

Crescimento dos fluxos de capital e desenvolvimento: uma visão geral das questões de política econômica*

ROBERT DEVLIN**

RICARDO FRENCH-DAVIS**

STEPHANY GRIFFITH-JONES***

A América Latina desfrutou de uma expansão rápida dos fluxos de capital durante o período 1991/93. Esses influxos permitiram superar a restrição externa que estava contribuindo para baixos níveis de investimento e para uma grave recessão econômica na região. Entretanto, eles tiveram também um efeito indesejado sobre a evolução das taxas de câmbio, sobre o grau de controle da oferta monetária e, possivelmente, sobre a vulnerabilidade futura a novos choques externos. Este artigo reve os fundamentos conceituais do papel desempenhado pelos fluxos de capital externos no desenvolvimento e a questão da abertura da conta de capital (Seção 2), discute as fontes do recente crescimento acelerado dos fluxos de capital e algumas das implicações de política que se manifestam no lado da oferta (Seção 3) e avalia o impacto desses fluxos de capital nas economias da América Latina juntamente com as implicações de política (Seção 4). Os fluxos de capital são nitidamente um instrumento crucial para o desenvolvimento econômico. Porém, o caráter intertemporal das transações financeiras e a precariedade destes mercados contribuem para fazer com que seu funcionamento seja um dos mais imperfeitos da economia. Portanto, melhores informações, regulamentação do setor financeiro e macrogestão ampla e prudente dos fluxos financeiros constituem um bem público em cujo gerenciamento há um papel a ser compartilhado pelos governos do lado da oferta (nações credoras) e do lado da demanda (nações devedoras).

1 - Introdução

Os mercados internacionais de capital cresceram dramaticamente desde meados da década de 60. Embora reflitam parcialmente as economias em expansão, o aumento do comércio mundial e a globalização da produção, os movimentos internacionais de capital envolvem também fatores puramente financeiros que se propagam com

* Somos gratos pelos valiosos comentários recebidos em seminários na Brookings Institution, no Instituto para Estudos Latino-Americanos da Universidade de Londres, no BID, no Secretariado das Nações Unidas em Nova York e na Cepal em Santiago. Apreciamos, particularmente, os comentários de Guillermo Calvo, Sebastián Edwards, Helmut Reisen e John Williamson.

** Da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal).

*** Da Universidade de Sussex, Inglaterra.

velocidade perceptivelmente maior. Nos anos 60, a presença crescente de centros financeiros internacionais *offshore* pouco regulamentados estimulou os movimentos de capital que procuravam fugir às regulamentações financeiras nacionais, aos controles de capital e aos impostos. Então, nos anos 70 e 80, muitos países começaram a desregular seus setores financeiros internos e a relaxar ou abandonar a regulamentação sobre as operações cambiais. Isso, combinado com avanços tecnológicos revolucionários no processamento de informações e nas telecomunicações e com o surgimento de uma engenharia financeira cada vez mais sofisticada, contribuiu para o crescimento acelerado dos fluxos financeiros nacionais e internacionais.

É prematuro falar-se de mercados financeiros integrados, já que a mobilidade internacional dos capitais está claramente longe de ser perfeita. Não há dúvida, entretanto, de que os fluxos de capital e a integração financeira global apresentam um crescimento contínuo. Esses desenvolvimentos geraram controvérsia: em uma extremidade estão os que vêem a integração crescente como um sinal de maior eficiência e acham que os mercados estão superando a repressão financeira característica da regulamentação ineficiente dos governos; e na outra extremidade estão os que vêem o crescimento acelerado dos fluxos de capital como especulação de alto risco que ameaça a soberania nacional. Há, naturalmente, entre esses dois extremos, várias posições intermediárias que reconhecem as significativas vantagens potenciais de maior mobilidade internacional do capital, mas estão também preocupadas com questões como sustentabilidade, composição e condições dos fluxos de capital e com a necessidade de garantir consistência com a estabilidade macroeconômica, a competitividade internacional, o crescimento e a justiça social.

Recentemente, essa controvérsia assumiu maior importância para a América Latina. Nos anos 80, os vínculos com os mercados internacionais de capital estavam de modo geral prejudicados devido à crise da dívida.¹ Porém, a região desfrutou de rápida expansão dos fluxos de capital no período 1991/93, os quais foram extremamente bem-vindos, pois permitiam contornar a restrição externa que estava contribuindo para os baixos níveis de investimento e para uma grave recessão econômica na região. Entretanto, esses influxos também tiveram uma influência indesejada sobre a evolução das taxas de câmbio, o grau de controle da oferta monetária, as obrigações externas e, possivelmente, a vulnerabilidade futura a novos choques externos.

