

SISTEMA FINANCEIRO INTERNACIONAL

OPORTUNIDADES E RESTRIÇÕES AO FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO*

Monica Baer

RESUMO

O objetivo desta análise é avaliar em que medida o recente influxo de capitais para a América Latina, e mais especificamente para o Brasil, pode contribuir para a concretização de uma etapa de desenvolvimento sustentado na região. Após praticamente uma década de fortes restrições financeiras externas a partir da eclosão da crise da dívida externa, a volta de capitais privados voluntários em volume considerável e os processos de securitização das dívidas externas, nos moldes da Proposta Brady, geraram um significativo otimismo quanto à superação destas restrições. Embora haja bastante clareza quanto ao contexto no qual se vem dando esta reinserção financeira internacional da América Latina na década de 90 e à natureza de uma parte significativa destes recursos, isso não se dá quanto à sustentabilidade deste fluxo e sua contribuição para uma futura etapa de desenvolvimento. Este texto pretende levantar algumas questões para estimular o debate neste sentido.

Palavras-chave: Sistema Financeiro Internacional; desenvolvimento; América Latina.

SUMMARY

This analysis seeks to evaluate how recent capital flows into Latin America, especially Brazil, may contribute in consolidating a stage of sustainable development in the region. After nearly a decade of strong, external financial restrictions that grew out of the foreign debt crisis, the voluntary return of a significant volume of private investments along with the process of transforming foreign debts into securities, following Brady Plan guidelines, have generated considerable optimism as to overcoming these restrictions. While the context in which Latin America's reinsertion into the international financial world is taking place and the nature of a significant part of these resources remain clear, there is less discussion surrounding the sustainability of this process and its contribution to a future stage of development. This article intends to raise a few issues in order to stimulate discussion.

Keywords: International Financing System; development; Latin America.

Introdução

Este trabalho tenta avaliar a reinserção financeira internacional da América Latina, e especificamente do Brasil, nos anos 90 e sua possível contribuição a uma etapa de desenvolvimento sustentado na região. O artigo foi elaborado no final de novembro de 1994. Desde então o mundo assistiu à crise mexicana e à falência do Banco Bahrings. Dada a importância destes acontecimentos, eles não poderiam

(*) Este artigo foi elaborado com o apoio do convênio CEPAL/IPEA e discutido no seminário "Restrições Macroeconômicas para a Transformação Produtiva com Equidade no Brasil", nos dias 6 e 7 de abril/95 em Brasília. O IPEA espera publicar em livro o conjunto de estudos resultantes deste convênio.

deixar de ser ao menos citados numa análise sobre a temática financeira internacional publicada agora. Entretanto, optei por manter o artigo na sua forma original, porque ele aponta para os perigos que a própria crise mexicana revelou e para outros obstáculos financeiros à retomada de um ciclo de desenvolvimento sustentado e socialmente mais equilibrado, revelando, conseqüentemente, sua plena atualidade. O trabalho está dividido em duas partes. Na primeira procura-se inserir a recente retomada dos fluxos de capitais à América Latina no contexto mais amplo da dinâmica financeira internacional, discutir sua sustentabilidade e avaliar em que condições contribuirá para o desenvolvimento da região. Na segunda parte analisa-se especificamente a inserção do Brasil nesta dinâmica e em que medida, do ponto de vista qualitativo, ela condiz com as necessidades de financiamento para o desenvolvimento.

1. A dinâmica financeira internacional recente e as necessidades de financiamento externo de países em desenvolvimento

No período 1984-90, o mercado financeiro privado internacional voltou a expandir-se fortemente, estimulado essencialmente pelo crescimento e a retomada dos investimentos nos países centrais.

Como se pode observar na *Tabela 1*, na segunda metade da década de 80, o volume anual de créditos internacionais mais que duplicou e a colocação líquida de títulos quase triplicou em relação à média dos cinco anos imediatamente anteriores. Estes recursos financeiros mantiveram-se, entretanto, concentrados na própria região desenvolvida. De 1983 até 1990 inclusive, com exceção dos países do Leste Europeu, praticamente o conjunto dos países em desenvolvimento teve saídas líquidas de empréstimos e apresentou uma participação pouco significativa em operações de *portfolio* (*Tabelas 2 e 3*).

Tabela 1

Financiamentos no Mercado Financeiro Internacional

	(US\$ bilhões)					
	Média anual					
	1980-1984	1985-1990	1990	1991	1992	1993
Créditos internacionais líquidos	119	294	465	80	195	165
Colocação líquida de títulos	53	157	165	205	160	257
Total	172	451	630	285	355	422

Fonte: BIS, *Annual Report*, junho de 1985, 1989, 1992, 1994.

No comportamento do fluxo de recursos financeiros internacionais desde a ruptura do padrão monetário de Bretton Woods, chama a atenção uma *assincronia entre países industrializados e a grande maioria dos países em desenvolvimento*. Na década de 70, passado o impacto mais imediato do primeiro choque de petróleo, o fácil acesso de países em desenvolvimento ao mercado financeiro internacional privado correspondeu a uma retração do crescimento nos países centrais e uma exportação líquida de capitais destas economias. Na década de 80, após a crise da dívida, a retomada do crescimento nos países industrializados, liderada pelos EUA

REFERÊNCIAS

Baer, Monica. O financiamento externo da economia brasileira diante das mudanças no contexto internacional: Uma avaliação do período recente. Brasília: Fundação Alexandre de Gusmão/ IPRI, junho 1993 (Cadernos do IPRI — Edição Especial).

———. *O rumo perdido: A crise fiscal e financeira do Estado brasileiro*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.

