

Mobilidade de capital, âncoras nominais e estabilização¹

Lidia Goldenstein e Maria Carolina da Silva Leme

Introdução

Há quinze anos, os países latino-americanos procuram estabilizar suas economias. As primeiras tentativas, na década de 80, podem ser divididas em dois tipos: as bem-sucedidas, como, por exemplo, a do Chile, sempre acompanhadas, ao menos inicialmente, de forte recessão econômica; e as malsucedidas, como as da Argentina e do Brasil, que resultaram em estabilizações temporárias.

Estes experimentos e seus custos foram objeto de intenso debate acadêmico que enfatizava o desenho apropriado para um programa de estabilização, restringindo a discussão à combinação apropriada de componentes ortodoxos (controle monetário e fiscal) e heterodoxos (desindexação e políticas de rendas).

Na década de 90, assistiu-se à retomada do crescimento nos países que primeiro se estabilizaram e, até o momento, à um aparente sucesso da estabilização nos países hiperinflacionários da década passada. A novidade é que, nos últimos anos, ainda que os programas de estabilização tenham seguido o *mix* tradicional de políticas ortodoxas/heterodoxas, um novo elemento, ausente nas tentativas anteriores, esteve presente: o fluxo de capitais externos. Estes recursos têm dado graus de liberdade adicionais aos condutores dos programas de estabilização, tanto no momento de sua implantação como no enfrentamento das resistências ao plano.

O objetivo deste trabalho é discutir as condições internacionais subjacentes ao retorno dos fluxos de capital para alguns países da América Latina, a natureza destes fluxos e sua importância, tanto nos diferentes processos de estabilização como na retomada do crescimento nos países já estabilizados.

O papel dos recursos externos no desenvolvimento dos países latino-americanos sempre foi decisivo. Nos anos 50 e 60, devido a investimentos diretos das grandes empresas multinacionais (juntamente, nos anos 60, com os créditos de organismos oficiais de ajuda, principalmente americanos) e, na década de 70, por meio de empréstimos realizados por grandes bancos internacionais.

Esta verdadeira fartura de recursos, que quase ininterruptamente fluiu para alguns países da América Latina durante cerca de três décadas, permitiu que esses países apresentassem taxas de crescimento elevadas e aprofundassem o

(1) Agradecemos as críticas e sugestões de Monica Baer, Tomás Málaga e Samuel Pessôa.

processo de industrialização. Mas, junto com as taxas de crescimento, trouxe a ilusão de que o acesso a estes recursos era infinito e dependente apenas da decisão autônoma dos países por eles beneficiados. Na década de 80, quando o fluxo internacional de capitais para a América Latina interrompeu-se e a região entrou na maior crise de sua história, ao contrário do esperado, a percepção da dinâmica dos fluxos de capitais internacionais continuou, em grande medida, distorcida pelos anos de farta liquidez. Apesar da ruptura do mercado internacional de crédito e das transformações que começavam a se explicitar, a maioria dos analistas ainda acreditava que o retorno do crédito nos moldes e quantidades das décadas anteriores dar-se-ia assim que o país aplicasse a "política correta".

Agora, na década de 90, o retorno dos fluxos de recursos externos para a América Latina vem reforçando as velhas ilusões. Entretanto, a análise destes capitais revela que, mais que nunca, os determinantes de seu movimento têm muito mais a ver com as condições e a dinâmica dos países centrais e, sobretudo, com a dinâmica do mercado internacional de capitais.

Obviamente não se pode negar que as condições internas específicas de cada país e/ou região sejam decisivas. A existência de um arcabouço institucional favorável à entrada e saída de capitais e um mínimo de sinalização em direção à estabilização são pré-requisitos, condições necessárias, porém insuficientes.

A análise das diferentes fases dos fluxos internacionais de crédito, especialmente dos que reapareceram nos anos 90, revela que os movimentos de capitais em direção à América Latina recomeçam em volumes significativos no momento em que emergem condições específicas nos mercados internacionais. Uma vez iniciado o movimento, é óbvio que países "em melhores condições" sejam privilegiados no recebimento dos recursos, mas os dados mostram que países ainda longe de uma estabilização também foram beneficiados.

Aparentemente assistia-se a um verdadeiro "círculo virtuoso", à medida que a existência de recursos externos é um fator essencial para qualquer plano de estabilização. Entretanto, a experiência mexicana recente, as dificuldades da economia Argentina e os perigos que ameaçam a economia brasileira revelam a fragilidade desses planos.

O espaço político propiciado pelas recentes políticas de estabilização tem sido, na maioria dos países, insuficiente para se criarem as condições de mudança estrutural destas economias. Apesar de muitos países terem avançado no controle de déficit público, na abertura da economia e em reformas do Estado, estão ainda longe de conseguir um crescimento sustentado com estabilidade. Na verdade, com raras exceções, como a do Chile, os recursos externos têm funcionado como uma "faca de dois gumes" - se por um lado representam condição fundamental para a estabilização, por outro, exatamente por viabilizarem a estabilização, iludem quanto à necessidade de reformas mais profundas e politicamente mais difíceis.