Este artigo apresenta questões de política econômica relativas aos influxos de capital, baseando-se nos estudos de caso efetuados neste e também em outros trabalhos recentes sobre o assunto. A Seção 2 repassa os fundamentos conceituais do papel dos fluxos de capital externos no desenvolvimento econômico e a questão da liberalização financeira e da abertura da conta de capital. A Seção 3 focaliza as fontes do recente crescimento acelerado dos fluxos de capital e algumas das implicações de políticas no lado da oferta. A isso seguem-se, na Seção 4, uma avaliação

1 Para uma extensa análise da inserção da região nos mercados de capital durante os anos 70 e a emergência da crise da dívida, ver Devlin (1989), Feinberg e Ffrench-Davis (1988), Griffith-Jones e Rodríguez (1992), Banco Mundial (1993) e Devlin e Ffrench-Davis (1994).

do impacto atual desses fluxos de capital sobre as economias da América Latina e um exame das implicações de políticas.

Há um tema comum e dominante que emerge deste trabalho. Os fluxos de capital são claramente um instrumento muito valioso para o desenvolvimento econômico e para o processo de integração da economia mundial. Porém, o caráter intertemporal das transações financeiras e a natureza incompleta dos instrumentos disponíveis contribuem para que os mercados financeiros estejam entre os mais imperfeitos da economia. Portanto, melhores informações, regulamentação do setor financeiro e macrogestão (direta e indireta) ampla e prudente dos fluxos financeiros constituem um bem público em cujo gerenciamento há um papel a ser compartilhado pelos governos: do lado da oferta, pelos funcionários dos países industrializados; e do lado da demanda, pelas autoridades dos países em desenvolvimento, coordenados — quando relevante — pelas organizações internacionais.

2 - Conta de capital aberta e poupanças externas

2.1 - Capital externo e desenvolvimento

Atenção crescente tem sido dedicada, nos últimos anos, às contribuições positivas da mobilidade do capital em geral, motivando recomendações de políticas para abertura da conta de capital. Os argumentos a favor da livre mobilidade do capital são apoiados por conceitos teóricos poderosos. Infelizmente, porém, o mundo real imperfeito em que vivemos pode tornar condicionais muitas das considerações dos livros-texto, o que, por sua vez, dá margem a preocupações com as interpretações demasiadamente literais das teorias em moda e suas aplicações à política sem prestar atenção às importantes ressalvas que podem advir de uma avaliação empiricamente mais embasada do papel da mobilidade do capital no processo de desenvolvimento. Isso pode ser ilustrado através da revisão de algumas das razões mais comumente citadas para se promover a mobilidade do capital, a qual desempenha vários papéis altamente significativos no desenvolvimento. Entre os principais estão: a canalização das poupanças externas em direção aos países com capital insuficiente e o financiamento compensatório dos choques externos, que ajuda a estabilizar o dispêndio doméstico.

Em nível agregado, os movimentos de capital dos países desenvolvidos para aqueles em desenvolvimento supostamente melhoram a eficiência na alocação dos recursos mundiais [Mathieson e Rojas-Suárez (1993)], porque os retornos reais sobre o investimento marginal são tipicamente mais baixos em países abundantes em capital do que naqueles de capital escasso. Como muitos argumentos teóricos, os resultados previstos dependem de certas condições, entre as quais está a de que os mercados financeiros, que intermediam a maior parte dos movimentos internacionais de capital, tenham o que Tobin (1984) chama de eficiência de avaliação, isto é, as avaliações do mercado devem refletir com exatidão o valor presente dos dividên-

dos que se pode razoavelmente esperar que sejam gerados pelos ativos em questão ao longo do tempo.

É extremamente importante uma avaliação acurada das taxas de retorno, porque estas são o principal sinal para a redistribuição de capital pelo mercado. Infelizmente, sabe-se que os movimentos de preços nos mercados financeiros freqüentemente não refletem os fundamentos [Tobin (1984), Stiglitz (1993) e Kenen (1993)]. Portanto, estudos empíricos, resumidos em Tobin (1984), Akyüz (1993) e Lessard (1991), assim como análises históricas [Kindleberger (1978)], sugerem que sérias ineficiências podem se originar dos mecanismos alocativos dos mercados de capital.

A curto prazo, as imperfeições em questão podem fazer com que os mercados financeiros aloquem capital de mais ou de menos (tendo em vista os retornos subjacentes) a alguns destinatários em dado momento. Quando os erros de alocação são muito grandes, podem induzir a crises e ter conseqüências devastadoras para empresas, setores econômicos e nações.