Banco Mundial. *World debt tables: External debt of developing countries*. Washington, edição 1993-1994.

BIS. *64th Annual Report*. Basileia: BIS, 1994.

Bretton Woods Commission. *Bretton Woods: Looking to the future*. Commission Report. Washington, julho 1994.

CEPAL. *Repunte de los flujos de capital y el desarrollo: Implicaciones para las políticas económicas*. Santiago de Chile, Série Financiamiento del Desarrollo, agosto 1994.

Ffrench-Davis, Ricardo & Titelman, Daniel & Uthoff, Andras. *International competitiveness and the macroeconomics of capital account opening*. Santiago de Chile: CEPAL, agosto 1994, working paper n° 29.

Gonzalez, MJ.F. et alii. *O Brasil e o Banco Mundial. Um diagnóstico das relações econômicas: 1949-1989*. Brasília: IPEA/ IPLAN, 1990.

Nações Unidas. *World Economic and Social Survey*. New York: Nações Unidas, 1994.

Silva Leme, Maria Carolina. *Os planos de estabilização e os fluxos internacionais de capital*. São Paulo: Cebrap/Funag/ PNUD, novembro 1994, mimeo.

Turner, Philip. *Capital flows in Latin America: a new phase?* Basileia: BIS, 1994, mimeo.

e baseada num crescente financiamento internacional, manteve as economias em desenvolvimento, com exceção das asiáticas, sob uma forte restrição financeira externa. Foi inclusive esta vigorosa expansão financeira internacional junto a novos tomadores de recursos de primeira linha, concentrados nos países industrializados, que permitiu administrar o problema da dívida externa sem, de fato, resolvê-lo¹. Para os agentes financeiros, o estoque de ativos não cobrável tornou-se relativamente pequeno frente ao volume de novos e "saudáveis" ativos, o que permitiu implementar o processo de securitização das dívidas externas e sancionou, do ponto de vista dos credores, o controle sobre o problema das dívidas externas².

(1) Por resolução do problema da dívida externa entende-se um processo que compatibilize definitivamente o fluxo e as condições de pagamento desta dívida com a capacidade econômico-financeira do país devedor, que não comprometa o seu processo de desenvolvimento.

(2) Baer, 1993, pp. 58-9.

Tabela 2

Créditos Bancários para os Países em Desenvolvimento¹

	Fluxos ajustados pelas variações cambiais (US\$ bilhões)									
	Médias anuais									
	1979-82	1983-90	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	
Empréstimos líquidos totais ²	28,0	-24,7	6,0	16,0	-38,0	-28,0	-59,0	-104,1	20,1	
OPEP	-10,0	-3,2	-6,0	23,0	-17,0	-6,0	-9,0	-27,7	9,4	
Países menos desenvolvidos não exportadores de petróleo	26,0	-20,9	5,0	-10,0	-22,0	-15,0	-45,0	-70,6	9,6	
Leste Europeu	2,0	1,6	3,0	3,0	3,0	4,0	9,0	-4,0	-3,0	
Outros países centrais menos desenvolvidos ³	10,0	-2,2	4,0	0,0	-2,0	-11,0	-14,0	-1,8	4,0	

Fontes: BIS, *International banking and financial market developments* e dados históricos, in: Turner, P. "Capital flows in the 1980's: A survey of major trends", BIS Economic Papers, nº 30, Basileia, abril/1991. Ajustamos 1990 e acrescentamos 1991 conforme BIS, *International banking and financial market developments*, maio/92, p. 8.

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

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

(3) Países centrais não pertencentes à área do BIS.

Esta assincronia também se manifesta nos anos 90. A partir de 1991 observa-se novamente o afluxo de um volume significativo de recursos financeiros voluntários para a região em desenvolvimento (*Tabela 4*), período em que inclusive há um arrefecimento do mercado financeiro internacional (*Tabela 1*), relacionado com a retração do crescimento nos países industrializados em 1991-2, que até agora parece haver-se revertido somente nos EUA. No ano de 1991, quando a entrada de capitais na região em desenvolvimento deu um salto significativo, até os EUA, que nos anos 80 foram sistematicamente absorvedores líquidos de capitais, se apresentaram como exportadores (*Tabela 4*).

Em suma, cabe destacar que o fluxo de recursos financeiros privados para os países em desenvolvimento, e mais especificamente para a América Latina, é, antes de mais nada, condicionado pela dinâmica do crescimento nos países centrais e pela absorção de recursos por seus agentes de primeira linha, indicando um

comportamento assincrônico desta absorção entre as economias industrializadas e a região latino-americana..

Tabela 3
Indicadores de Investimento de *Portfólio* nos Países Desenvolvidos e em Desenvolvimento

A. Emissões de bônus internacionais ¹ (US\$ bilhões)							
	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Países desenvolvidos	96,8	147,2	212,3	166,6	213,4	240,4	207,1
Países em desenvolvimento	3,8	6,9	4,3	3,1	4,2	2,6	3,6
Sete economias dinâmicas na Ásia ²	2,7	4,9	1,8	0,8	1,1	1,5	2,4
Leste Europeu	...	0,4	0,3	0,5	1,4	2,2	1,6
Bancos internacionais de desenvolvimento ³	7,9	10,7	9,2	10,3	8,0	10,3	14,6
B. Capitalização no mercado acionário (US\$ bilhões)							
	1980	1984	1988	1989	1990 ⁴		
Países desenvolvidos	2.592,	3.293,9	9.402,8	11.005,4	8.985,0		
Países em desenvolvimento	146,0	129,6	466,9	724,6	544,0		
Sete economias dinâmicas na Ásia ²	87,0	73,2	345,1	559,2	410,0		
América Latina ⁵	39,9	37,0	57,8	83,0	74,0		

Fontes: BIS, *International banking and financial market developments* e dados históricos, in: Turner, P. "Capital flows in the 1980's: A survey of major trends", BIS Economic Papers, n° 30, Basileia, abril/1991. Ajustamos 1990 e acrescentamos 1991 conforme BIS, *International banking and financial market developments*, maio/92, p. 8.