1. Alguns aspectos teóricos dos processos de estabilização com âncoras nominais e mobilidade de capitais

A maioria dos analistas econômicos reconhece que o setor externo tem desempenhado um papel importante no processo inflacionário latino-americano. Na década de 70 os déficits em conta corrente foram facilmente financiados pelos abundantes empréstimos bancários, o que contribuiu para as baixas taxas de inflação registradas no período. No início da década de 80, a redução do crédito externo obrigou a um realinhamento das taxas de câmbio que provocou fortes pressões inflacionárias. Mas, mais importante, a redução do crédito externo obrigou os governos a comprarem as divisas para cobrir os serviços da dívida externa, e esta compra foi financiada, de forma inflacionária, com emissão de títulos e moeda.

Durante a década de 80, quando os recursos externos seriam necessários para aliviar esta situação e reduzir as pressões inflacionárias, a restrição ao crédito manteve-se. Ao longo deste período, a questão da dívida externa foi sendo trabalhada por meio de mecanismos como as conversões por ações no mercado secundário de títulos e outros instrumentos de securitização, embutidos nas negociações em torno do Plano Brady. Assim, nos anos 90, quando os países latino-americanos voltaram a ter acesso ao mercado internacional de capitais, os fluxos externos não foram utilizados para suavizar o pagamento do serviço da dívida externa, mas revelaram-se importantes para ajudar na acumulação, necessária para uma estabilização bem-sucedida, de reservas internacionais.

A importância das reservas internacionais para a estabilização decorre da necessidade de se garantir "qualidade" aos ativos do banco central. Quando a economia está quase hiperinflacionária ou com inflação crônica elevada, a contrapartida dos passivos do banco central (moeda e quase-moeda) em títulos do governo é considerada um ativo de "má qualidade" pelo público. As reservas internacionais, ao contrário, constituem um ativo de "boa qualidade" que dão credibilidade aos passivos do banco central, reduzindo a necessidade de prêmios de risco tais como a "zeragem automática" sem penalidades, correção monetária diária e taxas de juros reais.²

As reservas internacionais funcionam como uma garantia à medida que permitem ao banco central reagir a ataques contra a moeda em qualquer regime de câmbio.³ A plena conversibilidade, apesar de não ser imprescindível, reforça essa garantia à medida que define uma regra monetária clara, ao vincular qualquer nova emissão à existência de novas reservas.

(2) A zeragem automática é a recompra automática de títulos pelo banco central.

(3) Os regimes de câmbio flutuante puro são muito mais raros. Em geral, estão sujeitos à intervenção esporádica do banco central, o que é conhecido por *dirty float*.

Essa garantia, no entanto, precisa ser qualificada. Uma questão importante diz respeito aos prazos dos títulos e empréstimos que são a contrapartida destas reservas. Do ponto de vista de ataques especulativos, faz diferença se as reservas são constituídas de empréstimos de longo ou curto prazos. O banco central tem de frear o ataque especulativo, esfriando o mercado por meio da venda de dólares. Neste processo o banco central perde reservas, mas estas podem ser recompradas futuramente se a situação voltar ao normal. O problema do prazo torna-se sério quando não há uma reversão no comportamento dos aplicadores e as reservas são de curto prazo. Neste caso, uma crise cambial surge de imediato. Se as reservas forem de prazos mais longos, o risco da crise cambial é menor, à medida que o banco central tem mais tempo para tentar controlar a crise. Assim, não há dúvida de que, quanto menor for o prazo das aplicações estrangeiras, maiores terão de ser as reservas, para restituir a confiança na moeda. Como em qualquer instituição financeira que conte com passivos de curto prazo, estes deverão estar em proporção equilibrada.

Além da disciplina fiscal, condição *sine qua non* para seu sucesso de longo prazo, no curto prazo os programas de estabilização requerem a recriação da nominalidade, isto é, de uma âncora para os valores nominais. A tendência é escolher uma variável que esteja sob controle da autoridade monetária, como, por exemplo, a taxa de câmbio ou a oferta monetária. As preferências têm recaído sobre a fixação do câmbio. Este regime, no entanto, apresenta algumas variações não-triviais: emissão de moeda doméstica apenas com lastro em moeda estrangeira à taxa de câmbio pré-fixada, isto é, um regime de "caixa de conversão"; livre curso da moeda estrangeira no território nacional; e diferentes graus de mobilidade de capital na economia.

O regime de câmbio fixo com conversibilidade da moeda tem sido defendido como o mais eficiente na estabilização da inflação em situações hiperinflacionárias, dado que a demanda de moeda só ressurgir se existirem garantias elevadas. Este regime de circulação concomitante de ambas as moedas e de total liberdade de entrada e saída de capitais só é menos radical que a substituição pura e simples da moeda doméstica pela moeda estrangeira. A oferta de moeda é totalmente endogeneizada, a taxa de juros passa a ser determinada pela arbitragem do mercado de capitais e o banco central perde a *seignorage* e os ganhos de aplicação referentes à moeda convertida em dólares.⁴

A vantagem dos regimes de câmbio fixo é a equiparação relativamente rápida à taxa de inflação do país ao qual se atrelou a moeda.⁵ Entretanto, este tipo de programa têm embutidos alguns riscos. Em geral, no final dos processos

(4) A câmara de conversão é uma variante deste modelo, em que um órgão independente, sem nenhuma das outras funções do Banco Central, fixa a taxa de câmbio e garante a conversibilidade da moeda local à estrangeira (Resende, 1992).

