

AS RESTRIÇÕES FINANCEIRAS À RETOMADA DO DESENVOLVIMENTO NA AMÉRICA LATINA*

Monica Baer

RESUMO

Este artigo recupera a discussão de um problema estrutural das economias latino-americanas, que é a questão do financiamento. A autora procura mostrar que, no atual contexto internacional de importantes mudanças na base produtiva e em função das consequências da crise da dívida externa, a retomada do desenvolvimento econômico na região exige a recuperação dos fluxos financeiros externos, essencialmente para superar as restrições cambial e de financiamento do setor público. Essa recuperação, entretanto, não pode ser esperada dos agentes financeiros privados internacionais, que, em função da crise do início dos anos 80 e da retomada da demanda por recursos nos países industrializados, voltaram suas prioridades para o mundo desenvolvido. Assim, o problema do financiamento do desenvolvimento está presente, ainda que alguns países possam estar beneficiando-se conjuntamente de uma maior entrada de capitais.

SUMMARY

This article reopens the discussion concerning a structural problem in Latin American economies: the question of finance. In the present international context of important changes in the productive base, and because of the consequences of the external debt crisis, the resumption of economic development in the region demands the recovery of external financial flows, essentially to overcome the exchange and finance restrictions of the public sector. This recovery, however, cannot be expected to come from private international financial agencies, who because of the crisis of the early 1980s and the resumption of demand for resources in industrialized nations, turned their priorities to the developed world. Thus, the problem of financing development remains present, though some countries may be deriving immediate benefits from a greater capital influx.

Introdução

Desde meados de 1990 vem ganhando força a idéia de que o pior das políticas de ajuste na região passou e que, embora lentamente, a América Latina poderia estar retomando a trilha do crescimento. Essa perspectiva de relativo otimismo pode ser associada a vários aspectos: um maior êxito no controle da inflação em alguns países; reformas de natureza mais profunda em andamento em algumas economias importantes, como abertura externa, esforços de ajuste fiscal e processos de privatização de empresas estatais; e

(*) Este artigo foi extraído de um trabalho mais amplo denominado *O vínculo ibero-americano com a Comunidade Européia e os desafios no âmbito financeiro*, elaborado para o Instituto Latinoamericano de Planificación Económica y Social (ILPES) das Nações Unidas, e que contou com o apoio da pesquisa de Marco Antônio Macedo.

expectativas otimistas quanto à Iniciativa das Américas, tanto em termos de uma maior dinâmica comercial no continente como da possibilidade de alguma redução do estoque da dívida externa.

Um outro fator determinante dessa perspectiva é a retomada de um influxo voluntário de capitais privados internacionais em alguns países da América Latina. Embora existam alguns aspectos conjunturais internacionais que estimularam a volta de algum capital privado — recessão nos países centrais, importante queda nas taxas de juros internacionais e diminuição de negócios de alto risco (como, por exemplo, o mercado de *junk-bonds*) — permanece a dúvida sobre se efetivamente as consequências da crise financeira do início da década de 80 para os países da América Latina foram superadas.

O objetivo deste artigo é avaliar se o problema do financiamento internacional pode efetivamente estar próximo de sua superação. Na primeira parte, tenta-se analisar as mudanças estruturais mais importantes que houve no mercado financeiro internacional a partir da crise e que tendem a dificultar a retomada de um fluxo significativo de recursos privados para países subdesenvolvidos altamente endividados. Na segunda parte, procura-se mostrar que o problema do financiamento continua sendo uma questão crucial para a retomada do desenvolvimento dos países na região. Os elementos que se inferem desta análise tendem a relativizar bastante o otimismo anteriormente apontado.

As mudanças financeiras internacionais na década de 80

A dinâmica que os fluxos de capital em nível internacional assumiram na última década está associada basicamente à crise financeira do final dos anos 70 e à retomada do crescimento nos países centrais a partir de 1983-4, num contexto de maior mobilidade de capitais e instabilidade das taxas de câmbio e de juros.

O aspecto mais relevante no comportamento dos fluxos de capital nos anos 80 é a crescente marginalização dos países em desenvolvimento desse processo, o que contrasta com os acontecimentos da década anterior.

Nos anos 70, uma parte importante dos países industrializados iniciou um intenso processo de reestruturação industrial, que, por um lado, deslocou investimentos produtivos para algumas regiões subdesenvolvidas e, por outro, reduziu a demanda destes países por recursos nos mercados financeiros, o que significou uma oferta relativamente abundante de créditos internacionais para países em desenvolvimento. Ou seja, na fase de baixo e não contínuo ritmo de crescimento nos países industrializados, alguns países em desenvolvimento sustentaram taxas de expansão relativamente elevadas, apoiadas em entradas importantes de recursos externos, tanto de capital de risco como de créditos.