Essas perturbações de curto prazo, que desorganizam seriamente a produção e distorcem os retornos do capital, podem obviamente dar vantagens ou desvantagens arbitrárias a diferentes agentes econômicos, podendo por si mesmas tornarem-se determinantes dos retornos e, portanto, das tendências internacionais de alocações de recursos. É evidente que o fenômeno da histerese é extremamente relevante em questões financeiras e no inter-relacionamento destas com a economia real.

A mobilização das poupanças externas é o papel clássico dos fluxos de capital em um país em desenvolvimento. Este tem sido, talvez, o argumento mais tradicional, e seguramente o mais forte, a favor da mobilidade e dos fluxos internacionais de capital para os países em desenvolvimento. De fato, influxos líquidos de poupanças externas podem suplementar a poupança interna, elevar o investimento e acelerar o crescimento. Em seqüência, a expansão da renda agregada pode elevar ainda mais a poupança e o investimento internos, criando assim um círculo virtuoso no qual há uma expansão econômica sustentada, a eventual eliminação da dívida externa líquida e a transformação do país em um exportador de capitais [ver Cepal (1994, Cap. X)].

Embora seja, sem dúvida, altamente estilizado, este quadro tradicional contém algumas mensagens importantes: primeiro, os fluxos de capital externos devem dirigir-se consistentemente para o aumento do investimento agregado e não serem desviados para o consumo; segundo, um esforço agressivo de poupança interna é necessário: desde o início do ciclo da dívida, a taxa de poupança marginal deve ser mantida em um nível muito mais alto que a taxa média de poupança do país, permitindo assim a eventual formação de um excedente de poupança para pagamento da dívida; terceiro, o investimento deve ser eficiente; quarto, o país deve investir agressivamente em bens comercializáveis para poder criar um excedente comercial suficientemente grande para transformar a poupança interna em divisas, destinadas ao serviço da dívida; quinto, são necessários credores que queiram fornecer fluxos estáveis e previsíveis de recursos financeiros a termos razoáveis.

Estas condições podem não ser todas satisfeitas na prática: os países podem experimentar uma substituição contínua da poupança interna pela poupança externa, os investimentos podem não ser sempre eficientes ou suficientemente canalizados para bens comercializáveis e o comportamento dos credores pode diferir do padrão desejado. De fato, por mais convincente que seja o argumento tradicional para a transferência de poupanças internacionais para países relativamente mais pobres, os problemas antes mencionados e a conseqüente crise de pagamentos fizeram, freqüentemente, com que este mecanismo de desenvolvimento operasse fragilmente. Apesar dessas sérias dificuldades, as poupanças externas desempenharam historicamente um papel significativo no desenvolvimento de muitos países, com alguns emergindo como nações industrializadas e tornando-se subseqüentemente importantes exportadores de capital.

A mobilidade do capital também pode ajudar a distribuir no tempo os custos de diferenças intertemporais entre produção e gasto. Porém, esse processo pode nem sempre evoluir suavemente na prática. Se as oscilações transitórias das variáveis externas fossem razoavelmente previsíveis, os mercados de capital livres poderiam fornecer os financiamentos desejados sem maiores dificuldades. Mas nos países em desenvolvimento nem sempre é fácil determinar se um declínio do setor externo é transitório ou não e qual será sua duração, e essas incertezas, combinadas com as imperfeições dos mercados internacionais de capital — especialmente as assimetrias de informação e os problemas quanto ao cumprimento [Stiglitz e Weiss (1981)] —, representam obstáculos ao ingresso de volumes adequados de financiamento externo.

Quando esse papel da mobilidade do capital internacional é desempenhado apenas imperfeitamente, os custos de ajuste para os países em desenvolvimento podem ser enormes. Isso porque, em face de um choque externo negativo (e de reservas internacionais facilmente exauríveis), qualquer insuficiência nos influxos de capital exigirá cortes imediatos nas despesas internas para restaurar o equilíbrio externo. A produção quase certamente cairá devido à rigidez natural que impede a realocação de recursos, havendo também uma tendência a um corte desproporcional no investimento. O ajuste externo da América Latina na década de 80 ilustra muito bem esses pontos [Cepal (1984), Ramos (1985) e Devlin e Ffrench-Davis (1994)].

