

Abertura Financeira e Vulnerabilidade Externa na América Latina: os impactos sobre Brasil, México e Argentina na década de 90*.

Juan Pablo Paineira**

Marcelo Dias Carcanholo***

Resumo: Este trabalho, na primeira seção, define o que costuma ser entendido como um processo de abertura financeira, identifica os níveis que compõem este processo, e lista as principais justificativas teóricas costumeiramente apresentadas para a implementação deste tipo de política. Na segunda seção, discute-se teoricamente o impacto dos processos de liberalização financeira na autonomia de política econômica e no grau de vulnerabilidade externa, em países que apresentam forte restrição de financiamento externo, como é o caso dos países periféricos selecionados. Por último, é apresentado um conjunto de indicadores para essa vulnerabilidade, de forma a identificar os efeitos estruturais sobre as contas externas de cada um dos países, ao mesmo tempo em que se discute a evolução desses indicadores em alguns momentos conjunturais específicos, especialmente nos contextos das crises cambiais mexicana, asiática, russa e brasileira.

A década de 90 pode ser caracterizada, para os países da região latino-americana, como um período em que esses países voltaram a ter acesso ao circuito financeiro internacional, de forma que a restrição de liquidez e de financiamento externo que caracterizou a década anterior foi revertida.

O retorno do fluxo de capitais internacionais para financiar as contas externas desses países ocorreu principalmente pelo fenômeno da globalização financeira, pela reestruturação da dívida externa desses países nos moldes do Plano Brady e por condicionantes internos. Especificamente, dentre estes últimos, destacam-se os processos de adequação do marco regulatório interno às normas das finanças globalizadas, isto é, os processos de liberalização financeira que redundaram em um aumento do grau de abertura financeira desses países, e o processo de estabilização econômica conseguido com relativo sucesso pelas principais economias da região.

O objetivo deste trabalho é avaliar os impactos, conjunturais e estruturais, dos processos de liberalização financeira sobre as contas e passivos externos das principais economias latino-americanas na década de 1990.

1 – Conceitos e justificativas para a abertura e a desregulamentação financeiras

A abertura financeira se enquadra dentro das reformas estruturais que compõem a concepção hegemônica de desenvolvimento, em voga nas duas últimas décadas. Pode-se entender essa abertura como o aumento da facilidade com que os residentes de um país podem adquirir ativos e passivos denominados em moeda estrangeira e os não-residentes podem operar nos mercados financeiros domésticos.

Segundo Akyüz (1991a e 1991b), a abertura financeira pode ser decomposta na liberalização das transações de entrada, das transações de saída, e na conversibilidade entre moedas. A primeira se relaciona com a liberdade para os residentes obterem empréstimos nos mercados externos, por razões alheias ao comércio de bens, e para os não-residentes concederem crédito nos mercados nacionais. A segunda implica na liberdade para os residentes transferirem capital e adquirirem ativos financeiros fora do país, e para os não-residentes emitirem passivos nos mercados locais. A conversibilidade entre moedas, por sua vez, se define pela autorização de relações creditícias em moeda estrangeira (depósitos e empréstimos) entre residentes.

Além de pressões políticas e institucionais para que os países implementem os processos de desregulamentação e liberalização dos fluxos de capitais, normalmente dentro dos compromissos acertados para renegociação de dívidas externas, várias justificativas são apresentadas para justificar esse tipo de política e de inserção internacional.

Segundo Mckinnon (1973) e Shaw (1973), a repressão financeira interna pode ser entendida como a implementação de qualquer tipo de restrição governamental que impeça o funcionamento eficiente do mercado financeiro doméstico, seja por excessivo controle a entidades bancárias e não-bancárias, ou pelo estabelecimento de reservas compulsórias e/ou controles sobre a determinação da taxa de juros. Esse conceito pode ser estendido para todos os tipos de restrições existentes sobre a livre movimentação de capitais financeiros domésticos e internacionais. A repressão financeira externa estaria definida, portanto, por mecanismos diretos e indiretos que reduzissem a conversibilidade da moeda nacional em moedas estrangeiras, seja pelo lado das transações correntes, seja pelo movimento de capitais.

Justifica-se a abertura financeira pelas hipotéticas benesses trazidas pela livre mobilidade de capitais, afirmando que ela aperfeiçoaria a intermediação financeira global entre poupadores e investidores, permitindo a canalização da poupança externa para países com insuficiências de capital. Isto ajudaria também no financiamento compensatório de choques externos e, portanto, na estabilização do gasto interno de quem os sofresse. Uma outra justificativa apresentada é o aumento da eficiência dos sistemas financeiros domésticos, dado pela concorrência entre agentes residentes e não-residentes, e, possivelmente, do mercado financeiro internacional. A abertura financeira também aumentaria a possibilidade de minimização dos riscos por parte dos investidores, domésticos e externos, em virtude da diversificação de posse de

ativos que ela permite. Justifica-se ainda a abertura ao livre movimento de capitais porque ela leva à perda de autonomia de política econômica para os países que a implementarem, o que seria salutar, já que isto reduziria o risco de políticas inadequadas ao novo contexto de globalização financeira. Por outro lado, isto possibilitaria uma maior uniformização (homogeneização) das políticas econômicas.

Mesmo com a identificação destes argumentos em defesa da abertura financeira, é possível constatar reformulações no pensamento tradicional, que passou de uma defesa do tratamento de choque, para um argumento seqüencial. O tratamento de choque ou de liberalização radical não se preocupava com alguma seqüência na liberalização comercial e da conta de capital, limitando-se a apregoar as vantagens das duas. Por outro lado, segundo Mckinnon (1991), o argumento seqüencial defende que a desrepressão financeira interna deve ser realizada em primeiro lugar. Ela seria obtida por meio de uma reforma fiscal para reduzir a rigidez das taxas de juros e pela desregulamentação financeira doméstica. A reforma fiscal visaria reduzir os gastos públicos e, com isso, controlar o déficit público, permitindo uma maior facilidade na rolagem da dívida e a redução das taxas de juros de curto prazo. A desregulamentação se justificaria porque, em se mantendo a repressão financeira interna, e com taxas de juros domésticas superiores às internacionais, a entrada de recursos externos levaria à valorização cambial e ao superendividamento externo. Em seguida, deveria ser feita a unificação do mercado cambial para acabar com as discriminações contra exportadores e/ou importadores potenciais. Só depois disso é que seriam realizadas a abertura comercial e, necessariamente por último, a liberalização financeira externa.

Com as recentes crises financeiras da década de 90, o argumento seqüencial teve que ser complementado. Segundo essa nova abordagem, a estabilização e a seqüência das reformas são insuficientes pois os mercados financeiros possuem informações assimétricas. Em outras palavras, uma economia de mercado totalmente desregulamentada e liberalizada não traria os resultados decantados pois existem imperfeições de mercado, conforme Stiglitz (1999), o que demandaria a presença do Estado para atenuar/regular essas imperfeições.

No tocante aos mercados financeiros, sua ineficiência estaria dada muito mais pela existência de informações assimétricas do que pelo próprio processo de liberalização. A fragilidade financeira, característica das economias que enfrentaram crises financeiras e/ou cambiais, teria origem no caráter incompleto das informações relevantes que os agentes utilizam para tomar suas decisões nos mercados financeiros,

e não em algo intrínseco à própria natureza destes mercados. A existência de informações assimétricas, em um processo de abertura financeira, geraria alguns problemas para a eficiência desses mercados: (i) racionamento de crédito, uma vez que os credores não possuiriam todas as informações necessárias sobre os tomadores de empréstimos (Devlin et al., 1997); (ii) seleção adversa, segundo o qual os investimentos com menores chances de sucesso “expulsariam” do mercado aqueles com maiores chances, justamente pela impossibilidade dos credores hierarquizarem perfeitamente os planos de investimento segundo suas diferentes viabilidades (Eichengreen et al., 1998 e 1999); (iii) risco moral, em que a existência de emprestadores de última instância com atuação não seletiva faz com que os agentes em dificuldades sintam segurança em tomar empréstimos para investir em operações cada vez mais arriscadas (Demirgüç-Kunt & Detragiache, 1998); e (iv) comportamentos de manada, onde os agentes sem informação privilegiada procurariam seguir aqueles que pretensamente a possuíssem, o que poderia redundar em tendências auto-realizáveis.