Os anos 80 apresentam um comportamento muito diferente, basicamente a partir da retomada de um ciclo de crescimento sustentado no

âmbito dos países centrais. O fluxo de investimento estrangeiro direto (IED) cresceu a taxas aceleradas nessa área, quadruplicando seu valor entre 1985 e 1989, ao passo que aquele destinado aos países em desenvolvimento se manteve praticamente estancado em toda a década, o que fez com que a participação deste último no volume total de IED caísse de 24% no período 1975-9 para 14% em 1989. Também cabe notar que o comportamento é muito diferenciado entre os países em desenvolvimento. Nesse mesmo período, enquanto os Novos Países Industrializados (NPIs) asiáticos e os países da Associação das Nações do Sudeste Asiático (ANSEA¹) mantiveram sua participação no fluxo global entre 5% e 6%, o grupo dos países altamente endividados viu sua participação baixar de 13% para 4,5%.

(1) Indonésia, Malásia, Singapura e Tailândia.

Uma situação ainda pior se observa no fluxo de recursos financeiros. O fluxo líquido de créditos dos bancos internacionais para os países em desenvolvimento se tornou continuamente negativo a partir de 1987, exceto para os países do Leste Europeu (Tabela 1). Os financiamentos oficiais, embora tenham se expandido nesse período, de longe não compensaram a retração dos créditos privados.

Por último, a participação de agentes de países em desenvolvimento na captação de recursos via colocação internacional de títulos, que se desenvolveu intensamente na década de 80, também foi insignificante. Somente teve uma relevância maior para os países asiáticos.

Assim, a década de 80 se caracteriza para o conjunto dos países em desenvolvimento por uma significativa menor absorção de capitais. A sua participação no total do influxo bruto de capitais para economias diminuiu de 35% para 19% (Tabela 2) e não são poucos os países em desenvolvimento que passaram de importadores de capital na década de 70 a exportadores líquidos nos anos 80.

Essa evolução só pode ser entendida a partir dos acontecimentos no contexto econômico mais amplo. A política macroeconômica restritiva implementada no último período Carter, e posteriormente reforçada no início da gestão do presidente Reagan, teve basicamente duas repercussões. Primeiro, ao levar a economia mundial para uma recessão profunda, no período 1981-2, afetou importantes setores e agentes produtivos que se haviam endividado junto aos bancos privados ao longo da década de 70, tanto nos países industrializados, especialmente nos EUA, como nos países em desenvolvimento. O impacto negativo sobre *esses* setores/agentes rebateu no sistema financeiro, fragilizando especialmente os grandes bancos comerciais norte-americanos, que haviam sido os mais ativos na intermediação financeira nos anos 70.

Em função do maior risco de crédito, que se manifestou no início de 1980 com a primeira escalada das taxas de juros e se tornou evidente com a crise da dívida externa dos países em desenvolvimento em 1982, procurou-se fortalecer a posição dos bancos, como precaução contra uma possível crise sistêmica. Assim, os agentes financeiros, de sua parte, foram elevando os *spreads* para fazer frente ao crescente risco. Por sua vez, os bancos centrais dos países industrializados, especialmente depois de 1982, também se tornaram

mais exigentes em termos de capitalização e reservas de contingência dos bancos. Se, por um lado, essa política era necessária para enfrentar a extrema fragilidade dos grandes bancos internacionais, por outro, elevou o custo dos recursos obtidos junto ao sistema bancário, incentivando o processo de desintermediação financeira ².

A segunda repercussão que a rígida política monetária implementada pelos EUA teve foi intensificar significativamente as flutuações das taxas de câmbio e de juros, causando um grau de instabilidade anteriormente desconhecido nos mercados financeiros. Esse contexto de instabilidade criou uma importante demanda por instrumentos de transferência de risco de preço. Entre as inovações financeiras da década de 80, esses instrumentos foram os que mais se expandiram e os que maiores problemas trouxeram para a atividade reguladora desenvolvida pelas autoridades dos bancos centrais ³.

A retomada do crescimento da economia internacional a partir de meados de 1983 também condicionou a natureza que a dinâmica financeira assumiu nestes últimos anos. A retomada foi liderada pelos Estados Unidos, baseada numa política fiscal expansiva e numa política monetária passiva, o que causou os dois grandes desajustes macroeconômicos atualmente presentes no contexto das economias industrializadas: o déficit da balança de transações correntes e a conseqüente passagem dos EUA de economia credora a devedora; e o crescimento da dívida pública norte-americana e seu crescente financiamento por capitais externos ⁴.

A retomada dos investimentos por grandes empresas, num contexto de extrema fragilidade dos principais agentes financeiros internacionais, fez com que se estimulasse a desintermediação financeira. Quanto maior o porte da empresa e mais elevado o custo de intermediação bancária, maior o incentivo, para os tomadores de recursos, a apropriar-se dessa margem financeira. Foi exatamente a partir de 1983-4, quando se deu essa retomada, que se observou a dinamização dos mercados de capitais, que até então respondiam somente por um quinto dos recursos canalizados através do mercado financeiro internacional. No período 1984-6 a colocação líquida de títulos nesse mercado foi praticamente equivalente ao fluxo de empréstimos bancários; em 1985 chegou até a superá-lo em US\$ 28 bilhões (Tabela 3).