Se o setor financeiro recebesse um tratamento analítico análogo àquele dado ao setor de bens, os benefícios sociais de um comércio mundial de ativos financeiros poderiam ser percebidos como uma via de mão dupla, uma vez que a mobilidade do capital permitiria que os indivíduos satisfizessem suas preferências de risco com maior plenitude por meio de maior diversificação dos ativos. Esse benefício em nível micro é atualmente o argumento mais comum a favor da mobilidade do capital [Mathieson e Rojas-Suárez (1993)],² e tem sido amplamente usado para justificar

² Para diversas visões teóricas dos efeitos no nível micro do capital externo com liberdade de movimento, ver Cepal (1994).

uma plena abertura das contas de capital tanto dos países desenvolvidos quanto daqueles em desenvolvimento.

A analogia entre livre comércio de mercadorias e livre comércio de ativos financeiros pode estar equivocada. O comércio de ativos financeiros internacionais não é idêntico, por exemplo, ao comércio de trigo e de têxteis [Díaz-Alejandro (1985) e Devlin (1989)]. Essa última transação é completa e instantânea, enquanto o comércio de ativos financeiros é intrinsecamente incompleto e de valor incerto, já que se baseia em uma promessa de pagamento futuro. Em um mundo de incertezas, mercados de seguros incompletos, custos informais e outras distorções, avaliações *ex-ante* e *ex-post* dos ativos financeiros podem ser radicalmente diferentes. Além disso, o espaço de tempo entre a transação financeira e o seu pagamento, em combinação com barreiras ao acesso a informações, gera externalidades em transações de mercado que podem magnificar e multiplicar os erros de avaliações subjetivas, até o ponto em que finalmente as correções do mercado possam ser muito abruptas e desestabilizadoras. É precisamente por isso que o bem-estar social pode declinar com a desregulamentação do comércio de ativos financeiros e, na verdade, subir com um certo grau de aumento de intervenção do poder público [Stiglitz (1993)]. Portanto, algumas formas de regulamentação do comércio de certos ativos financeiros melhoram não somente o funcionamento dos mercados, como também o desempenho geral da economia através do aprimoramento da estabilidade macroeconômica e do melhor desempenho a longo prazo do investimento.

2.2 - Liberalização da conta de capital: a evolução da política

Há um amplo consenso de que a mobilidade do capital internacional é um componente necessário ao processo de desenvolvimento. Porém, a maioria das estruturas de equilíbrio geral analisa o capital-como-um-todo, sem levar em conta as importantes condições do mundo real, tais como os gargalos no acesso às informações, as peculiaridades institucionais dos investidores, a estrutura do mercado dentro do qual os investidores operam, o volume e o momento do financiamento e os seus custos e volatilidade. Estes e outros fatores nem sempre se combinam de modo a permitir que os países aproveitem o pleno potencial de benefícios dos movimentos de capital externo. De fato, falhas sistêmicas podem ocorrer e até ocorrem no mercado. Frequentes advertências acerca deste problema são as grandes crises financeiras, acompanhadas de colapso macroeconômico, que têm aparecido repetidamente na história econômica, inclusive a recente crise do débito na América Latina.

Já que a prática real pode condicionar os méritos até mesmo dos argumentos teóricos, mais atraentes, não é de surpreender que tenham surgido debates sobre o funcionamento dos mercados financeiros internacionais e sobre a mobilidade do capital. Ao longo dos anos, o número de proponentes de contas de capital abertas em países em desenvolvimento tem crescido constantemente, a ponto de considerarem que a plena abertura deveria ser o objetivo central de política econômica. Mais

recentemente, parece haver uma tendência crescente no sentido de um pensamento mais pragmático com relação à abertura da conta de capital; esse ponto de vista aconselha cuidado e gradualismo, a ponto de questionar seriamente a urgência de uma conta de capital perfeitamente aberta. Tem havido alguma simpatia pela idéia da monitoração permanente dos fluxos, com uso de regulamentação, se necessária, para proteger o equilíbrio macroeconômico interno. Faz-se, a seguir, uma revisão das tendências.

2.2.1 - De economias fechadas para economias abertas

Durante os anos 50 e 60, a corrente principal de pensamento a respeito do desenvolvimento focalizou predominantemente a atividade econômica real em vez de questões relativas à moeda e aos mercados financeiros. Além disso, a análise dos influxos de capital concentrou-se em um número limitado de canais de financiamento, basicamente a ajuda bilateral, os empréstimos multilaterais e o investimento estrangeiro direto (IED). A maioria dos países desenvolvidos e em desenvolvimento tinha controles abrangentes sobre os movimentos de capital.

