goods*, Nova York, Oxford University Press.
- Krugman, Paul (1989), *Exchange Rate Instability*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- Larraín, Felipe, Raúl Labán e Rómulo Chumacero (1997), "What Determines Capital Inflows? An Empirical Analysis for Chile", *Faculty Research Working Paper*, nº R97-09, Cambridge, Massachusetts, John F. Kennedy School of Government, Universidade de Harvard.
- Le Fort, Guillermo e Sergio Lehmann (2000), "El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica", Documento de Trabajo, nº 64, Banco Central do Chile, fevereiro.
- Livacic, Emesto e Sebastián Sáez (2000), *La supervisión bancaria en América Latina en los noventa*, série *Temas de coyuntura*, nº 10 [LC/L.1434-P], Santiago, Chile, Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL). Publicação das Nações Unidas, nº de venda: S.00.II.G.112.

- Ocampo, José Antonio (1999a), "La reforma financiera internacional: una agenda ampliada", *Revista de la CEPAL*, nº 69 (LC/G.2067-P), Santiago do Chile, dezembro.
- \_\_\_\_\_ (1999b), *La reforma del sistema financiero internacional: un debate en marcha*, Santiago, Chile, CEPAL e Fundo de Cultura Econômica.
- Ocampo, José Antonio e Camilo Tovar (1999), *Price-based Capital Account Regulations: The Colombian Experience*, série *Financiamiento del desarrollo*, nº 87 (LC/L.1262-P), Santiago, Chile. Publicação das Nações Unidas, nº de venda: E.II.G.41.
- Park, Yung Chul e Yan Wang (2000), "Reforming the International Financial System and Prospects for Regional Financial Cooperation in East Asia", Seoul, Korea University e Korea Institute for International Economic Policy, inédito.
- Pfaff, William (2000), "A challenge to globalization theory", *Financial Globalization and the Emerging Economies*, J.A. Ocampo e outros (comps.), Santiago, Chile, CEPAL e Instituto Internacional Jacques Maritain.
- Radelet, Steven e Jeffrey D. Sachs (1998), "The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 1.
- Rodrik, Dani (1999a), "The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work", *Policy Essay*, nº 24, Washington, D.C., Consejo de Desarrollo de Ultramar.
- \_\_\_\_\_ (1999b), "Governing the Global Economy: Does One Architectural Style Fit All?", Cambridge, Massachusetts, John F. Kennedy School of Government, Universidade de Harvard, inédito.
- Rodrik, Dani e Andrés Velasco (1999), "Short-Term Capital Flows", Working Paper, nº 7364, Cambridge, Massachusetts, Oficina Nacional de Investigações Econômicas (NBER), setembro.
- Salomon Smith, Barney (1999), "Update on foreign financial institutions in Latin America", *Latin America Equity Research*, Nova York, maio.
- \_\_\_\_\_ (1998), "Foreign financial institutions in Latin America", *Latin America Equity Research*, Nova York.
- Samuel, W. (2000), "Migration and Remittances: A Case Study of the Caribbean", documento apresentado no Simpósio sobre migração nas Américas, San José, Costa Rica, 4 a 6 de setembro.
- Szalachman, Raquel (2000), "Perfil de déficit e políticas de vivienda de interés social: situación de algunos países de la región en los noventa", série *Financiamiento del desarrollo*, nº 103 (LC/L.1417 -P), Santiago, Chile, Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL), setembro. Publicação das Nações Unidas, nº de venda: S.00.II.G.89.

- White, William R. (2000), "New strategies for dealing with the instability of financial markets", *The Management of Global Financial Markets*, Jan Joost Teunissen (org.), Haia, Fórum sobre Dívida e Desenvolvimento (FONDAD).
- Williamson, John (2000), "Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option", *Policy Analyses in International Economics*, Washington, D.C., Instituto de Economia Internacional, setembro.
- \_\_\_\_ (1996), "A new facility for the IMF?", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 7, Nova York, Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD).
- Wyplosz, Charles (1999), "International financial instability", *Global Public Goods: International Cooperation in the 21st Century*, Inge Kaul, Isabelle Grunberg e Marc A. Stern (orgs.), Nova York, Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD), Oxford University Press.
- \_\_\_\_ (1998), "International financial instability", *The Management of Global Financial Markets*, Jan Joost Teunissen (org.), Haia, Fórum sobre Dívida e Desenvolvimento (FONDAD).

## Cadastre-se e receba informações sobre nossos lançamentos, novidades e promoções

Para obter informações sobre lançamentos e novidades da Editora Campus, dentro dos assuntos do seu interesse, basta cadastrar-se no nosso site. É rápido e fácil.

Além do catálogo completo on-line, nosso site possui avançado sistema de buscas para consultas, por autor, título ou assunto. Você vai ter acesso às mais importantes publicações sobre Administração, Negócios, Informática, Economia, Divulgação Científica, Qualidade de Vida, Ciências Humanas e Interesse Geral.

Nosso site conta com módulo de segurança de última geração para suas compras.

Tudo ao seu alcance, 24 horas por dia. Clique [www.campus.com.br](http://www.campus.com.br) e fique sempre bem informado.

w w w . c a m p u s . c o m . b r

É rápido e fácil. Cadastre-se agora.

Outras maneiras fáceis de receber informações sobre nossos lançamentos e ficar atualizado.

- ligue grátis: **0800-265340** (2ª a 6ª feira, das 8:00 h às 19:00 h)
- preencha o cupom e envie pelos correios (o selo será pago pela editora)
- ou mande um e-mail para: **info@campus.com.br**



Nome: \_\_\_\_\_

Escolaridade: \_\_\_\_\_  Masc  Fem Nasc: \_\_\_/\_\_\_/\_\_\_

Endereço residencial: \_\_\_\_\_

Bairro: \_\_\_\_\_ Cidade: \_\_\_\_\_ Estado: \_\_\_\_\_

CEP: \_\_\_\_\_ Tel.: \_\_\_\_\_ Fax: \_\_\_\_\_

Empresa: \_\_\_\_\_

CPF/CGC: \_\_\_\_\_

Costuma comprar livros através de:  Livrarias  Feiras e eventos  Mala direta  
 Internet

Sua área de interesse é:

**NEGÓCIOS**

**INTERESSE GERAL**

**INFORMÁTICA**

**LIVROS-TEXTO**

**QUALIDADE DE VIDA**

Nível:

- Iniciante  
 Intermediário  
 Avançado

- Administração  
 Informática  
 Economia  
 Comunicação  
 História  
 Ciência Política



**CARTÃO RESPONSA**

Não é necessário selar

O selo será pago por  
Editora Campus

ISR-52-0085/86  
UP-ACPRES.VARGAS  
DR/RJ

20299-999 - Rio de Janeiro - RJ