Nesse processo não se pode menosprezar o papel das grandes empresas norte-americanas. Dado que o sistema financeiro dos EUA foi o mais fragilizado pela crise, o incentivo para a captação direta de recursos pelas grandes empresas desse país foi maior. Além disso, como o mercado de capitais norte-americano tende a ser o mais dinâmico do ponto de vista das inovações, a captação de recursos no exterior por essas empresas também contribuiu significativamente para acelerar o processo de inovação nos outros mercados.

Em suma, as transformações financeiras da década de 80 parecem estar claramente associadas às seguintes mudanças importantes no contexto macroeconômico:

(2) Denomina-se desintermediação financeira, em contraposição à intermediação financeira, a troca de recursos entre agentes superavitários e deficitários através de um contato direto entre eles. Nesse caso, qualquer intervenção de um agente financeiro se restringe à simples gestão da operação, não envolvendo a estrutura ativa/passiva da instituição financeira.

(3) Entre os principais instrumentos de transferência de risco de preço encontram-se os *swaps*, opções e futuros, que foram objeto de estudo aprofundado pelo BIS, para que os bancos centrais dos países industrializados pudessem readequar o seu marco regulatório. Para maior referência, ver BIS. *Recent innovations in International banking*. Basileia, abril 1986.

(4) Para uma análise detalhada dos problemas e riscos que esses desajustes envolvem, algumas referências importantes são: Marris, S. *Deficits and the dollar: the World economy at risk*. Washington: Institute for International Economics, dez. 1985, e a versão atualizada de agosto de 1987; Friedman, B. "Implications of the U.S. net capital inflow", *NBER Working Paper* nº 878, 1987; Mishkin, F.S. "U.S. macroeconomic policy and performance in the 1980's: an Overview", *NBER Working Paper* nº 883, 1987.

- a) uma significativa fragilização do sistema financeiro e, mais especificamente, dos bancos comerciais norte-americanos;
- b) uma intensificação das flutuações das taxas de câmbio e juros e, conseqüentemente, do risco de preço;
- c) a retomada do crescimento da economia mundial liderada pelos EUA, com expansão dos investimentos de suas grandes empresas oligopolizadas e financiamento externo fornecido pelos países industrializados superavitários, especialmente o Japão.

Essas importantes transformações determinaram mudanças nas características de operação nos mercados financeiros. Os agentes desses mercados passaram a estar condicionados por uma preocupação central: enfrentar um contexto macroeconômico de maior instabilidade, em que tem aumentado a preferência pela liquidez. Assim, a dinâmica nesses mercados tem se orientado no sentido de uma crescente flexibilização dos instrumentos financeiros existentes e da criação de novos mecanismos, que permitam o encurtamento dos prazos — tentando dessa maneira reduzir o risco de crédito — e a transferência do risco de preço. Determinado por esses fins, o mercado vem desenvolvendo três processos básicos: a *securitization*⁵; a proliferação das *operações fora de balanço* das instituições financeiras, que abarcam essencialmente as negociações dos mecanismos de transferência de risco — swaps, opções e futuros⁶; e a globalização financeira.

Em relação ao primeiro processo, há um antecedente importante, que é o crescimento significativo dos mercados monetários em alguns países industrializados, em função dos déficits dos governos e de seu financiamento através de títulos públicos. No entanto, a emissão de títulos como forma de captação de recursos por parte dos agentes privados começou a assumir uma importância maior com a retomada dos investimentos produtivos nos países centrais em meados dos anos 80 e com a crise dos créditos sindicalizados outorgados aos países em desenvolvimento nos anos 70. O processo de securitização significa, por um lado, a captação direta de recursos por parte dos inversores produtivos, através da colocação de papéis próprios, podendo a atuação de instituições financeiras restringir-se única e exclusivamente à sua operacionalização. Por outro lado, nos anos 80, tal processo também corresponde a uma intensa flexibilização dos ativos das próprias instituições financeiras, isto é, sua transformação em instrumentos negociáveis, como reação à crescente instabilidade e ao risco de crédito que ativos de prazo mais longo significam neste contexto.

A *securitization*, para que cumpra seu objetivo de dar maior flexibilidade aos ativos financeiros, tem que vir acompanhada do segundo processo que caracteriza as mudanças financeiras nos anos 80: um intenso desenvolvimento dos mecanismos de transferência de risco. Existem hoje mercados organizados de *swaps*, opções e futuros que permitem ao investidor precaver-se contra o risco de preço causado pela significativa instabilidade das taxas de juros e de câmbio. Portanto, é o imbricamento da securitização com a ampla disponibilidade de mecanismos de transferência de risco que imprime atualmente a dinâmica aos mercados financeiros, que se caracteriza

(5) Na linguagem do mercado esse termo é traduzido como securitização, e significa a transformação dos ativos financeiros em instrumentos negociáveis no mercado.

(6) "Um *swap* é um contrato no qual as partes se comprometem a trocar um referencial financeiro como juros (*swap* de juros), câmbio (*swap* de divisas) ou de ambos parâmetros (*swap* cruzado). Uma opção é um contrato, de tempo determinado, que implica um direito, mas não uma obrigação, de comprar ou vender certos bens ou títulos a um preço especificado. Futuro é um contrato que obriga as partes envolvidas a comprar ou vender certos bens ou títulos a um preço especificado numa data (ou datas) estipulada(s) de ante mão. Este se diferencia do contrato a prazo (*forward*) por ser negociado em mercados organizados sob termos altamente normalizados." Berges, Ontiveros, Valero. "Nuevos instrumentos de financiación internacional". In: *Innovación Financiera, Papeles de Economía Española*, Nº 21. Madri: Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social, 1988.

por uma extrema flexibilidade em termos de taxas de remuneração, prazos e moedas.