(5) A rapidez da equiparação depende diretamente do tamanho do setor de comercializáveis, em relação aos não-comercializáveis, da economia.

inflacionários tende a persistir um resíduo inflacionário, principalmente entre os bens não-comercializáveis, que gera uma sobrevalorização da moeda e desajusta, de imediato, a paridade cambial. Essa valorização acelera o processo de desinflação da economia, porém às custas de pressões na balança comercial.

Essa pressão sobre a balança comercial é também agravada pela expansão econômica induzida pela estabilização dos preços. A queda abrupta da inflação permite a devolução do imposto inflacionário que, na ausência de uma política fiscal contracíclica, resulta em um adicional de renda para os setores da população que não tinham acesso aos mecanismos de indexação. Dada a propensão a consumir destes setores, esse adicional é deslocado para consumo, gerando um incremento na absorção doméstica.

Mais ainda, o sucesso do plano tem um efeito benéfico sobre as expectativas, gerando um efeito positivo sobre o consumo e o investimento e, conseqüentemente, contribuindo para aquele incremento.

No curto prazo, este excesso de absorção doméstica, decorrente tanto do aumento do consumo quanto dos investimentos, depende da entrada de capitais externos, que podem ser atraídos por um alto diferencial de juros. Porém, no longo prazo, os problemas começam a aparecer.

Se este desequilíbrio fosse gerado somente por gastos de investimento e os capitais externos fossem de longo prazo,⁶ os problemas de *timing* seriam minimizados à medida que a maturação dos investimentos fosse criando receita em moeda forte. Se, ao contrário, o desequilíbrio for essencialmente de gastos em consumo e o seu financiamento, de curto prazo, a persistência desta situação pode tornar-se uma bomba de efeito retardado sobre a paridade cambial.

Um outro problema é a rigidez que uma taxa de câmbio fixa introduz na economia. Se, de um lado, um regime de câmbio fixo permite que ela não sofra da excessiva volatilidade característica dos regimes de taxas de câmbio flutuante, por outro obriga a mudanças dos preços domésticos quando ocorrem choques de termos de troca. Em uma economia aberta, em que nem todos os bens são comercializáveis, a taxa de câmbio real - definida como o preço relativo dos bens comercializáveis e não comercializáveis em moeda doméstica - capta o grau de competitividade e de lucratividade do setor de bens comercializáveis. Em presença de choques, as variações da taxa de câmbio nominal sinalizam em direção aos setores para os quais devem reorientar-se os recursos na economia. Ao se fixar esta taxa, impede-se que ela exerça este papel sinalizador.

Uma outra alternativa de âncora nominal utilizada nos processos de estabilização é a monetária, que também exige disciplina fiscal para ser sustentável. Poderia parecer redundante afirmar que a âncora monetária só pode ser bem sucedida se a economia já estiver ajustada desde o início. Porém, o

(6) Redução na mobilidade de capitais via restrições quantitativas ou de impostos, à la Chile, pode induzir a empréstimos de mais longo prazo atenuando, significativamente, o problema.

argumento de que, se ela já esta ajustada não necessitaria de nenhum tipo de âncora, é apenas parcialmente correto porque, se de um lado é verdade que, feito o ajuste as dificuldades políticas para tanto já foram superadas, por outro, é verdade também que a continuidade da estabilização pode depender da definição de uma regra monetária. A maior dificuldade neste regime é a fixação da meta de crescimento da oferta monetária, uma vez que se torna virtualmente impossível estabelecer qual seja a demanda de moeda pós-estabilização. A fixação de uma meta muito restrita tende a elevar as taxas de juros, atraindo capital para o país. Como estes fluxos não podem ser monetizados, sob o risco de violar a meta monetária, acabam por valorizar a moeda, gerando déficits na balança comercial. Se a meta for muito frouxa, perde credibilidade e, o que é ainda mais grave, tende a sancionar os aumentos de preços provocados pelo resíduo inflacionário. O estabelecimento de uma meta para um conceito mais amplo de moeda, que inclua os títulos públicos por exemplo, apresenta os mesmos problemas, uma vez que não se sabe *a priori* qual a demanda por estes ativos pós-estabilização. A vantagem da âncora monetária é permitir que a taxa de câmbio acomode os choques dos termos de troca sobre a economia.

Uma solução intermediária, que vem sendo crescentemente defendida, é a do câmbio com bandas de flutuação.⁷ Este regime combinaria as vantagens da taxa de câmbio, como âncora nominal, ao mesmo tempo em que daria graus de flexibilidade para lidar com movimentos de capital e permitiria um certo nível de acomodações à choques aleatórios na taxa de câmbio, dentro dos limites da banda. Obviamente, esta opção de bandas flutuantes não dispensa a necessidade de reservas internacionais, a exemplo de todas as outras opções.