Dessa forma, embora a seqüência na abertura externa seja uma medida importante, as imperfeições relativas às informações assimétricas nos mercados financeiros exigiriam uma intervenção estatal corretiva, composta por uma supervisão das instituições financeiras, uma regulação preventiva e por um comportamento mais cuidadoso e seletivo do emprestador de última instância. Apesar de se requerer essa intervenção, é evidente que ela só se define como uma forma complementar às determinações do mercado financeiro, ou melhor, é apenas um meio de fornecer um ambiente econômico mais estável para que os agentes possam fazer uso das informações disponíveis da melhor forma possível. Não se trata em nenhuma hipótese de restringir a liberalização financeira, mas apenas de complementá-la com um aparato regulatório. As vantagens do funcionamento dos mercados continuam sendo apregoadas. Isto é claro quando Stiglitz (1999:106) afirma que “a estabilidade macroeconômica e o desenvolvimento de longo prazo requerem mercados financeiros sólidos. Mas, a agenda para gerá-los não pode confundir meios com fins; o redesenho do sistema regulatório, e não da liberalização financeira, deve ser o instrumento”.

2 – Autonomia de política econômica e vulnerabilidade externa

Nesta seção, num primeiro momento será tematizada, com mais profundidade,

a questão da perda de autonomia da política econômica em um contexto de abertura financeira. Em seguida, argumenta-se como essa abertura tende a reduzir o grau (capacidade) que uma determinada economia tem de responder aos choques externos, isto é, a mudanças abruptas na direção do fluxo de capitais externos. A esta capacidade de resposta de uma economia chama-se vulnerabilidade externa, quando a primeira é reduzida tem-se que o grau de vulnerabilidade é acrescido.

O processo composto pela reinserção das economias latino-americanas no contexto da globalização financeira, através da reestruturação de suas dívidas externas e da liberalização dos fluxos financeiros externos, gerou uma forte entrada de capitais na região, já a partir do início da década de 90, provocando uma tendência de apreciação cambial nesses países, fenômeno intensificado pela adoção de políticas de estabilização sob um regime de âncora cambial. A adoção deste tipo de regime (seja com um câmbio nominal fixo ou quase-fixo), em um contexto de liberalização financeira dos capitais internacionais, impossibilita a autonomia de política econômica das nações que implementam tanto a âncora cambial quanto uma abertura do seu sistema financeiro. Dessa maneira, liberalização financeira externa, âncora cambial e autonomia de política econômica formariam uma trilogia impossível.

No que se refere à política monetário-financeira, isso se expressa na perda de autonomia na determinação da taxa de juros e dos preços dos ativos domésticos, em um contexto de dependência do fluxo de capitais externos. Por um lado, a política monetário-financeira deve manter um diferencial entre as taxas de juros doméstica e internacional, de forma a atrair os capitais externos, o que lhe restringe a determinação da primeira para fins de objetivos internos, como por exemplo renda e emprego. Entretanto, por outro lado, o próprio comportamento especulativo e auto-referenciado do fluxo internacional de capitais tende a reduzir os graus de liberdade no manejo da política monetário-financeira.

Normalmente, este fluxo de capitais é função do diferencial entre as taxas de juros interna e externa, da variação esperada nos preços dos ativos domésticos, e da desvalorização esperada da moeda nacional. No entanto, ocorre que o próprio movimento especulativo dos capitais, impulsionado pelas expectativas a respeito do comportamento futuro das economias em questão, provoca alterações na taxa de câmbio e nos preços dos ativos (portanto nas taxas de juros internas). Assim, os indicadores de vulnerabilidade externa sinalizam esse comportamento futuro e influenciam as expectativas dos investidores. Dessa forma, o que deveria determinar o

fluxo de capitais (diferencial de taxa de juros, variação esperada no preço dos ativos domésticos e desvalorização cambial esperada) acaba sendo determinado pelo próprio comportamento desse fluxo, que passa a se guiar por expectativas que dependem da capacidade que o país em questão tem de saldar as suas obrigações (haveres) externas, isto é, da sua vulnerabilidade externa.

Não se trata aqui de identificar uma única razão para a vulnerabilidade externa de economias periféricas, se é devido (i) a instabilidade estrutural do mercado internacional de capitais, ou (ii) a existência de maior mobilidade de capital em determinado país ou região. A questão é que, frente à natureza instável do mercado de capitais, a maior liberdade nos fluxos de entrada e saída de recursos em regiões periféricas tende a elevar o grau de vulnerabilidade externa dessas regiões.

Ocampo (1999: 75-80) constata que, dentro dessa trilogia impossível composta por liberalização da conta de capital, associada com regimes de âncora cambial e autonomia monetária, podem ser combinados dois elementos entre si, o que definiria três cenários ou estratégias de política. O primeiro cenário seria definido por um regime de conversibilidade, onde seriam preservados a liberalização do fluxo de capitais externos e o controle da taxa de câmbio, abrindo-se mão da autonomia de política econômica. Na segunda estratégia, seriam mantidas a liberalização financeira externa e a autonomia de política, ao menos no sentido de não endogeneizar a oferta de moeda, renunciando-se ao controle do câmbio, o que definiria um sistema de livre flutuação cambial. Por último, poder-se-ia optar pela autonomia de política com o fluxo de capitais externos e a taxa de câmbio administrados, o que só poderia ser obtido pela renúncia à liberalização financeira externa.

O aumento da vulnerabilidade externa, que reverte às expectativas favoráveis e provoca o refluxo dos capitais, se manifesta na valorização do câmbio real, nos déficits externos, incluindo o crescimento da dívida e de seu serviço, e no superendividamento público (provocado pelas altas taxas de juros e não por uma tendência natural do Estado em produzir déficits primários). Essa vulnerabilidade externa não é provocada meramente por um regime de câmbio fixo, embora ele a potencialize, mas pelo aumento no grau de abertura financeira dessas economias.

A liberalização dos fluxos externos de capital tende a provocar problemas estruturais na conta de serviços. Evidentemente, quanto menor a maturidade dos investimentos externos maiores serão esses problemas, isto é, quanto menor o componente de investimento de portfolio na conta de capital, menos volátil tende a

ser o fluxo de capital. Entretanto, mesmo capitais de mais longo prazo, como os investimentos diretos estrangeiros, produzem problemas no balanço de pagamentos, ainda que em períodos mais distantes no tempo do que os produzidos pelos capitais de curto prazo. Isso ocorre porque, embora o investimento direto estrangeiro não se traduza em fluxos (saídas) de juros ou amortizações de dívida, ele é aplicado obviamente na expectativa de obtenção de lucros e, principalmente, da possibilidade de sua repatriação, o que leva a saldos estruturais negativos na conta de serviços relativos a fatores, fornecendo, portanto, um caráter mais estrutural ao déficit em transações correntes. Além disso, Kregel (1996) constata que a diferenciação que se costuma fazer entre o investimento de portfolio e o investimento direto estrangeiro, tendo este como sendo menos móvel e de mais longo prazo, parece desconhecer como as inovações financeiras, principalmente mecanismos de *hedge*, contribuíram para diluir a noção de prazo de um investimento.

Em termos concretos, o que se tem observado é que esse tipo de investimento, em países periféricos, voltou-se principalmente para aquisições de estatais e para processos de fusões e aquisições. Tanto um quanto outro, em si, não representam acréscimo significativo de capacidade produtiva, implicando apenas em transferência patrimonial. Em suma, eles não representam acréscimo na capacidade do país em gerar recursos (riqueza) que permitam saldar seus haveres externos, ou seja, o passivo externo do país.