O terceiro processo diz respeito a uma maior integração dos mercados financeiros dos países industrializados e destes com as unidades *off-shore*, o que apontaria no sentido de uma globalização financeira. Essa integração está associada tanto a uma diminuição significativa dos controles sobre os movimentos de capitais, como à concessão de maiores facilidades de acesso a instituições financeiras estrangeiras. A Comunidade Européia tem a liderança desse processo de globalização, que, na sua plenitude, significaria para os agentes dos países da região um acesso irrestrito a todos os serviços oferecidos por instituições financeiras instaladas na Europa, independentemente de sua origem.

A maior abertura externa dos sistemas financeiros nos países industrializados foi desencadeada, por um lado, pelos dois processos indicados anteriormente, na medida em que, nesse contexto de flexibilização, os controles dos movimentos de capital e as restrições de acesso aos mercados vigentes deixaram de ser efetivos. Em outras palavras, através da securitização e de uma combinação de *swaps* de moeda e juros, o demandante de recursos pode dispor de uma operação no mercado financeiro internacional equivalente à de um sistema financeiro de um país específico, ao qual ele não teria acesso direto. Por outro lado, a maior abertura externa também vem ocorrendo em função das mudanças no posicionamento estratégico dos principais países industrializados — Estados Unidos, Japão e Alemanha — no movimento transnacional de capitais, e quanto ao papel de suas moedas como meio circulante internacional.

Essas três transformações básicas vêm imprimindo mudanças estruturais importantes no mercado financeiro. Primeiro, a expressiva expansão do movimento nos mercados de capitais assume características diferentes das do passado. Como a dinâmica nesses mercados vem associada a uma intensa utilização de mecanismos que visam essencialmente o encurtamento do prazo e a cobertura de riscos, ela se aproxima cada vez mais das características de funcionamento dos mercados monetários. Segundo, os créditos sindicalizados outorgados pelos bancos nos anos 80 também se diferenciam dos do passado. Ao contrário do que acontecia nos anos 70, eles tendem a concentrar-se entre tomadores de recursos nos países industrializados, em apoio a suas operações de reestruturação industrial e incorporações⁷. Uma parte dos créditos dos bancos agora está associada à própria dinâmica de *securitization*, na medida em que são recursos que respaldam as operações de colocação de títulos administradas pelos agentes financeiros⁸.

Em resumo, nos anos 80, em função da crise dos agentes que se endividaram na década anterior e da conseqüente fragilização financeira, as instituições bancárias voltaram-se para os tomadores de recursos de primeira linha e vêm procurando expandir suas rendas com novas operações de serviços, algumas não desenvolvidas anteriormente por elas e muitas delas não refletidas em seus balanços. Nesse processo de reorientação das atividades, intensificou-se a concorrência entre as instituições financeiras, o que vem

(7) BIS. *59th Annual Report*. Basileia, junho 1989, cap. 5.

(8) Nesse sentido aponta-se para o desenvolvimento de linhas de crédito *stand-by*. Ver Ontiveros Baeza, E. "Cambios de orientación en la actividad de los mercados financieros internacionales: el retorno a la financiación bancaria". *Papeles de economía española*, nº 23, Fundación Fondo para la Investigación Económica y Social, 1988, pp. 61-2.

desencadeando reestruturações nos sistemas financeiros e pressões em favor de certas desregulações, também exigindo que as autoridades governamentais se adaptem a esse novo contexto de risco sistêmico mais elevado.

Os mecanismos de prevenção contra riscos — de crédito e de preço — são simples instrumentos de *transferência* de risco de um agente para outro. Isso tem duas conseqüências importantes. Em primeiro lugar, não há de fato uma eliminação do risco, porque o funcionamento do sistema supõe que haja avaliações distintas por parte dos agentes e que estas se compensem entre si. Não existe nenhum mecanismo de segurança que seja capaz de cobrir o risco do conjunto do sistema, em face de uma tendência de avaliação de risco que vá toda numa só direção. Assim, o risco sistêmico continua presente. Em segundo lugar, se isso for correto, a cobertura do risco individual também é limitada. Paradoxalmente, a demanda de precaução contra riscos aumenta com a elevação das tensões no mercado financeiro, ou seja, quando sua efetiva cobertura está menos assegurada.