Teoricamente, uma das propriedades deste regime é a relação negativa entre a taxa esperada de depreciação da moeda e a taxa de câmbio. Isso acontece porque, quando o câmbio está elevado, alcançando o limite superior da banda, a moeda está fraca mas não pode ser depreciada além deste limite previamente estabelecido. Desta forma, o câmbio tanto se mantém neste limite como, eventualmente, retorna para dentro da banda com uma apreciação da moeda. O resultado é uma taxa esperada de apreciação.⁸ Analogamente, no limite inferior, quando o câmbio está baixo, a moeda está forte, mas a taxa esperada de depreciação é positiva, pois o limite da banda tem de ser respeitado.⁹

Uma das conseqüências deste fenômeno de reversão à média é o fato de que as taxas de câmbio tendem a flutuar menos que em um regime de câmbio

(7) O modelo aqui discutido tem pouca relação com a questão de coordenação de política econômica internacional defendida por Williamson (1985).

(8) Este resultado, evidentemente, supõe que a paridade central esteja de acordo com os valores fundamentais da economia.

(9) Uma implicação desta relação negativa é conhecida como "reversão à média", que significa que a taxa de câmbio esperada no futuro, dentro da banda, está mais próxima da média de longo prazo quanto mais distante esteja no futuro.

totalmente livre. A expectativa de apreciação (depreciação) quando a taxa está alta (baixa) traduz-se em uma taxa de câmbio mais baixa (alta) que aquela que ocorreria se o câmbio pudesse flutuar livremente. Sob certas hipóteses, a expectativa dos agentes de que o banco central, sob qualquer circunstância, defenderá a banda, atua sobre a taxa de câmbio de forma que os limites não sejam atingidos e a intervenção nem chegue a ser necessária (Krugman, 1991).¹⁰ Com estas propriedades este regime seria inerentemente estabilizador e não poderia ser confundido com uma mera combinação do regime de taxas flutuantes, quando dentro da banda, e com o de câmbio fixo, quando estas são alcançadas.

O regime de câmbio fixo com bandas permite também um certo grau de independência monetária, à medida que o banco central pode controlar a taxa de juros doméstica por meio do controle da taxa de depreciação da moeda dentro da banda. Em uma economia com liberdade de entrada e saída de capitais, a taxa de juros doméstica tem de se igualar à taxa internacional, somada à taxa de depreciação esperada e ao prêmio de risco específico do país. Em um regime de banda, em que os agentes acreditam que a paridade central não será realinhada, a taxa esperada de desvalorização gravita em torno desta. O banco central pode explorar esta relação para controlar a taxa de juros. Como uma elevação da taxa de câmbio gera expectativa de que, no futuro, esta taxa caia em direção à média, o banco central pode criar a expectativa de uma apreciação dentro da banda, o que reduz a taxa de juros. Simetricamente, uma redução da taxa de câmbio gera uma expectativa de depreciação e aumento da taxa de juros doméstica (Svensson, 1992, 1994).

Apesar desta vantagem, esta independência monetária é relativa à medida que é limitada pelos próprios limites da banda. A ampliação destes limites, que expandiria o espaço para uma política monetária mais ativa, pode contribuir para a redução da credibilidade do regime, essencial quando a estabilização é o objetivo central da política. Talvez por isso alguns programas de estabilização se iniciem com câmbio fixo e só depois se flexibilizem, estabelecendo bandas de variação.

É importante ressaltar que nenhum destes regimes é sustentável, no longo prazo, em um cenário internacional no qual a volatilidade de capitais é elevada se a economia não estiver razoavelmente equilibrada. Os déficits fiscais financiados por títulos elevam a taxa de juros e atraem capital que financia déficits cumulativos na balança comercial. Em regime de âncora monetária com câmbio flutuante estes déficits são provocados pela valorização nominal (e real) da moeda e, em um regime de câmbio fixo, pela valorização real. A monetização do déficit viola a regra monetária, no primeiro regime, e provoca perdas cumulativas de reservas que levam ao abandono da regra, no segundo. No regime de bandas a monetização e a flutuação de juros são possíveis dentro de limites estritos.

(10) Este resultado, conhecido como *smooth pasting*, não tem tido suporte empírico (Svensson, 1992).

No curto prazo, no entanto, existe uma diferença marcante entre os regimes de câmbio fixo e banda e o regime de âncora monetária. Enquanto, sob este último, a estabilização só pode ser bem sucedida se a economia estiver ajustada desde o início do programa, nos primeiros a acumulação prévia de reservas permite iniciar a estabilização, mesmo que a economia ainda não esteja ajustada.

Economias com inflação cronicamente elevadas dificilmente se tornam ajustadas da noite para o dia. Pelo contrário, o elevado custo dos ajustes acirra as disputas políticas entre os diferentes segmentos da sociedade que se negam a sofrer perdas e, neste embate, a adoção de medidas necessárias, ainda que consensuais, são postergadas (Alesina e Drazen, 1992). Em um ambiente não-inflacionário pode ser mais fácil para o governo arbitrar as perdas advindas dos ajustes necessários para que a estabilização se torne permanente. Isso possivelmente explica a preferência por âncoras cambiais nos processos de estabilização recentes.