Na realidade, a problemática em relação à maturidade dos fluxos de capitais apresenta um duplo aspecto. Em primeiro lugar, o fluxo de capital de curto prazo é essencialmente conjuntural, movimentando-se de acordo com variações circunstanciais em sua remuneração, o que normalmente ocorre na esfera financeira. Por sua vez, o fluxo de capital de longo prazo tende a possuir um caráter mais duradouro, procurando obter um retorno menos volátil, uma vez que está mais relacionado com aspectos estruturais da economia, seja financeira ou produtiva. Em segundo lugar, e como decorrência do primeiro aspecto, tem-se que os dois tipos de fluxo de capital se diferenciam quanto à mobilidade. O que está sendo levado em consideração para a análise estrutural da vulnerabilidade externa dos três países é que, embora o capital de longo prazo apresente menor impacto imediato na piora das contas externas, os efeitos deste tipo de capital podem se transformar em graves problemas de financiamento externo, tanto pela diluição da noção de prazo de um investimento, tendo em vista as inovações financeiras, como pelas futuras remessas

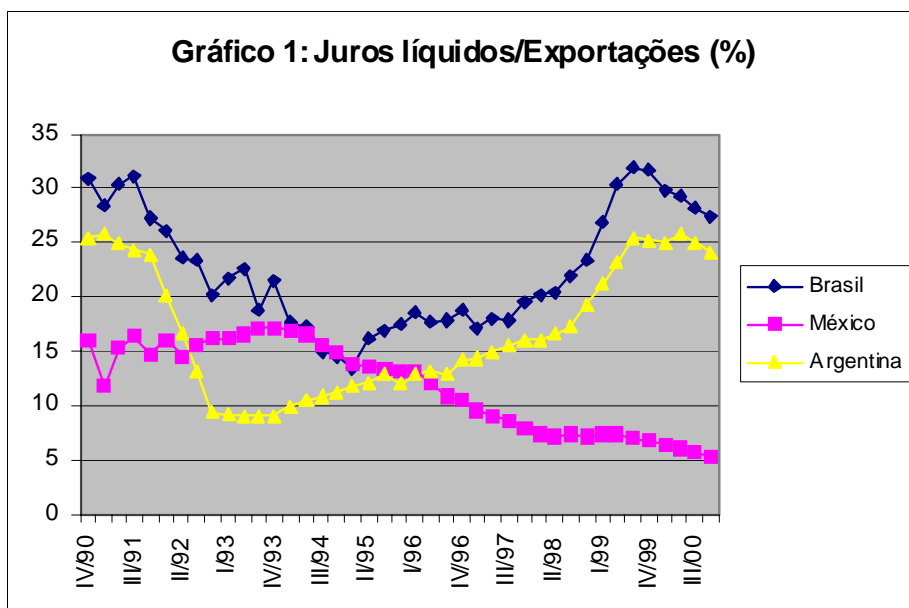
de lucros e dividendos que afetam a balança de serviços associada aos fatores de produção.

Levando esses argumentos em consideração, é difícil não concluir como Kregel (1996: 37) quando afirma que “é paradoxal que seja dito aos países em desenvolvimento que o investimento direto estrangeiro é a forma menos arriscada de tomar empréstimo estrangeiro, quando do ponto de vista do prestamista estrangeiro é considerada a mais arriscada. Se o prestamista estrangeiro arca inteiramente com o risco, então há de se esperar uma compensação, na forma de uma taxa de retorno alta condizente”.

3- Indicadores de vulnerabilidade externa de Brasil, Argentina e México na década de 90

Nesta seção, iremos analisar o desempenho das economias de Brasil, Argentina e México, de acordo com alguns indicadores de vulnerabilidade externa. O objetivo será o de investigar os impactos dos processos de abertura financeira nesses países durante a última década.

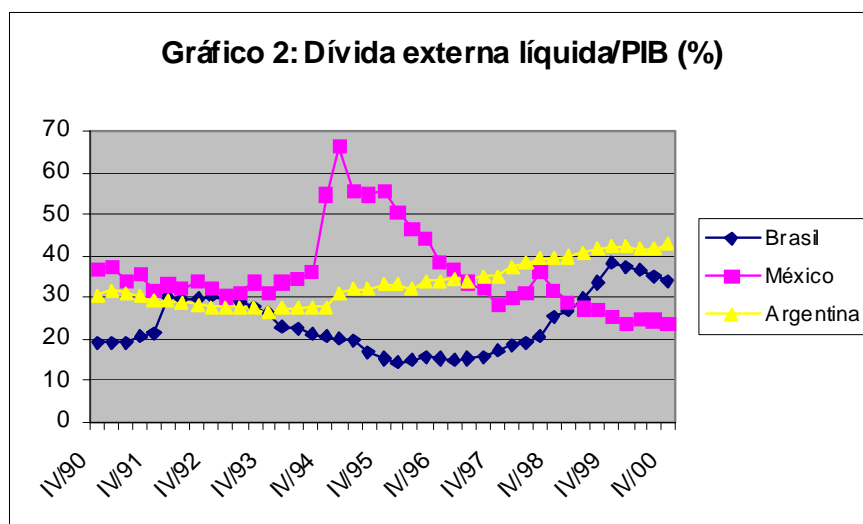
Esta análise se restringirá somente as variáveis macroeconômicas fundamentais do setor externo de cada país. Como a preocupação deste trabalho se assenta nos efeitos da abertura financeira sobre a vulnerabilidade externa, os indicadores aqui construídos não englobam a importante questão da composição do capital externo ingressante, uma vez que o objetivo central do trabalho se encontra no efeito posterior que este capital ingressante provoca nas contas externas, especificamente na composição do déficit em transações correntes.



A queda do indicador juros líquidos como proporção das exportações anuais para o Brasil, entre 1990 e 1994, que passa de 31% para 14,6%, deve-se tanto à elevação das exportações como à queda no pagamento de juros líquidos sobre a dívida externa. Desse momento em diante ocorre uma reversão na trajetória do pagamento dos juros, que agora são crescentes até o final da década. Entre 1995 e 1998, as exportações continuam crescendo, entretanto a um ritmo menor do que o pagamento de juros, o que faz com que o indicador suba para 23,37% no último trimestre de 1998. Já no biênio 1999-2000, o indicador apresenta uma tendência à estabilização em torno dos 29%, principalmente, por conta da estabilidade no pagamento de juros líquidos anuais, por volta de US\$ 15 bilhões.

Com relação à Argentina, o indicador cai de 25,4% no último trimestre de 1990 para 9% no final de 1993, devido à queda do pagamento de juros líquidos, uma vez que as exportações apresentam um comportamento estável. A partir desse momento, o indicador mostra um leve crescimento, acentuado com a crise cambial brasileira de janeiro de 1999 em que chega a 25,8%, atingindo 24,1% no final de 2000.

O indicador para o México se mostra estável até a crise cambial de dezembro de 1994. A partir deste ponto, o indicador melhora pelo acentuado crescimento das exportações, que correspondiam a US\$ 65,9 bilhões no início de 1995 e chegam a US\$ 166,5 bilhões no final de 2000. Contudo, isto não se traduziu em saldos comerciais positivos. Os recorrentes déficits comerciais característicos da primeira metade da década de 1990, revertidos após a desvalorização cambial de início de 1995 (saem de US\$ 18,5 bilhões no final de 1994 para um superávit de US\$ 8 bilhões em meados de 1996), são retomados a partir de 1998 atingindo o nível de US\$ 8 bilhões de déficit ao final de 2000. Isto se deve à grande participação das empresas nas exportações mexicanas. As *maquiladoras* se caracterizam justamente por apresentar elevados coeficientes de importação em seus produtos. Por isso, o aumento das exportações do país ocorre *pari passu* com o crescimento das importações.