Essa situação tinha suas raízes na circunstância histórica concreta da Grande Depressão e, particularmente, na atividade incipiente das finanças privadas internacionais até o início dos anos 60. Essa orientação política não tinha, porém, o monopólio das idéias. Confrontava-se, de fato, com paradigmas concorrentes, especialmente com variantes da economia clássica do *laissez-faire*. Estas últimas idéias desfrutavam, ademais, de uma crescente adesão internacional ao aproximar-se o fim da década de 60, devido parcialmente às dificuldades cada vez maiores que os governos estavam encontrando para alinhar sua regulamentação com a realidade das atividades dos mercados interno e internacional.

As novas tendências contribuíram também para uma mudança decisiva de direção da política de desenvolvimento, suscitando o aparecimento de importantes estudos que focalizaram a necessidade de reduzir a intervenção governamental e de liberalizar os mercados, com ênfase especial nas finanças internas.

Sustentava-se também ser necessária uma conta aberta de capital como meio de elevar a poupança nacional, aprofundar os mercados financeiros internos, reduzir os custos de intermediação financeira através do aprimoramento da concorrência, satisfazer a demanda individual de diversificação de riscos e otimizar a alocação de recursos: em resumo, foi invocada a maioria dos benefícios da mobilidade de capital delineados anteriormente.

2.2.2 - Abertura e seqüencialidade

Embora os partidários dessa abordagem estivessem amplamente de acordo quanto ao diagnóstico e às recomendações gerais de política, havia grandes diferenças de opinião sobre a implementação. Alguns argumentavam que as reformas básicas eram parte de uma *seamless web*, e o ideal seria que fossem adotadas simultaneamente, em um tipo de *big bang* [Shaw (1973)]. Outros favoreciam reformas seqüenciais, sendo a conta de capital aberta somente após a consolidação das outras medidas liberalizantes e ficando a mais alta prioridade com a reforma financeira interna e a liberalização comercial [McKinnon (1973)].

A conta de capital era considerada uma área particularmente sensível, porque poderia, se aberta conjuntamente com outras reformas, induzir um crescimento dos influxos de capital que poderia provocar uma valorização prematura da taxa cambial, com conseqüências negativas para a liberalização do comércio e a alocação dos recursos. De acordo com este ponto de vista, uma taxa cambial competitiva era crucial para a reforma do comércio. Conseqüentemente, a regulamentação dos fluxos de capital podia ser justificada como uma forma de reduzir temporariamente as pressões para valorização da taxa de câmbio.

As diferentes abordagens políticas começaram a ter implicações de fato para a América Latina em meados da década de 70, quando três países do Cone Sul passaram por processos radicais de liberalização econômica, inspirados parcialmente pela hipótese da repressão financeira e pela simplicidade teórica da abordagem monetária ao balanço de pagamentos [ver Ffrench-Davis (1983)].

Havia um incentivo adicional ao encorajamento da abertura da conta de capital. Muitos analistas encararam a rápida expansão mundial dos empréstimos bancários internacionais, nos anos 70, como um evento intrinsecamente benigno para o desenvolvimento. Do lado da oferta, os mercados financeiros — especialmente o mercado desregulado das eurodivisas — eram considerados altamente eficientes e capazes de impor “disciplina de mercado” aos tomadores, em contraste com a alegada ineficiência e liberalidade de empréstimos das agências oficiais [Friedman (1977)]. Sentia-se, além disso, que as decisões de *portfolio* e investimentos diretos se baseavam em variáveis-chave de longo prazo (“fundamentos”) dos países a que se referiam e, portanto, eram intrinsecamente favoráveis a maior ordem e disciplina. Do lado da demanda, havia também a noção popular de que, se os tomadores fossem do setor privado — em contraste com as agências do setor público —, os recursos seriam aplicados eficientemente [Robichek (1981)].

Como é notório, a experiência do Cone Sul terminou em fracasso, com o colapso das economias submetidas a um grande desequilíbrio de preços e bolhas especulativas nos preços dos ativos, baixo investimento e poupança internos, uma enorme dívida externa e insolvências internas. As explicações mais comuns para essa má experiência foram o fracasso dos mercados financeiros internacionais e/ou uma seqüencialidade falha das reformas de liberalização.