A estratégia de fixar o câmbio ou estabelecer bandas de variação concomitantes ao programa de ajuste envolve vários riscos, pois implica um crescente endividamento externo ou a redução das reservas internacionais. Ou seja, é fundamental que o banco central detenha um volume mínimo de reservas internacionais, suficiente para defender seu programa de estabilização de ataques contra a moeda. Este mínimo necessário de reservas coloca um limite claro aos déficits em conta corrente que podem ser acumulados no período de ajuste. Com liberdade de movimento de capitais e conversibilidade da moeda, o banco central teria que dispor de reservas iguais ou superiores à base monetária e de títulos públicos de curto prazo. Quando existem restrições ao movimento de capitais, as reservas têm de cobrir ao menos o volume de capitais mais voláteis. Assim, dada a expectativa de entrada de recursos na conta de capitais, é possível estabelecer-se qual o máximo de déficit em conta corrente que o país pode suportar sem colocar em risco o limite superior da banda ou o câmbio fixado e indicar a consistência na política cambial de médio prazo.

Portanto, a opção de âncora cambial em uma economia ainda não ajustada depende necessariamente de um aumento no endividamento externo, o que é claramente uma opção por crescer agora para pagar no futuro. A viabilidade desta estratégia no longo prazo depende de um conjunto de reformas que visem o aumento da taxa de poupança doméstica e de investimento que assegure um crescimento das exportações superior à taxa de juros a que se está endividando a economia. Obviamente a factibilidade e a velocidade destas reformas são problemas não-triviais.

2. Os fluxos internacionais de capital na América Latina

Como foi visto, o papel dos capitais internacionais é decisivo para a estabilização de economias altamente inflacionárias, qualquer que seja o regime cambial escolhido. Portanto, é um equívoco pensar as experiências recentes de estabilização na América Latina sem observar as condições do mercado financeiro internacional, que garantiram a entrada de recursos necessária à sustentação dos planos.

De um modo geral, pode-se dizer que a evolução do mercado financeiro internacional foi bastante funcional para o desenho dos planos de estabilização implementados recentemente na América Latina.

Os dados mostram um forte crescimento do mercado internacional de crédito (tabela 1). Ainda que tenha apresentado taxas negativas ou insignificantes em alguns anos, em 1993 este mercado era quatro vezes maior que em 1983. Paralelamente a este expressivo crescimento, chama atenção a significativa alteração de sua composição a favor de títulos em detrimento de empréstimos.

Tabela 1
Mercado internacional de crédito (US\$ bilhões)

Ano	Total	Países desenvolvidos	Países em desenvolvimento	Instituições multilaterais	Tipo de títulos	Instrumento empréstimos
1983	157.8	112.5	36.6	1.1	77.1	80.7
1984	228.8	181.2	34.4	3.4	111.5	117.3
1985	279.1	230.5	30.1	5.3	169.1	110.1
1986	321.4	285.2	22.2	3.9	228.1	93.3
1987	303.7	260.2	27.8	3.7	180.8	122.9
1988	371.9	330.3	26.9	4.3	229.7	142.2
1989	385.3	345.0	22.7	4.7	255.8	129.5
1990	361.4	312.4	28.9	4.7	229.9	131.5
1991	432.5	374.0	42.2	1.7	308.7	123.8
1992	458.3	398.4	37.5	1.5	333.7	124.6
1993	620.0	521.7	71.3	6.3	481.0	139.0

Fonte: Nações Unidas

Mesmo apresentando características bastante distintas das que prevaleceram na década de 70, principalmente em termos de volume e composição, como naquele período, o mercado internacional de crédito tem permitido uma participação ativa de alguns países em desenvolvimento. Como indicam os dados da tabela 1, a partir de 1990 a participação dos países menos

desenvolvidos nos fluxos financeiros internacionais voltou a crescer após ter caído de um nível de 23%, em 1983, para apenas 6% em 1989.

Acompanhando a tendência internacional, os fluxos de capital para os países em desenvolvimento importadores de capital passaram por algumas modificações importantes. Como se observa na tabela 2, além de uma recuperação significativa dos créditos privados, que passam a responder por quase 50% do total, assiste-se a uma forte alteração em sua composição, com a colocação de títulos substituindo os empréstimos dos bancos.