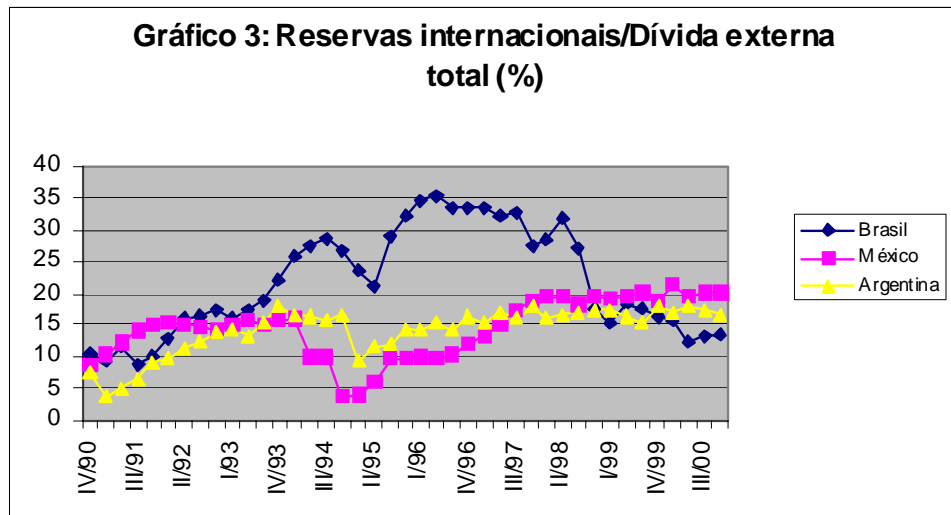


O gráfico 2 exibe o comportamento da dívida externa líquida como proporção do PIB para os três países analisados.

Ao analisar a trajetória desse indicador para o Brasil, constata-se que ele cresceu entre o último trimestre de 1990 e 1992, o que ocorreu fundamentalmente por causa da recessão econômica do período, como efeito dos planos de estabilização do governo Collor, e da acentuada elevação no valor da dívida externa a partir de 1992. De fato, a dívida externa total brasileira passa de US\$ 93 bilhões no final de 1991 para US\$ 132 bilhões no primeiro trimestre do ano seguinte. Entre 1993 e 1997, o indicador melhorou em razão do maior crescimento do PIB em relação ao da dívida externa. A elevação das reservas internacionais, que passam de US\$ 22 bilhões no início de 1993 para US\$ 61,7 bilhões em meados de 1997, freiam o crescimento da dívida externa líquida, ainda que a dívida total apresentasse trajetória ascendente. Com a deflagração da crise asiática, o período 1998-2000 mostra uma elevação do indicador, não só por causa do crescimento do valor da dívida, mas também pela redução do PIB, em virtude da elevação das taxas domésticas de juros, medida tomada para conter o efeito contágio da crise asiática na saída de capitais externos. Vale destacar que, além da trajetória estrutural de crescimento da dívida, a desvalorização cambial de 1999 acentua a redução do PIB brasileiro em dólares, levando a um maior crescimento do indicador.

O comportamento desse indicador para o caso mexicano é estável, em torno dos 35% até a crise de 1994. Após a deflagração desta, o indicador se deteriora por causa tanto da manutenção na trajetória de elevação da dívida como da recessão aguda como efeito da crise. Só no primeiro trimestre de 1995, a dívida externa total representava 69,15% do PIB mexicano. A partir de 1996, a recuperação econômica do país leva ao crescimento do PIB, fazendo com que o indicador melhore. Em um primeiro momento, a dívida externa total cai de US\$ 169,5 bilhões no início de 1996 para US\$ 152,2 bilhões no final de 1997, mas logo depois retoma sua trajetória de crescimento, chegando a US\$ 170,2 bilhões no final de 2000.

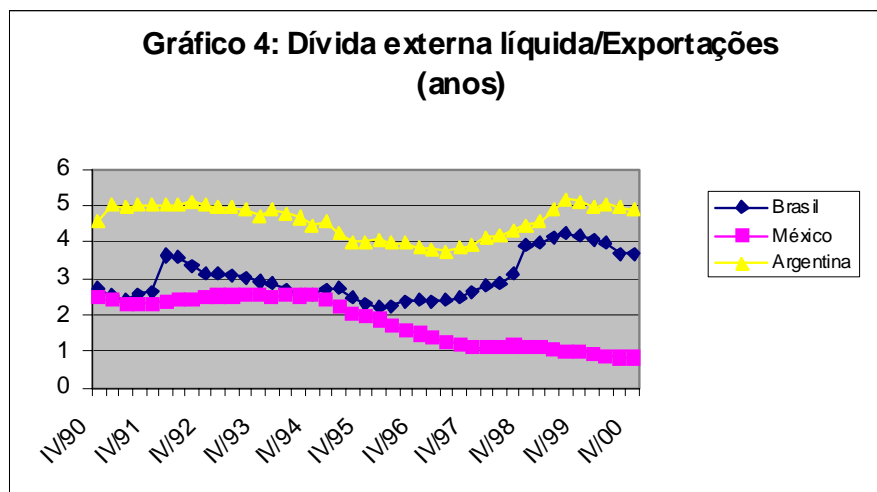
A Argentina, por sua vez, apresenta uma participação da dívida externa líquida no PIB estável em 29% até 1994, momento a partir do qual essa participação começa a crescer até atingir 43% no final de 2000.



A evolução da proporção das reservas internacionais na dívida externa total do Brasil acompanha nitidamente o efeito das crises cambiais ocorridas no México em fins de 1994, na Ásia em 1997, na Rússia em 1998, e no próprio Brasil no início do ano seguinte. A entrada de capital externo no país no início da década é a principal responsável pelos saldos positivos no balanço de pagamentos e, portanto, no crescimento das reservas internacionais. Esse movimento só é revertido com a crise mexicana de 1994, retomando sua trajetória original já em meados de 1995. O acúmulo de reservas sofre outro percalço no final de 1997 com a crise asiática e no período 1998-1999 com as crises russa e brasileira.

Para o México, esse comportamento também é observado, com a participação das reservas sobre a dívida externa total caindo no contexto da crise cambial de 1994 e voltando a subir logo em seguida. Entretanto, diferentemente do Brasil, este indicador para o México não é abalado substancialmente nas outras crises, chegando a se estabilizar em cerca de 20% após a crise da Ásia. O México, entretanto, nunca conseguiu atingir os patamares superiores a 30% de reservas sobre a dívida externa total como o Brasil no período compreendido entre o final da crise mexicana e a crise asiática.

Na Argentina, as reservas também cresceram consideravelmente no início da década em virtude da forte entrada de capital externo que se sucedeu ao processo de abertura financeira, fazendo com que a participação daquelas sobre o total da dívida externa fosse aumentando até chegar aos 16,68% no final de 1994. Com os efeitos da crise mexicana, essa proporção cai abruptamente no primeiro trimestre de 1995 para 9,5%, voltando a crescer após esse momento e se estabilizando em torno dos 17% no final de 2000.



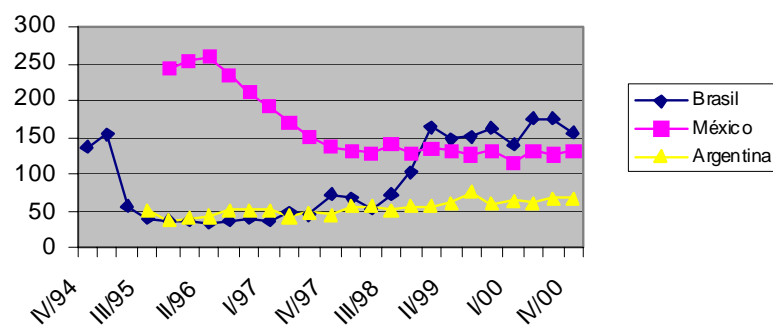
O gráfico 4 apresenta a dívida externa líquida sobre o total de exportações anuais. O que este indicador mostra é o número de anos necessários para pagar a dívida externa com o volume de exportações obtido naquele período.