(1) Bônus internacionais e emissões tradicionais de bônus externos.

(2) Hong Kong, Singapura, Coreia do Sul, Formosa, Indonésia, Malásia e Tailândia.

(3) Bancos de Desenvolvimento da África e da Ásia, BIRD, BID e CFI.

(4) Estimativa.

(5) Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Uruguai e Venezuela.

Esta afirmação tem dois desdobramentos imediatos para o debate em torno da problemática dos países da região. Em primeiro lugar, o recente retorno de recursos financeiros não foi determinado pelos esforços de ajuste interno e a estabilização nestas economias. Ademais, para reforçar este ponto, o afluxo aconteceu tanto em economias previamente estabilizadas como em não-estabilizadas, nestas últimas inclusive viabilizando a implementação e sustentação de processos de estabilização³. Em segundo lugar, na medida em que o afluxo de recursos financeiros está condicionado pela dinâmica nos países industrializados, o risco de uma reversão do comportamento destes capitais e o pouco controle que se tem sobre este processo são aspectos que precisam estar constantemente presentes na gestão da política econômica dos países da América Latina.

Do ponto de vista da contribuição que estes capitais privados podem vir a dar ao processo de desenvolvimento, duas questões precisariam ser avaliadas. A primeira se refere à *sustentabilidade deste afluxo de capitais* para a região no médio prazo. Um aspecto neste sentido diz respeito à natureza dos capitais que estão entrando. Ao contrário do que se observa nos países asiáticos, na América Latina ainda predominam os investimentos de *portfolio* (Tabela 5), embora

(3) A importância do financiamento externo para os processos de estabilização na América Latina é discutido por M. Damill, R. Frenkel, J.M. Fanelli e G. Rozenwurcel em "Perspectivas de crescimento para a América Latina", *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, n° 36, Rio de Janeiro, julho-setembro 1993.

também haja algumas diferenças entre os países da região. Estes investimentos de carteira foram estimulados basicamente por três fatores. Em primeiro lugar, pela queda das taxas de juros nos EUA e uma elevação significativa da rentabilidade financeira na América Latina, associada às políticas monetárias restritivas implementadas no bojo dos programas de estabilização. Ou seja, um primeiro fator condicionante da entrada de capitais foi o significativo diferencial das taxas de juros. Em segundo lugar, e não dissociado do primeiro aspecto, se flexibilizou significativamente a legislação relativa a investimentos estrangeiros de *portfolio*, dando efetiva mobilidade a estes capitais, com o que estes recursos foram atraídos para a região via fundos de investimento estrangeiros. Em terceiro lugar, em alguns países o fluxo de capitais também foi atraído pelo processo de privatização de empresas estatais.

O primeiro e o último destes aspectos dificilmente se sustentarão no médio e longo prazo. Como o custo de manter este elevado diferencial de taxas de juros é internamente muito alto para os países em desenvolvimento⁴, supõe-se que a tendência seja de uma maior aproximação destas taxas. Por outro lado, a privatização é um processo finito e sua capacidade de atrair capitais no futuro é muito diferenciada entre os países. Assim, não surgindo novos fatores de atração além dos que estimularam a entrada de capitais a partir de 1990-1, pode haver um arrefecimento deste afluxo. Esta tendência pode ser especialmente problemática para aquelas economias nas quais a recente entrada de capitais foi acompanhada de um crescente déficit em conta corrente e que, portanto, agora dependem da continuidade destes capitais externos para sustentar seu balanço de pagamentos. Embora todas as economias da região tenham acumulado volumes significativos de reservas em moeda estrangeira, não há dúvida de que este novo capital estrangeiro goza de maior mobilidade, o que em situações de déficit em transações correntes não deixa de representar riscos potenciais para a gestão da política econômica.

(4) No atual contexto de políticas antiinflacionárias, a expansão monetária correspondente à entrada de capitais externos precisa ser esterilizada, causando um elevado custo financeiro referente a dívida pública interna, que exigirá a sustentação de um superávit fiscal primário significativo.

Tabela 4
Fluxos Internacionais de Capitais (em termos líquidos)
(US\$ bilhões)
Médias anuais

	1976-80	1981-85	1986-90	1991	1992	1993 ¹
Estados Unidos	-9,3	55,9	99,7	-13,5	24,4	41,3
Japão	-0,3	-23,0	-63,9	-90,0	-118,9	-108,0
Europa Ocidental	27,1	2,6	15,3	75,0	55,7	-20,6
Países em desenvolvimento	15,8	40,9	37,4	126,4	143,0	159,5
NICs asiáticos ²	4,1	3,5	-6,0	3,5	5,0	7,2
Outros asiáticos	6,4	15,2	22,3	36,0	48,1	50,0
América Latina	22,6	12,5	8,8	34,2	57,5	67,4

Fonte: BIS, *Annual Report*, junho 1994.

Sinal negativo indica saída de capitais.

(1) Parcialmente estimado.

(2) Excluindo Hong Kong.