Tabela 2
Variação da dívida externa
Países em desenvolvimento importadores de capital (US\$ bilhões)

	Total	Longo prazo				Curto prazo
		Total	Credores privados			
			Total	Títulos	Bancos Com.	
1984	24.3	32.6	25.5	-0.5	28.5	-8.3
1985	94.8	91.9	33.7	9.1	15.2	2.9
1986	102.3	104.9	35.3	2.9	25.8	-2.6
1987	154.0	132.8	40.0	3.4	25.0	21.2
1888	-12.0	-17.4	-16.4	3.2	-2.8	5.4
1989	19.8	2.6	-12.8	3.7	-11.7	17.2
1990	85.6	47.4	-4.7	58.7	-78.0	38.1
1991	68.4	45.3	7.5	9.1	-7.3	23.2
1992	46.6	23.3	12.5	12.3	-8.4	18.1
1993	91.4	78.9	46.6	39.5	...	12.2

Fonte: Nações Unidas/FMI

Especificamente quanto aos capitais destinados para a América Latina os dados revelam um crescimento significativo destes fluxos. A tabela 3 mostra que a conta de capitais tem crescido significativamente desde 1990, encontrando-se em torno de US\$ 62 bilhões anuais em 1992-93, valor bem mais elevado que a média de US\$ 15 bilhões anuais, em 1974-77, ou dos US\$ 32 bilhões do período 1978-82 que toda a América Latina recebeu no auge de seu endividamento externo. É importante observar que, do total de US\$ 188 bilhões que entraram no período 1990-93, apenas US\$ 23,7 bilhões, ou seja, 13%, foram na forma de investimento direto e o crédito oficial foi negativo em US\$ 23 bilhões.

Tabela 3
Balço de pagamentos da América Latina

Ano	Conta corrente	Conta capital*	Varição reservas
1974/77	-13,3	15,3	2,0
1978/82	-31,4	31,8	0,4
1983	-8,8	10,8	2,0
1984	-2,3	13,3	11,0
1985	-4,9	5,8	0,9
1886	-20,5	28,3	-7,8
1987	-13,4	18,2	4,8
1988	-12,0	19,1	-7,1
1989	-8,7	11,0	2,3
1990	-7,8	23,0	15,2
1991	-21,9	39,5	17,6
1992	-37,9	60,6	22,7
1993	-46,2	64,6	18,4

* inclui erros e omissões, pagamentos atrasados e financiamentos do FMI.

Fonte: Nações Unidas/FMI

Também de forma coerente em relação à tendência internacional, os títulos aumentaram sua participação na composição da dívida destes países, ao mesmo tempo em que o endividamento junto aos bancos comerciais caiu de 67% para 49%, fruto principalmente das conversões de dívida no período 1988-1990 (tabela 4).

Tabela 4
Variação da dívida externa - América Latina (US\$ bilhões)

	Total	Longo prazo				Curto prazo
		Total	Credores privados			
			Total	Títulos	Bancos comerciais	
1984	11,9	23,1	19,8	-0,6	-24,7	-11,2
1985	13,7	19,2	2,7	2,2	8,8	-5,5
1986	21,9	31,2	12,6	-0,3	15,3	-9,2
1987	39,7	31,2	6,5	-0,8	12,1	8,5
1888	-18,8	-23,0	-23,1	1,3	-10,6	4,3
1989	-4,8	-15,3	-18,4	1,1	-11,6	10,4
1990	22,5	4,8	-12,9	56,9	-74,4	17,7
1991	15,6	5,2	-2,3	2,9	-4,9	10,4
1992	7,7	3,0	3,2	2,3	-2,5	4,7
1993	16,7	18,8	12,8	29,0	...	-2,1

Fonte: Nações Unidas

Dado o seu volume, a questão da dinâmica destes fluxos de capital se coloca. Alguns, principalmente as autoridades governamentais destas economias, interpretam-os como sinal de recuperação da confiança em seus respectivos países. Outros, mais céticos, vêm no diferencial de juros provocado pela crise dos países desenvolvidos a razão principal deste redirecionamento dos fluxos.

Dentro da América Latina estes fluxos têm-se concentrado na Argentina, Brasil, Chile e México. Embora o discurso oficial enfatize os aspectos da recuperação da confiança nestas economias, o *timing* de entrada destes recursos permite levantar a hipótese de que fatores externos sejam os principais responsáveis por eles, ainda que não possam ser ignorados fatores de atração dentro destes países. Alguns países, como o Chile e o México, em um esforço de estabilização desde meados da década de 80, só tornaram-se atraentes para o capital externo no início da década de 90, enquanto outros, como o Brasil e a Argentina, passaram a receber estes fluxos com suas economias recém-estabilizadas, com reformas econômicas incipientes ou, até mesmo, sem estabilização. Como salientaram Calvo, Leiderman e Reinhart (1992, 1993), a queda nas taxas de juros internacionais, a evolução do balanço de pagamentos dos Estados Unidos, assim como a recessão contínua nos países desenvolvidos, encorajaram os investidores a redirecionar recursos para outros mercados. Na outra ponta, alguns eventos na América Latina fizeram com que esta tenha se tornado, novamente, um foco de atração destes recursos.

Como se observa na tabela 5, existem diferenças entre os fluxos de capitais para estes países. A conta de capitais, medida como a diferença entre a variação de reservas e o superávit em conta corrente¹¹ indica entrada de recursos da ordem de US\$ 25,1 bilhões no México, US\$ 8,1 bilhões na Argentina, US\$ 5,9 bilhões no Brasil e US\$ 2 bilhões no Chile, em termos de médias anuais para o período 1991-93. Estes recursos correspondem aproximadamente a 7,7% do PIB mexicano, 3,6% do argentino, 1,7% do brasileiro e 4,7% do chileno. As estimativas para 1994 indicam que os fluxos de capital ainda foram positivos para estes países mas, com exceção do Chile, a acumulação de reservas caiu significativamente, chegando inclusive a apresentar variação negativa no caso do México.