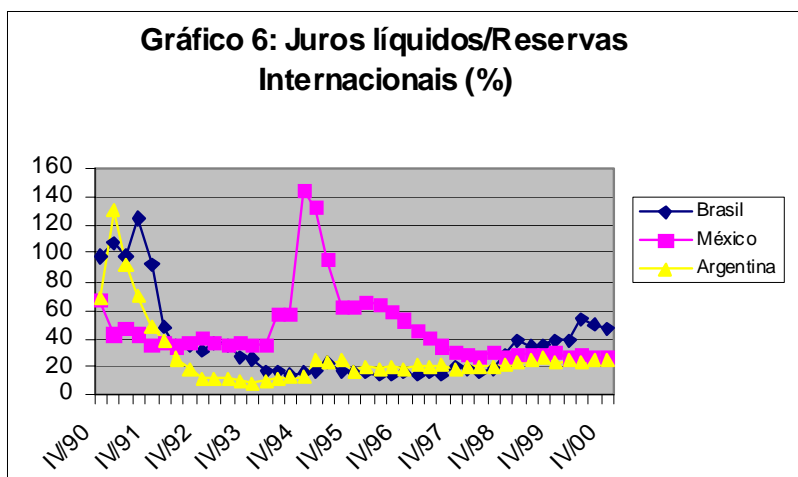
Para o Brasil, o indicador exibe a piora ocorrida durante a década de 90. No primeiro trimestre de 1991, eram necessários 2,5 anos para pagar a dívida líquida com o volume de exportações obtido naquele momento, enquanto que para a dívida externa total eram necessários 2,81 anos. No último trimestre de 2000, esses números passaram para 3,71 e 4,3 anos respectivamente. Vale salientar que o indicador apresentou um maior crescimento no período pós-crise cambial de 1999. No terceiro trimestre de 1999, eram necessários 4,2 e 5,1 anos para pagar as dívidas externa líquida e total respectivamente.

O comportamento do México segundo o indicador demonstra mais uma vez o efeito do aumento das exportações totais desse país após se recuperar da crise cambial de dezembro de 1994. Ao final da década era necessário apenas 0,82 ano para pagar a dívida externa líquida com o volume de exportações obtido naquele último trimestre do ano, e 1 ano para pagar a dívida total. Como o crescimento da dívida total não foi substancial, o acúmulo de reservas, que chegaram ao limite de US\$ 6,2 bilhões durante a crise, e cresceram para US\$ 20 bilhões no final de 1996 e US\$ 34,2 bilhões no último trimestre de 2000, levou a uma redução da dívida externa líquida, que caiu de US\$ 158 bilhões no auge da crise para US\$ 136 bilhões no final de 2000.

No caso argentino, antes da crise do México, tem-se uma relativa estabilidade na relação dívida externa sobre exportações. Deste momento até a deflagração da crise asiática em 1997, o indicador apresenta uma melhora considerável por causa do crescimento das exportações em maior proporção do que a elevação da dívida externa. A partir da crise da Ásia, o indicador volta a crescer, e de maneira mais acentuada nas crises russa e, principalmente, brasileira.

**Gráfico 5: Serviço da dívida
externa/Reservas internacionais (%)**





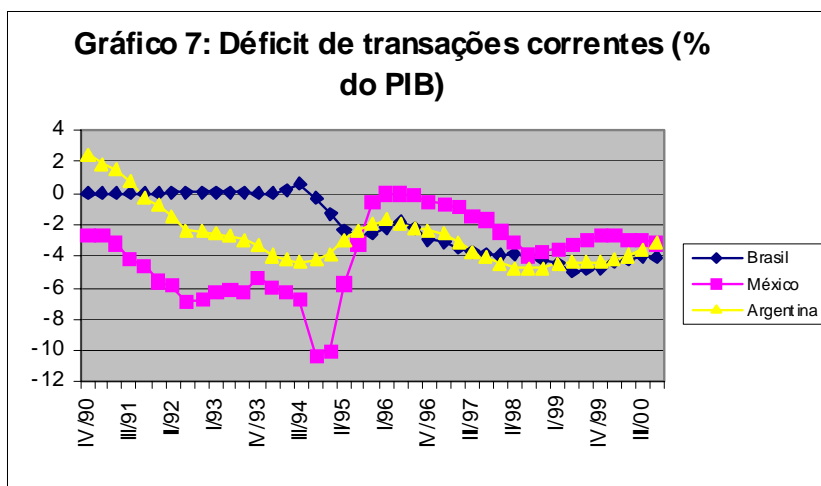
Os gráficos 5 e 6 mostram, respectivamente, a participação percentual do serviço da dívida externa nas reservas internacionais para a segunda metade da década e a participação percentual dos juros líquidos pagos sobre as reservas internacionais para a década de 90 como um todo.

O Brasil apresentou uma forte redução no serviço da dívida externa, como participação das reservas em 1995 por conta da redução das amortizações da dívida, uma vez que o pagamento de juros líquidos não foi reduzido no período. As amortizações anuais na virada de 1994 para 1995 atingiam US\$ 50 bilhões, enquanto que nos três trimestres seguintes elas não passaram de US\$ 11,5 bilhões em cada um deles. Os juros líquidos em termos anuais, por sua vez, chegaram a crescer de US\$ 6 bilhões no primeiro trimestre de 1995 para US\$ 8 bilhões no final do mesmo ano. O serviço da dívida como proporção das reservas ficou estável até a crise asiática. A partir das crises russa e brasileira, os dois indicadores crescem, principalmente pelo esgotamento de reservas nos momentos mais críticos da crise cambial brasileira. Deve-se ressaltar que a grande diferença no valor absoluto entre o início da década de

90 e o final da mesma se deve ao crescimento das reservas internacionais, em virtude da grande entrada de capital externo propiciada pelo processo de liberalização financeira externa no país.

Para o México, o forte crescimento dos juros líquidos sobre as reservas no final de 1994 (eles passam de 55,9% no terceiro trimestre de 1994 para 145% no trimestre seguinte) reflete o esgotamento das reservas internacionais que redundou na crise cambial de dezembro desse ano. Da mesma forma, a forte queda desse indicador logo em seguida, reflete a volta dos capitais externos ao país, redundando em novo acréscimo das reservas internacionais. Se comparados os dois gráficos (5 e 6) observa-se uma redução dos indicadores após a crise de 1994, o que se explica basicamente tanto pelo crescimento das reservas, como pela redução dos juros líquidos, ainda que em menor proporção, uma vez que as amortizações ficaram constantes por volta dos US\$ 30 bilhões.

No caso argentino, observa-se um repique pontual da proporção dos juros líquidos sobre as reservas no primeiro trimestre de 1991, explicado no contexto do Plano de Conversibilidade implementado no país naquele momento. A partir desse período, as reservas internacionais crescem até a crise mexicana de 1994. Elas saem de US\$ 3,2 bilhões no segundo trimestre de 1991 para US\$ 14,3 bilhões no último trimestre de 1994. Logo em seguida, ocorre uma queda pontual das reservas (US\$ 8,5 bilhões no primeiro trimestre de 1995) e um crescimento no pagamento líquido de juros sobre a dívida externa que se mantém até o final do ano 2000. Como, após a queda pontual na crise mexicana, as reservas voltam a crescer, os indicadores mostram uma relativa estabilidade até o final do período. Deve-se ressaltar, entretanto, que tanto as amortizações quanto os juros sobre a dívida externa mantêm suas trajetórias de crescimento, e, portanto, o serviço da dívida também apresenta esse comportamento.