Tabela 5
Entrada Bruta de Capitais nos Países em Desenvolvimento:
Investimento Estrangeiro Direto (IED) versus *Portfolio* (PF)
(US\$ bilhões)

		Médias anuais				
		1975-1982	1983-1990	1991	1992	1993
Total	IED	10,3	18,4	35,2	46,5	63,4
	PF	2,3	6,2	26,9	33,4	87,0
Ásia ¹	IED	2,3	8,9	19,6	28,5	44,0
	PF	0,5	1,6	3,5	5,8	22,9
América Latina	IED	4,3	4,9	11,2	13,5	15,0
	PF	1,7	3,3	22,5	24,4	61,8

Fonte: Turner, 1994. (1) Exclui Hong Kong.

Esta recente etapa de endividamento externo da América Latina, detonada pela nova entrada de capitais a partir de 1990, se bem não elimina o risco de novas crises cambiais, detém características diferentes das que ocorreram na década de 70. Como se pode observar na *Tabela 6*, o estoque de créditos externos privados vem diminuindo sistematicamente e a nova etapa se caracteriza pela crescente detenção de ativos de risco pelas investidores estrangeiros. Assim, o impacto interno de uma possível saída destes capitais deveria ser muito diferente daquele que implicou a crise da dívida externa em 1982. Por outro lado, no entanto, o interesse dos investidores estrangeiros em manter ou ampliar sua carteira de ativos desta natureza no país depende das oportunidades e dos riscos que a região venha a oferecer em comparação com outras regiões.

Tabela 6
América Latina: Variação da Dívida Externa, por Tipo de Passivos
(US\$ bilhões)

Ano	Total	Longo prazo					Curto prazo
		Total	Credores privados			Bancos comerciais	
			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	
1988	-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: Silva Leme, M. C., 1994, com dados originais das Nações Unidas.

Isso nos remete ao segundo aspecto crucial para pensar a contribuição que estes capitais possam vir a dar a uma futura etapa de desenvolvimento, que é sua

vinculação com o *conteúdo da política macroeconômica*. Até agora, toda a prioridade da política econômica na maior parte dos países da América Latina esteve voltada para o processo de estabilização dos preços, no qual o retorno de capitais externos cumpriu um papel importante. Permitiu superar a restrição financeira externa e com isso estabilizar a taxa de câmbio, variável macroeconômica fundamental no processo de estabilização. Também ampliou a capacidade de importação destas economias, permitindo desta maneira aliviar pressões internas de preços.

O dilema encontra-se na consolidação do processo de estabilização e *na passagem para a etapa de crescimento sustentado. Em primeiro lugar, a definitiva estabilização, além da superação da restrição financeira externa, supõe o equacionamento do desajuste financeiro-fiscal interno do setor público. As políticas de elevadas taxas de juros e de contenção da demanda dificultam a superação deste desajuste, porque oneram o custo de rolagem da dívida interna e limitam a arrecadação fiscal. Dado o elevado estoque de dívida pública, a superação definitiva do desajuste financeiro-fiscal do Estado torna necessária a retomada do crescimento em bases financeiras sólidas, o que exige, antes de mais nada, *o fortalecimento do processo de poupança interna para consolidar a base de financiamento*. Tudo indica que, na maior parte dos países da América Latina, este fortalecimento ainda enfrenta dificuldades para concretizar-se. A *Tabela 7* revela que a taxa de poupança interna na América Latina como um todo não só é relativamente baixa como ainda diminuiu desde 1990, ao contrário do que se observa nas economias dinâmicas da Ásia.

Tabela 7
Países em Desenvolvimento: Taxas de Investimento, Poupança e
Transferências Líquidas (em porcentagem do PIB)

	Taxa de investimento bruto				Taxa de poupança doméstica				Transferência líquida de recursos			
	1980	1985	1990	1992	1980	1985	1990	1992	1980	1985	1990	1992
Todos os países em desenvolvimento	26,1	23,4	25,5	25,5	27,1	23,9	26,5	24,4	(1,0)	(0,5)	(1,0)	1,0
América Latina	24,2	18,2	19,7	19,6	22,8	23,0	22,0	18,3	1,4	(4,8)	(2,3)	1,3
África	26,4	20,7	20,8	18,7	26,2	20,2	19,9	16,7	0,2	0,5	1,0	2,0
Ásia Ocidental	25,4	20,0	21,5	26,2	42,1	18,9	26,2	23,9	(16,8)	1,1	(4,7)	2,2
Sudeste Asiático	26,2	24,4	30,1	29,9	23,9	24,5	29,4	29,4	2,3	(0,1)	0,8	0,5
Mediterrâneo	22,5	21,5	23,5	22,8	14,4	17,8	18,7	19,8	8,2	3,7	4,8	2,9

Fonte: Nações Unidas, *World Economic and Social Survey*, 1994, Anexo Estatístico, p. 267.

Portanto, esta nova etapa de reinserção financeira internacional tem que vir acompanhada do desenvolvimento de uma sólida base de financiamento interno, a partir de uma taxa de poupança interna mais elevada e um adequado processo de intermediação financeira em apoio ao desenvolvimento. Na medida em que a contrapartida do

financiamento interno não se concretiza, a significativa dependência de capitais externos representa riscos não desprezíveis para a sustentação do crescimento.