No atual contexto, três fatores apontam no sentido de um aumento do risco sistêmico. Em primeiro lugar, como foi assinalado, a forte variação das taxas de juros e de câmbio no final dos anos 70 e princípio da década de 80 afetou importantes agentes da estrutura financeira, que continuam sendo elos frágeis na cadeia de relações do sistema. Em segundo lugar, essa fragilização e o desenvolvimento intenso das inovações financeiras promoveram a entrada de um grande número de novos agentes nos mercados financeiros e acirraram a concorrência entre eles. Por último, o desenvolvimento de uma ampla gama de mecanismos de *hedge* incrementa o espaço potencial para a arbitragem. Ou seja, os mercados financeiros dos países industrializados vivem na década de 80 um contexto de maior instabilidade dos dois referenciais básicos — juros e câmbio —, em que tanto investidores finais como as próprias instituições financeiras têm uma atitude agressiva de explorar nichos de rentabilidade financeira, exacerbando o movimento especulativo. Toda essa dinâmica se desenvolve num ambiente de maior mobilidade de capital e integração dos principais mercados financeiros, para o que tem contribuído o avanço tecnológico nas áreas da informática e das telecomunicações, em função do barateamento do custo de transmissão das informações, da rapidez no processamento dos dados e da facilidade de acesso a distintos mercados.

A instabilidade e os riscos que essa dinâmica nos mercados financeiros gera se explicitam basicamente de duas formas. Por um lado, tem havido um número significativo de falências de agentes financeiros, principalmente nos Estados Unidos, apesar de todo o esforço feito pelos órgãos governamentais e de seguro para socorrer as instituições maiores e impedir possíveis desdobramentos mais amplos sobre os mercados. Por outro lado, o *ranking* das principais instituições financeiras internacionais tem sido muito cambiante, seja ao longo do tempo como também em relação a distintos indicadores, o que reflete alterações abruptas de posição.

Nesse contexto de elevada instabilidade, tudo indica que os órgãos governamentais, que devem zelar pela segurança dos sistemas financeiros

nacionais, especialmente os bancos centrais, têm uma capacidade limitada para impedir que essa instabilidade desencadeie uma crise sistêmica. A consciência dessa limitação gerou dois movimentos extremamente importantes e que não podem ser negligenciados ao avaliar-se o potencial de crise sistêmica. Por um lado, as autoridades governamentais dos países centrais vêm desenvolvendo um esforço importante no sentido de aperfeiçoar os mecanismos de regulação a partir de avaliações de risco mais coerentes com essa nova dinâmica financeira, que se combina com uma maior coordenação macroeconômica, apesar de todos os obstáculos que ela defronta, tanto econômicos quanto políticos. Por outro lado, observa-se uma maior intervenção dos grandes bancos privados no sentido de criar válvulas de segurança preliminar no sistema — por exemplo, linhas de crédito interbancárias garantidas — e até de atuar como credores de última instância em combinação com o banco central⁹.

Diante desse comportamento dos fluxos de capitais e da dinâmica que se observa nos mercados financeiros internacionais na década de 80, dois desdobramentos preocupam essencialmente do ponto de vista das dificuldades financeiras enfrentadas pelos países latino-americanos. Em primeiro lugar, o apoio que essa dinâmica financeira estende aos investimentos produtivos. Nesse sentido é muito claro que os desenvolvimentos no âmbito financeiro vêm favorecendo basicamente as grandes corporações, pois são elas as únicas que têm acesso aos mercados organizados de novos instrumentos financeiros.

*Colocação de títulos e financiamento internacional são desenvolvimentos que ainda se referem a poucas empresas muito grandes, competitivas e em expansão. Tamanho, reputação e credenciais são condições essenciais para levantar fundos nos mercados financeiros internacionais*¹⁰.

Portanto, as vantagens das inovações financeiras ficam praticamente restritas aos tomadores de primeira linha, não se observando uma redução no custo de intermediação financeira para o conjunto dos tomadores de recursos.

A maior seletividade no acesso dos agentes econômicos aos mecanismos financeiros mais desenvolvidos faz com que, do ponto de vista da reestruturação produtiva, se viva praticamente uma situação de dualidade. Por um lado, encontram-se as grandes corporações, especialmente as de setores dinâmicos, que além de terem uma maior capacidade de autofinanciamento são as que têm as melhores condições de alavancar seu poder financeiro com recursos de terceiros. Por outro lado, encontram-se as empresas de porte menor e/ou situadas em setores econômicos menos dinâmicos, que não só têm menor capacidade de captação de recursos financeiros como arcam com maiores custos e riscos em função da instabilidade. Essa dualidade se projeta assim numa expansão dinâmica das

(9) Padoan, P.C. "La inestabilidad financiera internacional y la acción colectiva: implicaciones para los países desarrollados". In: Tello Macías, C. e Durán, CR. (comp.) *Crisis financiera y mecanismos de contención*. Mexico: UNAM/FCE, 1990, p. 49

(10) OECD. *Structural adjustment and economic performance*. Paris, 1987, p. 167.

grandes empresas e destas em setores com grandes avanços tecnológicos, que se contrapõe a dificuldades significativas encontradas por corporações menores ou localizadas em setores tradicionais, que só são superadas na medida em que há um engajamento decisivo das autoridades públicas. O aprofundamento do poder diferenciado dos agentes econômicos em função das características que assumiu a dinâmica financeira na década de 80 é um elemento fundamental para explicar o intenso movimento de fusões e incorporações de empresas em situação financeira crítica.