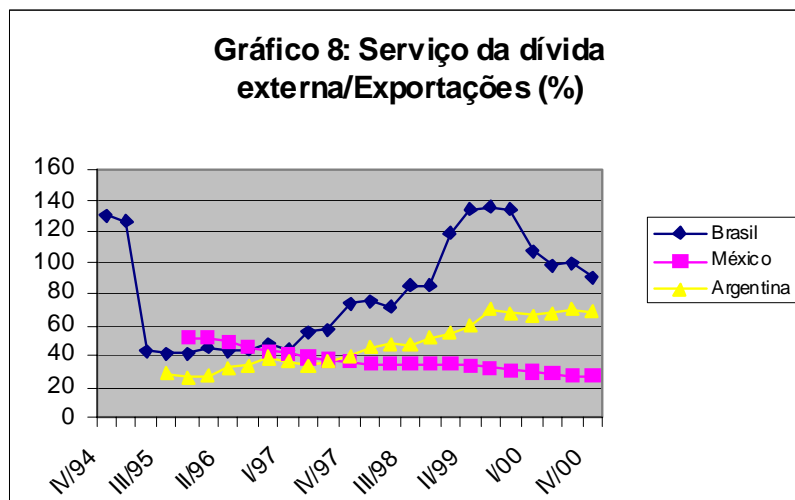
O gráfico 7 apresenta o tradicional indicador de vulnerabilidade externa que é o déficit em transações correntes como proporção do PIB.

A trajetória do indicador para o caso brasileiro é clara no sentido de que o déficit em transações correntes aparece após a implementação do Plano Real em 1994, chegando a corresponder a 2,9% do PIB no terceiro trimestre de 1995. Após uma leve melhora, no segundo semestre de 1996, em que atinge 1,8% do PIB, a trajetória de crescimento do déficit é retomada, atingindo o ápice no segundo trimestre de 1999 durante a crise cambial brasileira em 5% do PIB. No final de 2000, o déficit em transações correntes representava 4,1% do PIB.

No que se refere à economia mexicana, o indicador piora até o momento da crise no final de 1994, quando o déficit em transações correntes representa 10,3% do PIB. Após a crise, este indicador melhora principalmente por causa da balança comercial. O déficit em transações correntes chegou a representar apenas 0,1% do PIB no primeiro trimestre de 1996. A partir da crise da Ásia, o déficit volta a retomar a trajetória de crescimento, sofrendo os impactos das sucessivas crises cambiais do período. No final de 1998, ele correspondia a 3,8% do PIB. No último trimestre de

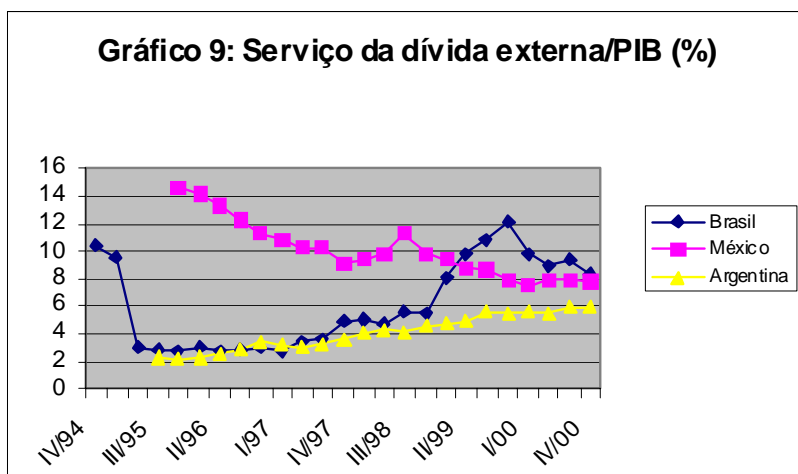
2000, este déficit equivalia a 3,2% do PIB.

A economia argentina passa a apresentar déficit em transações correntes a partir do último trimestre de 1991, já no contexto do Plano de Conversibilidade. A trajetória de aumento do déficit se mantém até o terceiro trimestre de 1994, quando representa 4,3% do PIB. Após este período, ele sofre uma reversão, chegando a 1,8% no primeiro trimestre de 1996. A partir deste momento, é retomada a trajetória de elevação do déficit em transações correntes, que é acentuada pelas crises asiática, russa e brasileira.



O gráfico 8 apresenta a relação entre o serviço da dívida externa e as exportações para a segunda metade da década de 90, respeitando a ressalva feita para a análise do gráfico 5 com relação à periodicidade da série sobre o serviço da dívida.

Este indicador para o caso brasileiro começa com um nível alto de 130% no último trimestre de 1994 e primeiro do ano seguinte, em razão do elevado montante de amortizações do período, no contexto da renegociação da dívida externa nos



O comportamento do serviço da dívida externa brasileira, como proporção do PIB, também sofre influência da forte amortização da dívida ocorrida em fins de 1994 e início de 1995. Além disso, ocorre uma recuperação na atividade interna da economia em 1994 até o segundo trimestre de 1995, o que também se reflete na melhora do indicador neste último trimestre. Esse indicador se mantém no nível de 3% até a crise asiática. Da mesma maneira que no indicador anterior, o serviço da dívida como proporção do PIB volta a crescer durante a crise da Ásia (4,8% no último trimestre de 1997), aumenta seu ritmo de crescimento na crise russa (5,6% no terceiro trimestre de 1998) e, fundamentalmente, no processo da própria crise brasileira (12,2% no último trimestre de 1999). Deve-se ressaltar que, após a desvalorização cambial de 1999, o PIB brasileiro em dólares cai, reforçando a tendência apresentada pelo indicador. Em 2000, ocorre uma melhora por causa da queda do serviço da dívida; no contexto da crise o serviço atinge US\$ 64,4 bilhões, em termos anuais, enquanto que no final de 2000 o serviço em termos anuais se reduz para US\$ 49,8 bilhões.

O indicador para o caso mexicano, após a crise de 1994, mostra uma tendência de redução, mostrando um crescimento, entre a crise asiática e a crise russa. No último trimestre de 1997, o serviço da dívida correspondia a 9,1% do PIB, e chega a 11,2% no terceiro trimestre de 1998. A partir desse momento, retoma-se a trajetória de queda, equivalendo a 7,8% no final de 2000. Este processo se explica basicamente pelo crescimento do PIB, na medida em que o serviço da dívida se mantém em um leve crescimento, saindo de US\$ 40,8 bilhões anuais no final de 1995 para US\$ 45,1 bilhões ao final de 2000.

No caso argentino, o serviço da dívida externa sobre o PIB apresenta uma constante elevação, saindo de 2,2% no terceiro trimestre de 1995 para 5,9% no final de 2000. O movimento se explica essencialmente pelo maior ritmo do crescimento do serviço da dívida externa em relação ao do PIB.

Utilizando esse conjunto de indicadores, ainda é possível realizar uma análise mais estrutural do comportamento das economias desses países. O que se observa no Brasil é que o período analisado deve ser decomposto em dois momentos, o primeiro até a virada 1994/95 e o segundo a partir desse momento até o final da década. Isto se justifica, principalmente, pelos efeitos da renegociação da dívida externa nos moldes

do Plano Brady. O que ocorreu após a assinatura do acordo foi uma grande amortização da dívida, que se traduziu em valores muito elevados para os indicadores (serviço da dívida sobre exportações, sobre PIB e como proporção das reservas internacionais).

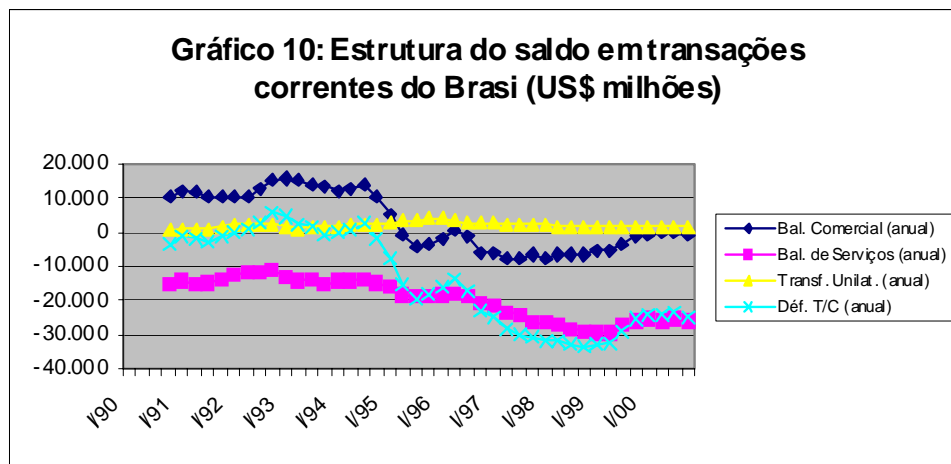
O início da década de 1990 representa, como vimos, o começo do processo de abertura financeira. Com a progressiva entrada de capital externo e o conseqüente acúmulo de reservas, os indicadores que incluem as reservas internacionais sofrem uma mudança significativa. A proporção dos juros líquidos sobre as reservas cai de 1,1% no início de 1991 para 0,5% um ano depois. No mesmo sentido, tem-se que as reservas internacionais correspondiam a 9,4% da dívida externa no primeiro trimestre de 1991, e no final de 1992 equivaliam a 17,5%.