O segundo desafio no âmbito macroeconômico a ser enfrentado na etapa de consolidação do processo de estabilização e na passagem para a retomada de uma etapa de crescimento sustentado é a *elevação da taxa de investimentos*, pois ela é fundamental para ampliar a oferta de bens nestas economias em bases mais competitivas. Nos países em que uma parte importante da entrada de capitais se dá através de investimentos estrangeiros diretos, esta condição se realiza automaticamente. No entanto, nas economias onde esta entrada assume essencialmente a forma de investimentos de carteira, a maior disponibilidade de recursos financeiros pode implicar simplesmente maior consumo, prejudicando inclusive o próprio esforço de estabilização dos preços. Neste sentido, os dados para a América Latina como um todo são novamente bastante decepcionantes, pois ao aumento significativo na entrada líquida de capitais externos e à redução nas transferências por conta de serviços financeiros desde 1991 não correspondeu um aumento equivalente nas taxas de investimentos, com exceção do Chile (*Tabelas 7 e 8*). Como estes países conviveram com baixas taxas de investimentos praticamente ao longo de toda a década de 80, especialmente na área de infra-estrutura, o atraso na retomada de investimentos estratégicos (do ponto de vista da competitividade sistêmica) compromete inclusive o próprio processo de estabilização e a inserção produtivo-comercial internacional destas economias.

Tabela 8
Investimento Fixo Bruto (em % do PIB)

Regiões/Países	1975-1982	1983-1990	1991-1993
América Latina ¹	23,5	19,8	20,0
Argentina	24,6	18,0	16,6
Brasil	22,6	20,0	19,6
Chile	16,4	19,3	24,2
México	24,9	21,1	22,7
NICs asiáticos ²	30,9	28,0	32,0
China	30,9	37,3	35,5
Outros asiáticos ³	25,0	29,2	36,7

Fonte: Turner, 1994.

(1) Inclui Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Equador, México, Peru, Uruguai e Venezuela.

(2) Inclui Hong Kong, Singapura, Coreia do Sul e Taiwan.

(3) Inclui Indonésia, Malásia e Tailândia.

Assim, na medida em que houvesse uma recuperação significativa das taxas de investimentos nas economias latino-americanas, seria de esperar a sustentação e até o aumento do fluxo de capitais externos, que, independentemente de sua mobilidade potencial, encontrariam na região maiores garantias de uma nova etapa de consolidação da estabilização e crescimento com inserção internacional, não somente financeira mas também produtivo-comercial. A própria recuperação das taxas de investimentos poderia contar com uma renovada participação de investimentos estrangeiros diretos.

O terceiro aspecto macroeconômico crucial na passagem da atual etapa de estabilização para sua consolidação e a retomada do crescimento se refere a *um*

adequado patamar da taxa de câmbio, que concilie o objetivo da estabilização com a retomada do crescimento em bases internacionalmente competitivas. Nos últimos anos, como toda prioridade esteve colocada nos processos de estabilização, em algumas economias latino-americanas a entrada de capitais foi acompanhada da valorização das moedas nacionais. Na medida em que este processo de valorização precede ou não é acompanhado da retomada de investimentos produtivos e de aumentos de produtividade, estas economias perdem competitividade internacional, o que tende a causar déficits em conta corrente de natureza estrutural. Um processo de endividamento externo nestas condições, com capitais com grande mobilidade potencial, implica elevado risco de uma crise cambial, pela possível reversão do fluxo de recursos externos e a fuga de capitais, quando o risco cambial não é mais coberto nem pelo elevado diferencial de taxas de juros.

Neste sentido também é bastante ilustrativa a diferença nas políticas perseguidas pelas economias latino-americanas quando comparadas com as asiáticas. Além de sustentarem elevadas taxas de investimento desde os anos 80, que determinaram importantes ganhos de produtividade, estas mantêm um patamar bastante estável das taxas de câmbio, quando comparado com o das economias latino-americanas, o que se reflete na sua inusitada *performance* exportadora (*Tabelas 9 e 10*).

Tabela 9

Evolução da Taxa Real Efetiva de Câmbio para
Alguns Países em Desenvolvimento
(média de 1990 = 100)

	1985	1989	1990	1991	1992	1993
América Latina						
Argentina	123,8	85,1	100,0	119,0	116,4	118,4
Brasil	71,8	83,2	100,0	75,8	71,0	79,6
Chile	127,6	101,6	100,0	106,6	114,0	114,2
México	125,6	107,5	100,0	106,2	107,7	116,7
Venezuela	178,2	120,4	100,0	98,2	97,2	100,8
Ásia						
Indonésia	176,4	102,7	100,0	100,5	99,2	101,2
Malásia	153,7	103,0	100,0	98,4	106,2	108,2
Filipinas	128,4	106,2	100,0	96,9	105,5	96,7
Coréia do Sul	104,5	107,8	100,0	97,3	88,1	85,6
Singapura	116,5	95,5	100,0	102,4	104,9	105,9
Taiwan	99,9	107,1	100,0	97,2	95,9	92,9

Fonte: Nações Unidas, *World Economic and Social Survey*, 1994, Anexo Estatístico, p. 269 (os dados originais são do Morgan Guaranty Trust Company, *World Financial Markets*).

Para a consolidação do processo de estabilização, a retomada dos investimentos de longo prazo e uma inserção produtivo-comercial dinâmica em nível internacional é importante que a taxa de câmbio real seja relativamente estável e previsível. Isso significa que se torna necessário proteger o patamar da taxa de câmbio de distorções provocadas pela grande mobilidade dos fluxos financeiros, que podem provocar as distorções anteriormente apontadas, desestimulando os investimentos produtivos e provocando desajustes mais permanentes em transa-

ções correntes. Ainda cabe advertir, neste sentido, para o risco de que os interesses financeiros obstaculizem a implementação dos reajustes cambiais necessários no tempo devido. Na medida em que predominem capitais cujo interesse exclusivo é a arbitragem da rentabilidade financeira, estes procurarão postergar ao máximo os reajustes na taxa nominal de câmbio, para maximizar os ganhos desta arbitragem⁵.