No que diz respeito ao fracasso do mercado, concluiu-se que a chamada disciplina do mercado financeiro privado simplesmente não se havia materializado, pois em vez de se defrontar com uma curva de oferta ascendente para os empréstimos, com racionamento de crédito, como se presumiria para um mercado com emprestadores eficientes, muitos países em desenvolvimento, nos anos 70, aparentemente se defrontaram com curvas de oferta horizontais (com declínio dos *spreads* cobrados pelos emprestadores e valorização das taxas de câmbio nos mercados tomadores), que deram sinais perversos sobre os preços para o processo de poupança/investimento. Quanto às razões para a curva horizontal de oferta e o fracasso do mercado, alguns salientaram a existência de garantias públicas diretas ou indiretas para os emprestadores e tomadores [McKinnon (1991)], enquanto outros ressaltaram falhas na estrutura dos mercados financeiros e as práticas institucionais de empréstimo, assim como a permissividade das estruturas reguladoras nacionais e internacionais [Devlin (1989)].

No que se refere à seqüencialidade, existe atualmente algum consenso em apoio à idéia de que a abertura da conta de capital foi prematura e deveria ter sido adiada até que outras reformas importantes se tivessem consolidado e o equilíbrio dos preços se estabelecido. A lição é que, durante o ajuste, a abertura de contas de capital (especialmente em períodos de oferta elástica dos recursos financeiros internacionais) pode induzir expansões do influxo de capital com desestabilização macroeconômica e efeitos setoriais.

Primeiro, se os mercados financeiros internos ainda são incipientes e pouco competitivos, eles não serão capazes de intermediar eficientemente a expansão dos fluxos de capital, ameaçando assim a sustentabilidade dos próprios fluxos. Segundo, os parâmetros fiscais precisam ser consolidados e a política precisa ser flexível, pois sem uma base sólida de impostos e instrumentos fiscais flexíveis as autoridades têm que confiar demasiadamente na política monetária para regular a economia interna. Além disso, a base fiscal deve ser suficientemente forte para sustentar níveis adequados de gastos públicos, consistentes com as necessidades de desenvolvimento a longo prazo.

Finalmente, uma vez que parte dos fluxos de capital é inevitavelmente gasta em ativos não-comercializáveis, o preço relativo destes últimos tende a subir, com conseqüente valorização real da taxa de câmbio, o que, por sua vez, se reflete na ampliação do déficit em conta corrente. A valorização real da taxa de câmbio pode obviamente distorcer a alocação de recursos e de investimentos, enfraquecendo seriamente o objetivo estrutural a médio prazo de um país atingir os mercados externos com novas exportações. A valorização real tende também a acarretar custos sociais desnecessários, uma vez que recursos internos terão que, provavelmente, ser mais tarde realocados para a produção de bens comercializáveis, através da depreciação real da taxa de câmbio [Edwards (1984), Park e Park (1993) e Banco Mundial (1993)]. Isso devido ao fato de a contrapartida do déficit na conta corrente ser um acúmulo de um passivo externo, o qual terá que ser eventualmente servido em moeda externa.

Surgiu assim um volume considerável de opiniões de especialistas afirmando que a abertura da conta de capital somente deve ocorrer após a consolidação de outros programas importantes de liberalização, principalmente nas áreas de comércio e do setor financeiro doméstico. De fato, segundo McKinnon (1993, p.117), “durante a liberalização, justificam-se controles rígidos sobre os ingressos (ou saídas) de capital de curto prazo subitamente acrescidos” [ver também Banco Mundial (1993)].

Onde talvez tenha havido maior divergência de opiniões é com respeito à velocidade da abertura da conta de capital, uma vez que a decisão haja sido tomada: alguns têm advogado uma abertura rápida e ambiciosa, enquanto outros aconselham uma abordagem gradual. A posição mencionada primeiramente é sustentada pelos que desconfiam da intervenção governamental no comércio exterior e nos mercados de capital e/ou temem que interesses estabelecidos paralise os programas de liberalização. A segunda abordagem tem suas raízes na crença de que a estabilidade macroeconômica também exige uma certa seqüência na própria abertura da conta de capital. Em um nível mais geral, é traçada uma distinção clara entre as entradas e as saídas de capitais externos, sugerindo-se que os países deveriam liberalizar os primeiros antes dos últimos, em parte devido ao fato de que os benefícios que se podem derivar das saídas são mais evidentes para um país que tenha acumulado um substancial ativo externo líquido [Williamson (1991 e 1993)]. Também poderia haver seqüencialidade dentro dos componentes de entradas e saídas: por exemplo, capitais de longo prazo poderiam ser liberalizados antes dos de curto prazo, enquanto no caso das saídas a prioridade poderia ser dada aos investimentos e ao crédito comercial diretamente orientados para as exportações.