A partir de 1995, todos indicadores demonstram um aumento da vulnerabilidade das contas externas, como exemplos significativos destacam-se: (i) o serviço da dívida sobre exportações passou de 42,2% no segundo trimestre de 1995 para 90,4% no final de 2000; (ii) as reservas sobre a dívida externa total, que chegaram a 32% no final de 1995, atingem a 13,5% ao final de 2000; (iii) a dívida externa total sobre exportações cresce de 3,4 anos no início de 1996 para 4,3 anos ao final de 2000; e (iv) os juros líquidos correspondiam a 16% das reservas no final de 1995 e atingem 47% no final de 2000.

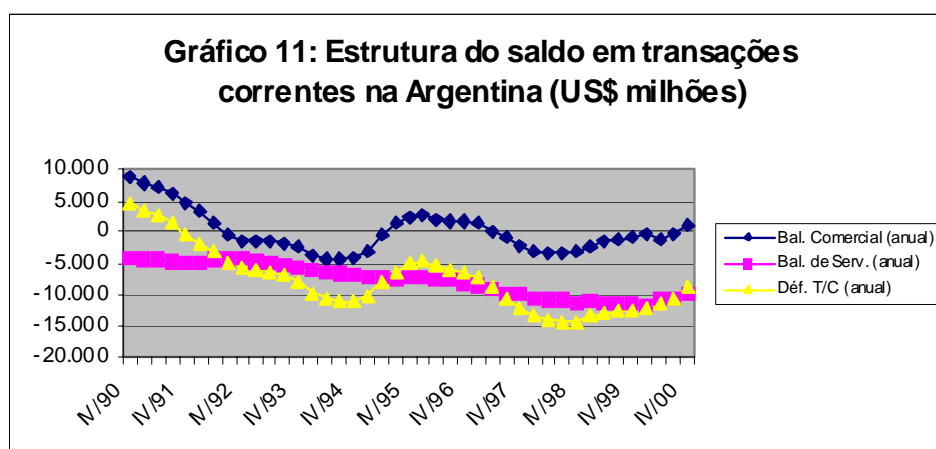
O caso mexicano apresenta nitidamente dois momentos distintos. Antes da crise cambial de dezembro de 1994, os indicadores demonstram a fragilização crescente das contas externas do país. Após a deflagração da crise até o final da década, com a exceção do déficit em transações correntes, denotam uma relativa melhora. Entretanto, o crescimento do volume de exportações se deve, em grande parte, ao fenômeno já relatado das *maquiladoras*.

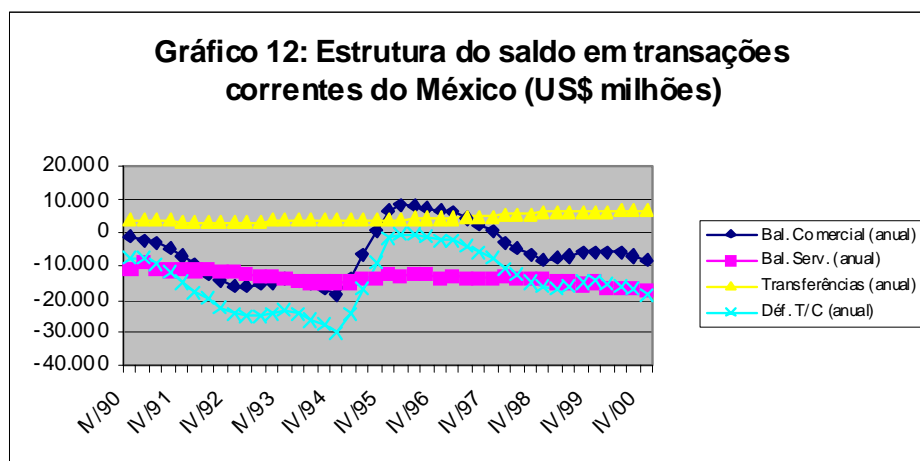
A Argentina é caracterizada pela deterioração paulatina de quase todos os indicadores, com algumas oscilações conjunturais, conforme visto anteriormente. A exceção é dada pelos indicadores que incluem as reservas internacionais. Tendo em vista a considerável participação dos juros no serviço da dívida externa, pode-se afirmar que a necessidade de capital externo para refinarçar a dívida é alta. Além disso, o país apresentou grande e contínua entrada de investimento direto estrangeiro e de empréstimos externos. Mesmo com o acúmulo de reservas proveniente da entrada desse capital externo, o país não conseguiu reduzir o endividamento externo. A dívida externa total iniciou a década com o estoque US\$ 60,9 bilhões, no quarto

trimestre de 1990, e terminou com US\$ 146,2 bilhões no final de 2000.



Através da observação dos gráficos, em seguida, pode-se identificar a estrutura do déficit em transações correntes dos países para o período em questão.





O caso brasileiro apresenta duas características fundamentais. A primeira é a reversão do saldo da balança comercial do início da década de 1990 de algo em torno de US\$ 12 bilhões para um saldo praticamente nulo no final de 2000. Este fato se deve ao maior crescimento das importações em relação às exportações. A segunda é a elevação do déficit do balanço de serviços que sai de US\$ 15,4 bilhões no final de 1990 para US\$ 25,7 bilhões ao final de 2000. Isto ocorre devido, principalmente, ao crescimento das contas remessa de lucros e dividendos e ao pagamento de fretes e seguros. O saldo em transações correntes que em alguns períodos do início da década

chegou a ser positivo chega ao final de 2000 a cifra de US\$ 24,3 bilhões.

A Argentina apresenta grande similaridade com o Brasil. O saldo comercial argentino passa de US\$ 8,6 bilhões no final de 1990 para US\$ 0,9 bilhão no final de 2000, a perda de competitividade das exportações é o principal fator explicativo desta reversão do saldo. O déficit no balanço de serviços sai de US\$ 4,1 bilhões em fins de 1990 para US\$ 9,9 bilhões no final de 2000. Este fato se deve, fundamentalmente, a elevação das remessas de lucros e dividendos. O saldo em transações correntes que foi positivo no início dos anos 90 passa a um déficit da ordem de US\$ 9 bilhões no final de 2000.

No México observa-se uma paulatina deterioração do saldo em transações correntes até a eclosão da crise cambial de final de 1994, que é desencadeada essencialmente por sucessivos déficits comerciais. A partir da crise cambial, pode-se ver uma recuperação do saldo em transações correntes devido basicamente a expressiva melhora no balanço comercial. Contudo, da crise asiática até o final de 2000 o déficit em transações correntes aumenta tanto pelo aumento do déficit comercial como pela elevação do déficit do balanço de serviços. Durante o período, a conta transferências unilaterais contrabalança parcialmente a tendência de crescimento do déficit em transações correntes mexicano.