(11) Esta medida inclui: financiamentos do FMI, pagamentos de atrasados do país, erros e omissões.

Tabela 5
Principais itens do balanço de pagamentos

	Argentina	Brasil	Chile	México
Conta Corrente				
1990	4552	-3788	-598	-7117
1991	-672	-1408	142	-13785
1992	-6677	6275	-583	-22811
1993	-7568	-637	-2093	-23391
1994*	-10600	-1000	-500	-28700
Principais itens da conta de capitais				
Investimento direto				
1990	1836	236	249	2548
1991	2439	-42	563	4742
1992	4179	1308	737	5366
Investimento em portfólio				
1990	-1346	512	766	-5359
1991	-34	3808	93	9267
1992	-680	14466	-14	14095
1993	-9010
Variação de reservas internacionais				
1990	3129	-94	2439	3534
1991	1413	592	973	7863
1992	3985	14488	2127	1216
1993	4099	8083	472	6168
1994*	709	6594	3444	-18832

* Estimativas Almonacid e Lopes (1995)

Fonte: FMI

Outra diferença importante entre os países é observada na composição dos fluxos de capital. No México, no período 1991-92, o investimento direto foi equivalente a 43% do investimento em portfólio, enquanto que, no Brasil, a apenas 7%. O Chile, que recebeu grandes fluxos de investimento em portfólio no período 1989-90, teve, de modo semelhante ao da Argentina, saída líquida em 1992.¹²

(12) Estes dados devem ser analisados com cautela, pois refletem a participação do capital estrangeiro nos processos de privatização, com exceção do Brasil, e nas conversões de dívida ocorridas nesse período. Para 1994, a CEPAL estima que as privatizações na Argentina, Brasil, Colômbia, Jamaica e México tenham rendido, em conjunto, US\$ 1,8 bilhões.

Segundo a CEPAL (1994) a captação de recursos externos em carteira de ações efetuados nas bolsas locais e estrangeiras, principalmente na dos Estados Unidos, apresentaram ganhos elevados em 1993 e cresceram 9% em média nos primeiros oito meses de 1994. Mas, este ganho não foi uniforme na região: enquanto os preços das ações caíram 8% na Argentina, 8% no México e 26% na Venezuela, cresceram 47% no Brasil, 49% na Colômbia e 20% no Chile.

Neste período, cerca de cinquenta empresas latino-americanas transacionavam títulos de depósitos (ADR) no mercado americano. No primeiro semestre de 1994 as vendas de ações primárias foram de US\$ 2,1 bilhões, 19% menos que em igual período de 1993. O México respondeu por quase metade deste volume, seguido da Argentina e do Brasil.

Quanto às emissões internacionais de títulos, apesar de um número crescente de países latino-americanos participarem deste mercado, o México, como se observa na tabela 6, continua a responder por mais de 50% destas operações.¹³

Tabela 6
Emissão internacional de títulos - América Latina

	Total	México	Argentina	Brasil	Chile	Venezuela
1990	2760	2477	21	-	-	262
1991	7242	3782	795	1837	200	578
1992	12577	6100	1570	3655	120	932
1993	27397	10783	6233	6679	433	2348
1º sem. 1993	11577	6341	941	2962	333	535
1º sem. 1994	8852	4697	2367	1195	-	-

Fonte: CEPAL

Em termos gerais, após um crescimento contínuo entre 1990 e 1993, a colocação de títulos latino-americanas apresentou uma redução de 24% no primeiro semestre de 1994, em relação ao primeiro semestre de 1993, e de 44% com respeito ao segundo semestre de 1993. Quando se analisam os países individualmente, os comportamentos são diversos. A Argentina, após uma baixa emissão de títulos no primeiro semestre de 1993, apresenta uma forte recuperação no segundo. No segundo semestre de 1994 as emissões são elevadas, mas bem menores que no período anterior. No México, as emissões do primeiro semestre de 1994 são mais baixas que no mesmo período de 1993, mas um pouco mais elevadas que no segundo semestre daquele ano. Assim, até aquele momento, os incidentes políticos aparentemente não haviam afetado as emissões. Já na

(13) Países médios como a Colômbia, o Perú e o Uruguai já haviam colocado, até o segundo semestre de 1994, US\$ 899 milhões, US\$ 110 milhões e US\$ 340 milhões, respectivamente. Países pequenos, como Barbados, Bolívia e Costa Rica, lançaram títulos nesse mercado no primeiro semestre de 1994.

Venezuela, outro país com problemas políticos e econômicos, a não-colocação de novos títulos em 1994 parece refletir estes problemas. O Brasil e o Chile também reduziram suas colocações em todo o período.