Assim, parece haver indicações bastante evidentes de que a atual dinâmica financeira se articula com um intenso processo de concentração de capital, liderado por grandes empresas localizadas principalmente em novos setores dinâmicos, aprofundando as dificuldades de financiamento nas áreas tradicionais e de infra-estrutura.

O segundo desdobramento que preocupa do ponto de vista das dificuldades financeiras enfrentadas pelos países latino-americanos é como a maior diversidade e liquidez dos instrumentos financeiros internacionais facilita a fuga de capitais. A causa básica dos problemas de fuga encontra-se nos desajustes macroeconômicos e na falta de perspectivas de crescimento sustentado que vivem as economias latino-americanas no atual contexto. No entanto, a facilidade com que os agentes movimentam seus capitais e encontram refúgios nos mercados financeiros internacionais, que garantem

TABELA 1
Créditos bancários para os países em desenvolvimento^a

US\$ bilhões

	Fluxos ajustados pelas variações cambiais								Enfoque em fim de set. 1990
	Médias anuais								
	1972-82	1983-90							
Empréstimos líquidos totais ^d	28,0	-19,0	6,0	16,0	-38,0	-28,0	-59,0	-54,0	93,0
OPEP ^e	-10,0	0,0	-6,0	23,0	-17,0	-6,0	-9,0	2,0	-55,0
Países menos desenvolvidos não export. de petróleo	26,0	-19,0	5,0	-10,0	-22,0	-15,0	-45,0	-55,0	-44,0
Leste Europeu	2,0	2,0	3,0	3,0	3,0	4,0	9,0	-1,0	59,0
Outros países desenvolvidos ^f	10,0	-2,0	4,0	0,0	-2,0	-11,0	-14,0	0,0	45,0

(a) Estimativa dos fluxos de recursos entre os bancos da área do BIS e grupos de países que não pertencem à região do BIS.

(b) A partir de 1984 os dados incluem as posições dos bancos da Finlândia, Noruega, Espanha, Barein e Antilhas Holandesas, bem como de todos os bancos nas Bahamas, Ilhas Cayman, Hong Kong e Singapura.

(c) Refere-se aos três primeiros trimestres de 1990, em valores nominais.

(d) Empréstimos menos variações nos depósitos: um sinal negativo indica um aumento líquido nos depósitos.

(e) Inclui também Brunei, Omã e Trinidad e Tobago, mas exclui Barein a partir de 1984.

(f) Países desenvolvidos não pertencentes à área do BIS.

Fonte: BIS. "International banking and financial market developments" e dados históricos. In: Turner, P. "Capital flows in the 1980s: a survey of major trends". *BIS Economic Papers*, n.º 30, Basileia, April 1991.

rentabilidade e alta liquidez, tende a ser mais um atrativo para deixar o país em crise, agravando o problema do financiamento nessas economias.

Portanto, em termos gerais, as tendências que se observam nos comportamentos dos fluxos de capitais e na dinâmica dos mercados financeiros internacionais não parecem favoráveis às economias em desenvolvimento endividadas, como é o caso da maioria dos países latino-americanos. Diante dessa realidade, parece estratégico rediscutir as necessidades de financiamento do desenvolvimento e o papel que a cooperação pode exercer para enfrentar esse desafio no novo contexto.

Os desafios para a América Latina: inserção internacional e financiamento do desenvolvimento

A partir da reestruturação e expansão dos investimentos produtivos nos países industrializados e da retração da oferta de recursos financeiros para os países em desenvolvimento, estes últimos precisam redefinir a natureza da sua inserção internacional. Os desdobramentos da crise na década de 70 haviam condicionado um tipo de articulação com as economias dos países centrais que, prospectivamente, precisa ser revista em função dos impactos dos avanços tecnológicos e das políticas governamentais em torno dos mesmos.

Nos anos 70 a inserção produtiva da região latino-americana se caracterizou por três aspectos básicos, ainda que sua importância relativa possa ter sido muito diferente para cada um dos países. Em primeiro lugar, em função do choque de preços das matérias-primas e da elevação do custo energético e de transportes, houve um ímpeto de expansão associado à exploração e ao processamento de alguns insumos básicos e produtos agrícolas. Isso fez com que, por um lado, a região passasse a ter uma presença maior na exportação de insumos básicos na área da química e de alguns metais (ferro, aço, alumínio). Por outro lado, no entanto, em função da crise e da política de auto-suficiência alimentar praticada nos países industrializados, a região também sofreu alterações importantes no seu padrão de exportação de produtos agropecuários. Um exemplo dessa alteração foi a expansão das exportações do complexo soja e a retração das exportações de carne em função da política de auto-suficiência na região européia.

A segunda característica da inserção internacional de países da América Latina nesse período diz respeito à expansão das exportações de produtos manufaturados, concentradas em bens de consumo. Um determinante importante desse novo perfil de comércio exterior, que se restringe a alguns países, foi o custo relativamente mais barato da mão-de-obra na região quando comparado com o dos países centrais.