(5) Ver L.G. de Mello Belluzzo. "O presidente eleito, políticos e economistas". *Folha de S. Paulo*, 11.12.94.

Tabela 10

América Latina e Ásia: Evolução da Conta de Transações Correntes, 1985-93
(US\$ bilhões)

	1985	1990	1991	1992	1993
América Latina					
Exportações de bens	99,2	128,3	127,1	133,3	140,5
Importações de bens (FOB)	-67,1	-103,8	-121,2	-146,1	-157,0
Balança comercial	32,0	24,5	6,0	-12,8	-16,5
Serviços e transferências	-36,9	-32,3	-27,8	-25,1	-29,7
Rendimentos de investimentos	-36,1	-35,8	-32,0	-30,1	-31,6
Conta corrente	-4,9	-7,8	-21,9	-37,9	-46,2
Sudeste Asiático					
Exportações de bens	196,7	433,0	492,6	558,3	619,3
Importações de bens (FOB)	-206,1	-432,5	-493,3	-558,5	-629,7
Balança comercial	-9,4	0,4	-0,8	-0,3	-10,4
Serviços e transferências	-5,6	-5,2	-4,6	-7,5	-8,1
Rendimentos de investimentos	-11,5	-8,4	-9,3	-11,3	-13,5
Conta corrente	-15,0	-4,8	-5,3	-7,8	-18,5

Fonte: Nações Unidas, *World Economic and Social Survey*, 1994, Anexo Estatístico, p. 284.

Em suma, a recente etapa de reinserção financeira das economias latino-americanas no mercado privado internacional não está dissociada de uma menor demanda por recursos nos países centrais, tendência que pode reverter-se e afetar sua oferta para a região. Além deste condicionante externo, se ele mantiver um comportamento positivo, a sustentação ou ampliação do fluxo de capitais privados para a região depende da consolidação de um efetivo processo de ajuste macroeconômico interno, que supõe o fortalecimento da taxa de poupança e do processo de financiamento internos, a retomada dos investimentos para aumentar a oferta interna de bens e a competitividade nestas economias, e uma política cambial previsível, coerente com a consolidação da estabilização e a retomada do crescimento. Em outras palavras, se as economias latino-americanas avançarem na direção de uma etapa de crescimento sustentado, com um aprofundamento de sua inserção produtivo-comercial em bases macroeconômicas sólidas, é possível esperar-se não só a sustentação dos atuais fluxos de recursos financeiros privados para a região, mas sua ampliação com uma maior participação de investimentos estrangeiros diretos em algumas economias.

Isso nos leva à consideração de um último aspecto, que se refere à importância dos recursos financeiros externos oficiais, bilaterais e multilaterais, para a consolidação de uma nova etapa de crescimento. A recente entrada de capitais privados na América Latina ocorreu nos moldes da dinâmica financeira internacional, que sofreu grandes transformações nos anos 80 com os processos de securitização e a expansão dos instrumentos de seguro de preço — *swaps*, opções e futuros de câmbio e de

juros. O acesso a estes mercados organizados é, entretanto, muito mais seletivo do que foi o mercado de crédito internacional dos anos 70, atendendo essencialmente à demanda de recursos de grandes empresas internacionais e agentes de primeira linha⁶. Isso faz com que o setor público em geral, exceto empresas públicas financeiramente sólidas e com personalidade jurídica própria, tenha sua capacidade de financiamento externo fortemente restringida. Como revelam os dados da *Tabela 11*, o financiamento externo privado para o setor público se reduziu fortemente desde a crise da dívida e tornou-se até negativo, em termos líquidos, na maior parte dos anos desde 1989. Ao mesmo tempo, os recursos oficiais para o financiamento do setor público também se mantêm extremamente restritos.

Ou seja, a retomada do financiamento externo aconteceu para uma parte dos agentes econômicos, isto é, para os *first best borrowers*. No entanto, deste processo estão excluídos todos aqueles agentes que não se qualificam em termos de tamanho e risco, essencialmente empresas de menor porte e aquela parte do setor público cujas obrigações se concentram na infra-estrutura social. Uma parte deste agentes, principalmente os privados, pode ter acesso a recursos externos intermediados pelos agentes financeiros (grandes bancos nacionais e estrangeiros) que têm acesso ao mercado internacional. Pagam, no entanto, um custo financeiro já mais elevado.

Entretanto, o setor público responsável pela infra-estrutura básica depende exclusivamente de recursos próprios e internos, o que nos remete novamente à questão crucial anteriormente assinalada, que é o aumento da taxa de poupança interna, e mais especificamente o aumento da taxa de poupança do setor público. No entanto, como este é um processo de longa maturação, é fundamental a sustentação e ampliação dos financiamentos externos oficiais, em condições de contratação e aplicação melhoradas, para que efetivamente os investimentos públicos apresentem o retorno esperado.

(6) Para maior referência, ver Baer, 1993, pp. 56-8.

Tabela 11
Fluxo Líquido de Financiamento ao Setor Público da América Latina
e do Caribe, por origem credora¹
(US\$ bilhões)

	1970	1980	1990	1991	1992	1993 ²
Total	1.943	17.355	5.444	3.901	-4.452	6.921
Credores oficiais	834	4.707	6.457	2.435	311	3.437
Multilaterais	412	2.259	4.225	1.590	921	2.887
Bilaterais	422	2.448	2.232	845	-610	551
Credores privados	1.110	12.648	-1.013	1.466	-4.763	3.484

Fonte: Banco Mundial, *World Debt Tables — External Debt of Developing Countries* — corresponde à rubrica *Net Flows on Debt*, edição 1993-1994.