A diminuição na colocação de títulos não foi característica exclusiva da América Latina, embora ali a redução tenha sido bem mais elevada que na totalidade do mercado mundial, que se retraiu em 12% no primeiro semestre de 1994, em relação a igual período de 1993 (CEPAL, 1994). Portanto, a redução observada reflete não apenas fenômenos locais de incerteza política e econômica mas, também, o desvio de recursos, resultante da elevação das taxas de juros internacionais a partir do início do ano, deste mercado.

Entre outras mudanças observadas, destacam-se uma queda no prazo médio dos empréstimos à região para menos de quatro anos; maior proporção de títulos a taxas de juros variáveis; aumento das margens sobre as taxas referenciais; e queda na participação do setor privado (CEPAL, 1994).

Assim, apesar de problemas domésticos em alguns países e da elevação nas taxas de juros internacionais, a América Latina pode continuar a receber fluxos de capital no futuro próximo, ainda que a composição dos mesmos, bem como prazos e taxas, possam variar significativamente. No primeiro semestre de 1995, por exemplo, alguns países como o Brasil e o México, que após a crise mexicana foram considerados fora do mercado por alguns analistas, voltaram a captar.

Isso não quer dizer, entretanto, que se pode contar com estes recursos em quaisquer circunstâncias. Além da piora dos prazos e taxas, o risco de uma fuga generalizada cresce a cada crise, independentemente das especificidades de cada país.

Conclusão

A análise dos fluxos de capital para a América Latina evidencia o fato de que estas economias estão atraindo principalmente recursos de curto prazo, em busca dos retornos propiciados pelos diferenciais de juros. Estes não são fluxos de longo prazo que aumentam, de fato, a poupança da economia. Como bem mostra a crise mexicana, grandes déficits de conta corrente só podem ser mantidos por períodos curtos e assim, a taxa de investimento destas economias continua restrita à sua poupança doméstica. Não obstante, estes recursos permitem a acumulação de reservas internacionais necessárias para deflagrar processos de estabilização, principalmente por meio de âncoras cambiais. Mas a mobilidade de capital internacional torna-se uma "faca de dois gumes": ou bem o governo se submete a uma disciplina rígida ou a estabilização torna-se não só temporária,

fruto da apreciação cambial, como perigosamente dependente da manutenção dos fluxos internacionais.

Lidia Goldenstein e Maria Carolina da Silva Leme
são professoras do Instituto de Economia da UNICAMP.

Referências bibliográficas

- ALESINA, A., DRAZEN, A. Why are stabilization delayed? *American Economic Review*, Nashville, 1994.
- ALMONACID, R., LOPES, L.F. Âncoras nominais e programas de estabilização: algumas considerações sobre experiências recentes. *Cadernos do Instituto Atlântico*, maio, 1995.
- CALVO, G., LEIDERMAN, L., REINHART, C. Capital inflows to Latin America: the 1970's and the 1990's. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1992. (*IMF Working Paper*, oct)
- _____. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America. *IMF Staff Papers*, Washington, D.C., v. 40, n. 1, mar. 1993
- COMISSION ECONOMICA PARA AMERICA LATINA Y EL CARIBE (CEPAL) Estudio economico de America Latina y el Caribe - Argentina. Nueva York: Naciones Unidas/CEPAL, 1994.
- _____. Estudio economico de America Latina y el Caribe - Mexico. Nueva York: Naciones Unidas/CEPAL, 1994.
- _____. Panorama economico de América Latina - 1994. Nueva York: Naciones Unidas/CEPAL, 1994.
- EDWARDS, S. *Exchange rates as nominal anchors*. New York: National Bureau of Economic Research, 1992. (Working papers series, n. 4246)
- KRUGMAN, P. Targets zones and exchange rates dynamics. *Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, Mass., v. 56, n. 3, 1991.
- MURPHY, R.L *Stabilization programs: a few recent experiences in Latin America*. Mangaratiba: mar. 1994. (Apresentado no Seminário Macroeconomic Structural and Social Policies for Growth. The Envolving Latin America Experience)
- RESENDE, A. L. O conselho da moeda: um órgão emissor independente. *Revista de Economia Política*, São Paulo, v. 12, n. 4, p. 113-20, out./dez. 1992.
- SVENSSON, L. E. O. An interpretation of recent reserch on exchange rate targets zones. *Journal of Economic Perspectives*, Nashville, v. 6, n. 4, p. 119-44, 1992.
- _____. Why exchange rate bands? Monetary independence in spite of fixed exchange rates. *Journal of Monetary Economics*, Amsterdam, v. 33, n. 1, p. 157-99, 1994.
- UNITED NATIONS. International resources transfers and financial development. *World Economic and Social Survey*, New York, cap. 4, p. 89-129, 1994.
- WERNER, A.M. *Realignment expectations and the optimal target zone*. Cambridge, Mass.: Massachussets Institute of Technology, 1994. mimeo.

Resumo

Este trabalho procura analisar o papel dos fluxos de recursos externos na sustentabilidade dos planos de estabilização para economias altamente inflacionárias, independentemente do regime cambial adotado.

Astract

This paper analyses the importance of capital flows on the sustainability of stabilization plans in highly inflationary economies, regardless of the exchange rate regime adopted.