Por último, nesse período alguns poucos países latino-americanos também tentaram avançar na constituição de um setor de bens de capital

TABELA 2

Entrada de capitais nos países industrializados e em desenvolvimento^a
(médias anuais em US\$ bilhões)

	1975-79	1980-84	1985-89
Países industrializados	99,1	175,7	463,3
Setor público	21,0	40,1	63,8
Setor privado ^b	78,1	135,6	399,5
Países em desenvolvimento	52,1	105,5	110,0
Setor público	32,1	66,7	74,3
Setor privado ^b	19,9	338,8	35,8

(a) Soma de entradas brutas, excluindo-se os movimentos de reserva.

(b) Investimento direto em títulos (inclusive títulos públicos) mais empréstimos bancários de longo prazo. Então excluídos os empréstimos bancários de curto prazo.

Fonte: Dados originais de FMI. "Balance of payments Statistics", em Turner, Philip. "Capital flows in the 1980s: a survey of major trends". *BIS Economic Papers*, n° 30, Basileia, April 1991.

para ampliar a capacitação tecnológica de seus sistemas produtivos, pretendendo dessa maneira alcançar uma inserção internacional mais dinâmica.

Esses três desdobramentos, que contribuíram para o crescimento da região nos anos 70, vêm entretanto enfrentando importantes desafios a partir da recessão mundial e da crise da dívida externa no início dos anos 80. Em primeiro lugar, houve a retração da demanda por algumas matérias-primas, com a conseqüente queda de preços. Além disso, com os avanços tecnológicos nas áreas de novos materiais e da biotecnologia, a inserção internacional baseada na exploração e no processamento de matérias-primas e produtos agrícolas se apresenta prospectivamente como muito incerta, já que pode sofrer reveses importantes.

Em segundo lugar, os avanços tecnológicos trazidos pela microeletrônica e informática ao processo de produção e sua organização diminuíram o peso relativo dos custos com mão-de-obra e exigem dela uma qualificação e uma versatilidade muito maiores. Com isso, a produção de algumas manufaturas, que nos anos 70 se havia deslocado para a periferia com o fim de aproveitar a vantagem da mão-de-obra barata, pode voltar a concentrar-se nos países industrializados. Assim, os países subdesenvolvidos, que nas duas últimas décadas tiveram uma inserção internacional mais dinâmica através da expansão de suas exportações de produtos manufaturados, podem perder sua posição nos mercados conquistados caso não consigam atualizar-se tecnologicamente.

Em terceiro lugar, em função da crise de financiamento externo e da retração do crescimento das economias latino-americanas ao longo de toda a década de 80, os poucos países que fizeram esforços para desenvolver algumas áreas do setor de bens de capital encontram esse setor altamente desestruturado, descapitalizado e desatualizado tecnologicamente. Portan-

to, apresenta-se o desafio de reestruturá-lo e atualizá-lo, o que seria uma das condições mínimas para conquistar algum espaço nas áreas de fronteira tecnológica e que terão um papel estratégico na dinâmica de crescimento no futuro.

O problema da reestruturação e modernização das capacidades produtivas é, portanto, uma questão crucial para uma inserção dinâmica das economias latino-americanas no cenário mundial. Seria incorreto e superficial afirmar que ao longo de todos esses anos de crise nada aconteceu na região. Em alguns países — inclusive de modo não dissociado de um ajuste macroeconômico profundo e de altos custos sociais — os problemas de curto prazo estão mais equacionados e algumas definições quanto à natureza de sua inserção internacional começam a tomar forma. Na maioria dos países da região, entretanto, a gestão da política de curto prazo ainda continua tão difícil e os problemas estruturais de tal magnitude, que o Estado não consegue exercer sequer minimamente sua função de coordenar os distintos interesses para as decisões estratégicas necessárias à definição de um novo padrão de crescimento.

Há bastante clareza de que essa função do Estado, em termos prospectivos, assume contornos muito distintos daqueles do Estado Desenvolvimentista no passado. No entanto, a limitação do Estado, mesmo para adequar-se aos novos desafios, encontra-se na sua profunda crise de financiamento. Esta, que em parte se deve a dificuldades internas — queda real da receita tributária, descontrole na política de subsídios, dificuldades para enfrentar interesses clientelísticos e corporativos etc. —, também está diretamente associada ao impacto monetário-financeiro internacional no início dos anos 80, que potencializou o problema da dívida externa. Enquanto o Estado não conseguir recuperar sua capacidade de financiamen-

TABELA 3

Financiamentos no mercado financeiro internacional

	Estoque em dez. 1983	Fluxo							Estoque em dez. 1990 ^a
		1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	
A. Créditos internacionais líquidos	1.240	90	105	205	320	260	410	380	3.350
B. Colocação líquida de títulos		86	133	169	130	158	181	163	1.584
no Euromercado		5	10	13	23	20	7	32	1.584
no mercado internacional	320	81	123	156	107	138	174	131	1.473
C. A + B - Total	1.560	176	238	370	450	418	591	543	4.934

(a) Por razões do método de apuração dos dados, a soma dos fluxos não equivale ao valor dos estoques.

Fonte: BIS. *59th and 60th Annual Report*, junho de 1989 e 1991.

to, tende a predominar uma política econômica exclusivamente de curto prazo e errática, que inviabiliza qualquer processo substantivo de expansão dos investimentos necessários à reestruturação e modernização.