(1) Fluxo líquido de crédito ao setor público e ao setor privado, garantido pelo Estado.

(2) Projetado.

Em suma, é importante frisar que a recente entrada de capitais externos na região pode cobrir a demanda de recursos de uma parte dos agentes atuantes no processo de desenvolvimento, especialmente as empresas econômica e financeiramente sólidas e de porte maior. No entanto, outros agentes, e mais especificamente o setor público em geral, não têm acesso ao mercado financeiro internacional privado, ao mesmo tempo em que os recursos oficiais se mantêm restritos e muitas vezes em condições inadequadas aos investimentos a que se destinam. Assim, se a preocupação é com um efetivo

processo de desenvolvimento, se torna necessário fortalecer, antes de mais nada, a taxa de poupança do setor público. Mas como este processo, em princípio, se torna mais viável num contexto de crescimento, e este exige de imediato investimentos estratégicos do setor público, os recursos financeiros externos oficiais, em condições compatíveis com os retornos que os respectivos investimentos podem render, se tornam absolutamente imprescindíveis. Portanto, discordamos da interpretação que defende que a retomada dos fluxos de recursos privados resolveu o problema do financiamento dos países da região. Pelas razões acima apontadas, até o momento o financiamento de um efetivo processo de desenvolvimento destas economias ainda demanda créditos oficiais, cujas condições de empréstimo e aplicação merecem uma revisão profunda para melhorar sua efetiva contribuição ao desenvolvimento.

2. A atual reinserção do Brasil no mercado financeiro internacional e as necessidades de financiamento para o desenvolvimento

A natureza da retomada dos fluxos de capitais externos para a economia brasileira reforça os argumentos anteriormente assinalados na análise para a América Latina. Em primeiro lugar, o afluxo de capitais privados ao país aconteceu muito antes do êxito do processo de estabilização e se reforçou exatamente em 1991, ano de recessão nos Estados Unidos, Alemanha e Japão (*Tabela 12*). A substantiva entrada de capitais de 1992 em diante permitiu ao país acumular um volume significativo de reservas, aspecto crucial na aplicação da última estratégia de estabilização, que começou a ser implantada a partir de meados de 1993 com o Plano Real.

Em segundo lugar, a reinserção do Brasil no mercado financeiro privado internacional revela a plena exploração das inovações financeiras por parte dos agentes brasileiros e estrangeiros. A entrada de capitais ocorre essencialmente pela colocação de títulos (notas, *commercial papers*, bônus) por agentes brasileiros no exterior e pelo crescente investimento em carteira por parte de estrangeiros no país. Por outro lado, se observa um permanente fluxo negativo no que se refere aos créditos bancários. Ou seja, o Brasil implementou as mudanças regulatórias que permitiram agilizar os investimentos de *portfolio* e há agentes econômicos instalados no país perfeitamente aptos para aceder ao mercado financeiro internacional. Neste período recente, os estímulos nesse sentido foram muito fortes, pelo elevado diferencial entre a taxa de juros brasileira e a vigente no exterior.

Portanto, no caso do Brasil, não há dúvida de que uma parte importante dos agentes econômicos tem condições de manter uma inserção ativa no mercado financeiro internacional e outros agentes, que não têm condições de operar diretamente neste mercado, com certeza podem ser servidos via agentes financeiros, nacionais e estrangeiros, aqui instalados. Neste âmbito, a preocupação se restringe a compatibilizar este fluxo de recursos financeiros com a estratégia da gestão macroeconômica em geral. Neste sentido, dois aspectos parecem cruciais, o monitoramento do patamar da taxa de câmbio e a regulação da mobilidade dos capitais.

No entanto, como também revelam os dados da *Tabela 12*, a entrada de investimento estrangeiro direto até o momento tem sido pouco relevante comparativamente ao fluxo financeiro global. Por outro lado, o país tampouco vem recuperando suas taxas de investimento (*Tabela 8*). Assim, para sustentar esta entrada de recursos privados é importante que o processo de estabilização se consolide e que haja uma retomada dos investimentos produtivos. Caso essa tendência se concretize,

pode-se esperar que o volume de investimento estrangeiro direto cresça, principalmente se levarmos em consideração que uma parte substantiva do processo de privatização e a concessão de serviços públicos ainda está por acontecer.

Tabela 12
Brasil: Movimento Líquido de Capitais, 1989-94
(US\$ milhões)

	1989	1990	1991 ¹	1992 ¹	1993 ¹	1994 ²
TOTAL	-3.202	-627	2.378	6.269	10.746	6.794
Investimento estrangeiro	-398	384	1.083	2.860	7.071	7.020
IED	-341	280	505	1.156	397	1.215
<i>Portfolio</i>	-57	104	578	1.704	6.594	4.397
Fundos	...	...	...	...	80	1.408
Empréstimos	-1.495	-960	2.267	6.084	6.599	1.526
Intercompanhias	-136	88	131	481	350	5
<i>Commercial papers</i>		461	1.743	1.009	-79	-198
Bônus	-334	22	1.105	780	101	113
Bancos	-1.014	-1.524	-1.269	-65	-823	-914
Notas	...	...	280	3.873	6.361	1.989
Securitização	...	...	278	10	693	181
Demais	-11	-7	-1	-4	-4	350
Financiamentos	-1.309	-51	-972	-2.675	-2.924	-1.752
Organismos internacionais	-165	-397	-305	-636	-727	-579
Agências governamentais	-890	-145	-176	-988	-1.119	-515
<i>Suppliers/Buyers</i>	-254	491	-491	-1.051	-1.078	-658

Fonte: Banco Central do Brasil, DEPEC/DIBAP.