A abordagem gradualista é mais consistente com as conclusões derivadas do debate internacional sobre a seqüencialidade das reformas. Portanto, mesmo que os países em desenvolvimento tenham feito reformas radicais, pode levar muitos anos até que surjam as condições — isto é, um mercado financeiro interno avançado e institucionalmente diversificado, uma base fiscal ampla e consolidada, um setor de exportação diversificado e internacionalmente competitivo e a disponibilidade de uma ampla gama de instrumentos de política macroeconômica — que permitirão que suas economias absorvam movimentos não-regulados de capital externo em formas consistentes com o crescimento sustentado e a igualdade social.

Os proponentes da seqüencialidade só questionam a ordem e a escolha dos momentos da liberalização, não o objetivo final de uma conta de capital aberta. Mesmo assim, a prioridade que deve receber a estabilidade econômica, combinada com o tamanho imensamente maior dos mercados de capital internacionais em relação às economias latino-americanas e às sérias imperfeições existentes nesses mercados, pode tornar indesejável um compromisso, inflexível sob quaisquer circunstâncias, de se manter uma conta de capital permanentemente aberta. De fato, a magnitude e a volatilidade crescentes dos fluxos internacionais de capital já deram origem a novas discussões nos países industrializados sobre o comportamento potencialmente desestabilizador dos mercados de capital e sobre a possível necessidade de sua regulamentação, especialmente sob certas circunstâncias.

3 - A expansão dos fluxos de capital privado na década de 90: implicações da política do lado da oferta

3.1 - Tendências gerais da oferta

3.1.1 - Aumento maciço na escala dos fluxos

O primeiro ponto que precisa ser salientado é o aumento dos fluxos de capital privado para a América Latina no início dos anos 90, assim como o fato de que esses fluxos maciços foram inesperados.

Como se pode ver na Tabela 1, o ingresso líquido de capital para a América Latina alcançou um recorde absoluto em 1992/93, subindo para uma média de US\$ 62

TABELA 1

Fluxos líquidos de capital para a América Latina^a

(Médias anuais)

	1977/81	1983/90	1990	1991	1992	1993 ^b
<i>Fluxos líquidos totais (US\$ bilhões)</i>						
América Latina e Caribe	29,4	9,6	18,2	37,3	59,7	64,2
Argentina	1,9	1,4	-1,2	3,3	11,2	10,0
Chile	2,6	1,5	3,1	1,4	3,5	2,8
México	8,2	0,8	10,7	21,9	24,7	28,5
<i>% do PIB</i>						
América Latina e Caribe	4,5	1,3	1,7	3,3	4,8	4,9
Argentina	2,0	2,1	-0,8	1,8	5,0	4,1
Chile	12,7	7,0	10,2	4,2	8,6	6,4
México	5,1	0,2	4,4	7,6	7,5	8,3

FONTE: Cepal (1994, Cap. IX).

^a Inclui capital de longo e curto prazos, transferências oficiais sem contrapartida e erros e omissões.

^b Números preliminares.

bilhões. Além disso, os ingressos de capital líquido alcançaram 4,9% do PIB, o que é uma taxa similar à do pico histórico anterior – 4,5% em 1977/81.

Particularmente dramático foi o rápido aumento dos fluxos para o México (ver Tabela 1), onde os ingressos de capitais líquidos, de quase zero no período 1983/90, alcançaram 8% do PIB em 1991/93, taxa bem acima daquela de 1977/81. Tanto a Argentina quanto o Chile registraram grandes aumentos em seus ingressos de capital no início dos anos 90, mas esses foram menos dramáticos que os do México.³

3.1.2 - Mudança no tipo de fluxo

Uma segunda tendência importante desses ingressos de capital para a América Latina é a significativa diversificação das fontes e, sobretudo, a mudança de sua composição. Como se pode ver na Tabela 2, a parcela de investimento estrangeiro direto (IED) duplicou entre 1977/81 e 1991/92. As carteiras de ações emergiram

TABELA 2

Fluxos de capital no Hemisfério Ocidental^a

(Médias anuais em % do total)

	1977/81	1991/92
Investimento externo direto	10,7	23,7
Aplicações em bolsa	-	9,9
Títulos	4,5	17,0
Empréstimos de bancos comerciais	66,7	10,4
Créditos de fornecedores e de exportação	6,2	7,3
Empréstimos oficiais	11,1	26,9
Doações	0,8	4,8
Total	100,0	100,0
(US\$ bilhões)	(49,7)	(56,0)

FONTE: Baseado no FMI, *World Economic Outlook* (Oct. 1993).

^a Fluxos brutos (exceto empréstimos a curto prazo).