A questão do financiamento do investimento privado aparentemente é mais fácil de encaminhar. As empresas que sobreviveram à crise tendem a apresentar uma situação financeira satisfatória e podem recorrer ao sistema financeiro nacional e internacional a fim de atender sua demanda de recursos de terceiros. Na medida em que grandes empresas apresentam capacidade de gerar receitas em moedas fortes, ou seja, têm uma inserção internacional dinâmica e, portanto, podem esquivar o problema do "risco país", elas têm a possibilidade de tomar recursos no mercado internacional, como se vem observando crescentemente nos últimos dois anos na América Latina¹¹. Além disso, restabelecido um mínimo horizonte confiável de planejamento a partir de uma coerência entre as medidas de política econômica de curto e longo prazos, deveria apresentar-se um processo de repatriamento de capitais e mesmo a retomada de um influxo mais expressivo de IED. As prioridades dos fluxos de IED podem não estar concentradas na região, mas é muito provável que a participação da América Latina nos fluxos mundiais possa voltar a aumentar com a retomada do desenvolvimento. Por último, superando-se o processo inflacionário crônico, abre-se a possibilidade de readequar as estruturas financeiras dos países latino-americanos para que cumpram a função de suprir os recursos demandados pelos investidores produtivos.

O foco do problema se encontra em dois âmbitos: na superação da restrição cambial e no financiamento do setor público. Com relação ao primeiro, a expansão dos investimentos e a modernização tecnológica supõem capacidade de importação e, portanto, divisas, que dificilmente estarão disponíveis mantendo-se os atuais níveis do serviço da dívida externa e a restrita entrada de recursos novos. Para ter-se uma idéia, nos anos 1988 e 1989, as transferências anuais líquidas da região latino-americana ao exterior giraram em torno de US\$ 28 bilhões¹². O acesso recente de algumas empresas ao mercado financeiro internacional resolve o problema de financiamento dessas empresas, mas não a restrição externa do ponto de vista macroeconômico. Ademais, mesmo que esses investimentos ajudem a incrementar a capacidade competitiva internacional do parque produtivo latino-americano, existe um tempo de maturação destes projetos e não se deve esperar resultados imediatos em termos de capacidade exportadora. Ou seja, na perspectiva de um processo de retomada do desenvolvimento econômico, a América Latina necessita de uma maior disponibilidade de divisas para empreender a modernização. Nesse sentido, o desajuste externo criado a partir da crise da dívida no início dos anos 80 continua representando um problema de ordem cambial.

O outro âmbito crítico se refere à dificuldade de recuperar a capacidade de financiamento do Estado. Esse constrangimento, em parte não desprezível, está vinculado à dimensão do serviço da dívida externa, pois entre 80% e 90% dele é de responsabilidade do setor público. No entanto,

(11) CEPAL. "El regreso de países latinoamericanos al mercado internacional de capitales privados: una nota preliminar". LC/R.991/Rev.1, 1/7/1991.

(12) CEPAL. *Anuario estadístico de América Latina y el Caribe*. Santiago, 1990.

ele também se deve a importantes obstáculos internos para realizar avanços no sentido de recuperar minimamente as finanças públicas, o que passa por medidas abrangentes e reformas profundas nos campos tributário, tarifário, das atividades produtivas exercidas pelas empresas estatais e da readequação da máquina administrativa. A grande dificuldade que os países latino-americanos enfrentam é abarcar as restrições financeiras internas e internacionais simultaneamente. Sem essa simultaneidade e abrangência das medidas, o "equilíbrio" fiscal em geral tende a ter custo social elevado e ser muito frágil, sem desencadear a retomada sustentada dos investimentos privados.

Portanto, embora entre os países da América Latina a situação possa ser diferenciada (o que inclusive tem aprofundado a heterogeneidade entre eles, com importantes consequências políticas para a região), os dilemas da inserção internacional para a retomada do desenvolvimento continuam presentes. Entre esses dilemas, os problemas da restrição cambial e do financiamento do setor público se apresentam como cruciais, e sua efetiva superação passa por profundas reformas internas no âmbito público e por uma postura internacional distinta do passado com relação à questão da dívida externa.



Assim, levando em consideração as mudanças no contexto financeiro internacional e as questões cruciais à retomada do desenvolvimento, fica evidente que agentes econômicos altamente qualificados podem ter capacidade de atrair novos recursos financeiros para a região e que aspectos conjunturais internacionais também podem favorecer transitoriamente a entrada de capitais. No entanto, até o momento não se vislumbra aspectos permanentes de superação do problema da restrição financeira externa que, sem lugar à dúvida, é uma das condições indispensáveis para a retomada do desenvolvimento.

Palavras-chave:

América Latina; desenvolvimento; restrições financeiras; mercado financeiro internacional; desintermediação financeira.

Keywords:

Latin America; development; financial constraints; International financial market; financial disintermediation.

Monica Baer é pesquisadora do Cebap e professora do Instituto de Economia da Unicamp. Já publicou nesta revista "O Plano Brady" (Nº 24).

Novos Estudos

CEBRAP

Nº 33, julho 1992

pp. 173-186