(1) Preliminar.

(2) Preliminar e referente ao 1º semestre somente.

A área problemática do financiamento externo concentra-se no setor público. Como os dados da *Tabela 12* também revelam, os financiamentos oficiais vêm apresentando uma permanente saída líquida, o que significa maiores restrições financeiras ao setor público, que já sofre um profundo desajuste financeiro-fiscal. Este fluxo negativo se explica por duas razões: um acúmulo significativo de projetos no passado, cujo cronograma de amortização concentrou-se neste período; e crescentes obstáculos para ampliar a carteira de projetos novos, que poderia compensar as amortizações.

Uma primeira ordem de problemas gira em torno das condicionalidades ampliadas que os organismos financeiros multilaterais vêm aplicando e da difícil situação macroeconômica. Além das exigências específicas com respeito aos projetos, seus parâmetros estão cada vez mais atrelados a variáveis de desempenho macroeconômico, o que vem dificultando a implementação de novos projetos e atrasando e/ou paralisando o desembolso de projetos já em andamento. Esta política foi instituída pelo BIRD, mas acabou sendo adotada também pelo BID, que se tornou uma fonte de financiamento importante para o setor público brasileiro, pois envolve um montante de recursos de aproximadamente um bilhão de dólares anuais. Por sua vez, as dificuldades encontradas na gestão da política econômica interna não só enfraquecem o poder de negociação em geral das autoridades

brasileiras junto a estes órgãos, como obstaculizam a administração específica da carteira de projetos.

Uma segunda ordem de problemas diz respeito aos custos destes recursos com relação à natureza de alguns projetos aos quais se destinam. Os organismos multilaterais vêm priorizando as áreas de investimentos sociais e de meio ambiente, ainda que o BID também continue apoiando o setor de infra-estrutura. Contudo, por ser um país de renda média, o patamar dos custos financeiros que alcançam os empréstimos oficiais ao Brasil é muito elevado comparado com o retorno que se possa esperar dos investimentos nestas áreas⁷.

No caso dos financiamentos oficiais bilaterais, os provenientes do Japão e da Alemanha ganharam preponderância, sendo que os alemães têm destinado praticamente todos os seus recursos à área do meio ambiente. Além de seguirem em grande parte as orientações estabelecidas pelos organismos financeiros multilaterais, o principal obstáculo na ampliação do montante destes recursos consiste na exigência do Clube de Paris em manter o aval do FMI, que, em função das dificuldades macroeconômicas internas, tem sido muito difícil de obter.

Assim, a ampliação das condicionalidades macroeconômicas num contexto de grandes dificuldades na gestão da política econômica interna e os relativamente elevados custos a que os recursos oficiais são emprestados significam graves restrições na captação destes financiamentos.

Existem três obstáculos adicionais, de natureza estritamente *interna*, que não podem ser menosprezados. Em primeiro lugar, dadas as restrições fiscais enfrentadas pelo setor público brasileiro, a ausência e a gestão *ad hoc* das contrapartidas de recursos internos aos projetos financiados pelos organismos financeiros internacionais têm atrasado sua execução e, conseqüentemente, encarecido e prejudicado estes projetos. Em segundo lugar, conflitos internos entre as distintas esferas de governo vêm afetando o andamento de projetos, porque o governo federal consta como avalista e responsável pela aplicação dos recursos frente aos organismos internacionais, e no seu relacionamento com estados, municípios e empresas públicas acabam imbricando-se problemas mais amplos, prejudicando o andamento específico destes projetos. Em terceiro lugar, nas áreas às quais os recursos oficiais estão sendo crescentemente canalizados — social e de meio ambiente —, o país incorre em sérios problemas de gestão de projetos, o que exige um esforço redobrado de desenvolvimento institucional e de capacitação para alcançar uma adequada utilização dos recursos.

Em suma, agentes econômicos instalados no Brasil voltaram a participar ativamente da dinâmica financeira internacional e neste âmbito a preocupação é com a interação desse processo com a gestão da política macroeconômica mais geral, especialmente as políticas monetária, financeira e cambial. No entanto, do ponto de vista da consolidação do processo de estabilização e da retomada do desenvolvimento, seria importante reverter o fluxo de financiamentos oficiais para, simultaneamente, poder retomar investimentos públicos estratégicos e avançar no ajustamento financeiro-fiscal do Estado. Entretanto, para que estes financiamentos cumpram o objetivo do desenvolvimento, tanto aspectos de suas condicionalidades e condições financeiras precisam ser revistos, como se torna necessário melhorar as condições de gestão interna destes projetos de investimento. Esta retomada do financiamento oficial internacional não isentaria o país de aumentar a poupança interna do setor público, mas, na medida em que este financiamento contribuiria para a retomada do crescimento, melhorariam as condições necessárias à uma ampliação desta poupança.

(7) Para maiores informações sobre os custos dos empréstimos do BIRD, ver Gonzalez et alii, 1990. Mais recentemente foram feitas novas estimativas de custos de alguns projetos e eles acabam sendo muito superiores às taxas de juros internacionais.

Recebido para publicação em maio de 1995.

Monica Baer é professora do Instituto de Economia da Unicamp e pesquisadora do CEBRAP. Já publicou nesta revista "As restrições financeiras à retomada do desenvolvimento na América Latina" (Nº 33).

Novos Estudos
CEBRAP
N.º 42, julho 1995
pp. 99-112