4- Conclusão

A abertura financeira não resolveu o problema de financiamento externo das principais economias da América Latina na década de 1990. Como visto, não só esse fato não aconteceu, bem como se elevou a necessidade de financiamento das contas externas, que pode ser observado pelo aumento do déficit de transações correntes sobre o PIB e pelo aumento do estoque da dívida externa. O montante da dívida externa no Brasil passa de US\$ 96,7 bilhões no final de 1990 para US\$ 236,2 bilhões ao final de 2000. Na Argentina o montante de dívida começa em US\$ 60,9 bilhões no último trimestre de 1990 e termina em US\$ 146,2 bilhões no final de 2000. No caso mexicano, a dívida externa total salta de US\$ 110,2 bilhões no final de 1990 para US\$ 170,3 bilhões ao final de 2000. No período de final de 1995 até o final de 2000 o montante de serviço com dívida externa para Brasil, Argentina e México passa, respectivamente, de US\$ 19 bilhões, US\$ 5,5 bilhões e US\$ 40,8 bilhões para US\$ 49,8 bilhões, US\$ 16,9 bilhões e US\$ 45,1 bilhões.

A partir desses dados pode-se concluir que o processo de abertura financeira nos principais países da América Latina aumentou a vulnerabilidade externa nesses países na medida em que a necessidade de financiamento externo de Brasil, Argentina e México se elevaram durante o período analisado. Em um primeiro momento, a liberalização financeira permitiu maior acesso ao capital externo, possibilitando a renegociação das dívidas externas no início da década de 90 e a implementação de políticas de estabilização com âncora cambial. Contudo, o caráter desse processo implicou uma deterioração nas contas externas desses países, pois tanto o estoque de dívida externa quanto o fluxo de pagamento de seu serviço e a necessidade de financiamento externo (déficit de transações correntes) aumentaram sensivelmente no período analisado.

Uma última consideração se refere ao fato dos momentos de crise evidenciarem com maior nitidez a lógica do fluxo de capital externo, uma vez que as variáveis determinantes deste fluxo são afetadas com intensidade nestes momentos. Durante este período de crise em que a moeda nacional é desvalorizada tem-se, normalmente, uma elevação do diferencial das taxas de juros interna e externa, uma queda em dólar dos preços dos ativos domésticos e uma expectativa de, pelo menos, manutenção da taxa de câmbio vigente. Todos esses fatores fazem com que aumente o fluxo de capital externo para o país. A recuperação dos indicadores de vulnerabilidade externa nos períodos pós-crise cambial no México (1995) e no Brasil (1999) podem atestar essa proposição.

BIBLIOGRAFIA

- Akyüz, Y.(1991a) Inestabilidad y Incertidumbre en los Mercados Financieros Internacionales. Boletín del CEMLA, vol. XXXVII, n.6, nov/dic.
- Akyüz, Y.(1991b) Comercio y Finanzas: disyuntivas del ajuste estructural. Pensamiento Iberoamericano: revista de economía política (20).
- Bouzas, R. (1996) La Crisis del Peso Mexicano y El Plan Argentino de Convertibilidad: virtud o impotencia monetaria? In: Roett, R. (Org.) La Crisis del Peso Mexicano: perspectivas internacionales. Fondo de Cultura Económica, México.
- Cano, W. (2000) Soberania e Política Econômica na América Latina. Editora UNESP, São Paulo.

- Chesnais, F.(1998) Introdução Geral. In: Chesnais, F. (Org.) A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos. Ed. Xamã, São Paulo.
- Cline, W. (1990) The Baker Plan and Brady Reformulation. In: Ishrat, H. & Diwan, I. (Eds.) Dealing with the debt crisis, BIRD: 176-193, Washington.
- Corsetti, G., Pesenti, P. e Roubini, N. (1998) Paper Tigers? A model of the Asian Crisis, Federal Reserve Bank of New York, New York.
- Demirgüç-Kunt, A. & Detragiache, E. (1998) Financial Liberalization and Financial Fragility. IMF Working Paper 93/83.
- Devlin, R.; Ffrench-Davis, R. & Griffith-Jones, S. (1997) Fluxos de Capital e Desenvolvimento: implicações para as políticas econômicas. In: Ffrench-Davis, R. & Griffith-Jones, S. (Orgs.) Os Fluxos Financeiros na América Latina: um desafio ao progresso. Ed. Paz e Terra, Rio de Janeiro.
- Eichengreen, B., Mussa, M., Dell’Ariccia, G., Detragiache, E., Milesi-Ferretti, G.M. & Tweedie, A. (1998) Capital Account Liberalization: theoretical and practical aspects. IMF, Occasional Paper 172, Washington D.C.
- Eichengreen, B., Mussa, M., Dell’Ariccia, G., Detragiache, E., Milesi-Ferretti, G.M. & Tweedie, A (1999) Liberalizing Capital Movements: some analytical issues. IMF, Economic Issues n. 17.
- FMI. International Financial Statistics, vários números.
- Freitas, M.C. & Prates, D.M. (1998) Abertura Financeira na América Latina: experiências da Argentina, Brasil e México. Economia e Sociedade, Campinas, (11), dezembro: 173-198.
- Gonçalves, R. (1996) Globalização Financeira, Liberalização Cambial e Vulnerabilidade Externa da Economia Brasileira. In: Baumann, R. (Org.) O Brasil e a Economia Global. Ed. Campus – SOBEET, 5ª. edição, Rio de Janeiro.
- Griffith-Jones, S. (1996) La Crisis del Peso Mexicano. Revista de la CEPAL, 60, dezembro: 151-170.
- Hermann, J. (2000) A Experiência Argentina de Liberalização Financeira nos anos 90. Texto para Discussão n.442, IE-UFRJ, março.
- Kalecki, M. (1987) Formas de Ajuda Externa. In: Economias em Desenvolvimento. Ed. Vértice.
- Kregel, J.A (1996) Riscos e Implicações da Globalização Financeira para a Autonomia das Políticas Nacionais. Economia e Sociedade, Campinas, (7),

dezembro.

- Kregel, J. (1999) Yes, “It” Did Happen Again – A Minsky Crisis Happened in Asia, Working Paper n° 234, Annandale-on-Hudson, N.Y.: The Jerome Levy Economics Institute.
- Mathison, D.J. & Rojas-Suárez, L. (1993) Liberalization of the Capital Account: experiences and issues. IMF, Occasional Paper 103, Washington D.C.
- Mckinnon, R.I.(1973) Money and Capital in Economic Development. Washington D.C.: Brookings Institution.
- Mckinnon, R. (1991) The Order of Economic Liberalization: financial control in the transition to a market economy. John Hopkins University Press, Baltimore.
- Mishkin, F.S. (1996) Understanding Financial Crises: a developing country perspective. NBER Working paper series, n° 5.600, Cambridge.
- Minsky, H.P. (1986). Stabilizing an Unstable Economy, New Haven: Yale University Press.
- Ocampo, J.A.(1999) La Reforma del Sistema Financiero Internacional: un debate en marcha. Fondo de Cultura Económica – CEPAL, Chile.
- Plihon, D. (1998) Desequilíbrios Mundiais e Instabilidade Financeira: a responsabilidade das políticas liberais (um ponto de vista keynesiano). In: Chesnais, F. (Org.) A Mundialização Financeira: gênese, custos e riscos. Ed. Xamã, São Paulo.
- Portella Filho, P. (1994) Plano Brady: da retórica à realidade. Estudos Econômicos, v.24, n.1, jan/abr: 55-105, São Paulo.
- Prates, D. M. (1999) Investimentos de Portfolio no Mercado Financeiro Doméstico. In: Freitas, M.C.P. (Org.) Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos anos 90. FUNDAP-FAPESP-IPEA, Brasília.
- Shaw, E. (1973) Financial Deepening in Economic Development. Oxford University Press, N.Y.
- Stiglitz, J.E. (1999) More Instruments and Broader Goals: moving toward the post-Washington Consensus. Revista de Economia Política, vol.19, n.1 (73), jan/mar.
- Unctad. World Investment Report. Vários números.
- Williamson, J. (1992) Reformas Políticas na América Latina na Década de 80. Revista de Economia Política, 12 (1): 43-49.