³ Note-se que o Chile adotou políticas eficazes para moderar os ingressos de capital de curto prazo [ver Ffrench-Davis, Agosin e Uthoff (1994)].

como uma nova fonte de financiamento para os países latino-americanos (PLAs) — e tiveram sua importância ainda aumentada em 1993 —, os lançamentos de títulos também aumentaram notoriamente de importância, enquanto a parcela dos empréstimos de bancos comerciais caiu de modo bastante dramático.

No geral, essas mudanças na estrutura do financiamento externo parecem positivas, uma vez que aparentemente favorecem fluxos mais sustentáveis ao mesmo tempo em que os fluxos com taxas de juros variáveis (particularmente inadequadas ao financiamento do desenvolvimento a longo prazo, como mostrou a crise da dívida dos anos 80) representam uma proporção pequena dos ingressos totais. É preciso, porém, fazer algumas ressalvas com relação a essa avaliação, no geral positiva, da composição dos fluxos, a maioria das quais será discutida a seguir. Vale a pena salientar que uma fonte potencial de preocupação reside no fato de que uma proporção bastante alta dos ingressos de capital líquido no início dos anos 90 (e também mais alta do que nas décadas anteriores) corresponde a fluxos de curto prazo, em que o risco de volatilidade é tanto intuitivo quanto empiricamente mais alto [Cepal (1994)].

Finalmente, no que concerne à mudança na composição dos fluxos, é importante enfatizar — já que isso é frequentemente esquecido — que essas mudanças seguem tendências gerais muito similares às tendências globais, especialmente no que se refere ao declínio da importância dos empréstimos dos bancos comerciais e à rápida ascensão dos valores mobiliários (tanto de títulos quanto de ações). A tendência no sentido dos fluxos de curto prazo também parece ser global.

3.1.3 - A composição regional dos fluxos de oferta

Os Estados Unidos são uma fonte importante dos fluxos de capital privado que chegam aos PLAs. De fato, no que concerne aos IEDs, no período 1987/90 cerca de 35% desses fluxos se originaram nos Estados Unidos, instigados subseqüentemente pelas perspectivas de implantação do Nafta e de maior integração hemisférica. Em 1987/90, cerca de 25% do IED total que veio para a região partiram da Europa [Griffith-Jones (1994)]. O Japão contribuiu com uma fatia bem menor do total, atingindo apenas cerca de 5%. Também é interessante notar que, como salientam Chuhan e Jun (1994), a parcela dominante do investimento japonês na região dos PLAs se dá em paraísos fiscais; de fato, países como as Ilhas Cayman, as Bahamas, as Bermudas, as Ilhas Virgens, as Antilhas Holandesas e o Panamá receberam quase 3/4 do IED japonês canalizado para a região em 1991.

No que diz respeito a ações, particularmente no início, os fluxos vieram, de forma muito predominante, de fontes baseadas nos Estados Unidos (incluindo o retorno da evasão de capital da América Latina). De fato, conforme relata Culpeper (1994), os investidores dos Estados Unidos contribuíram com proporção significativa dos fluxos para os mercados de ações dos principais países latino-americanos, inclusive o México, o Brasil e a Argentina, sendo a fatia do México particularmente grande. Por outro lado, os investidores japoneses favoreceram clara e consistentemente os

mercados do Leste Asiático. Em contraste, fontes baseadas na Europa focalizaram inicialmente a região do Pacífico; porém, consta que os investidores europeus aumentaram mais tarde a fatia de seus fluxos de investimentos em ações dirigidas para a América Latina; estima-se que, em 1991, os investidores europeus tenham direcionado um máximo de 40% do total de seus fluxos secundários para os mercados latino-americanos emergentes, havendo essa fatia declinado um pouco nos últimos anos.

No que se refere a títulos que em 1993 se tornaram a maior fonte de fluxos privados dirigidos aos PLAs, é extremamente difícil distinguir suas fontes regionais de financiamento, especialmente nos mercados internacionais (ou de *eurobonds*), que durante os anos 90 absorveram de três a cinco vezes o volume de emissões de obrigações estrangeiras oferecidas nos principais mercados internos (Estados Unidos, Japão e Europa). Parece, porém, válido salientar que uma parcela extremamente alta das obrigações latino-americanas é levantada em dólares, o que dá alguma indicação de serem investidores baseados nos Estados Unidos (inclusive capital latino-americano evadido e baseado nos Estados Unidos) a principal fonte desses financiamentos.

Como nos casos do IED e das ações, as fontes japonesas desempenharam um papel menor no financiamento das obrigações dos PLAs. A ausência quase total de tomadores latino-americanos nos mercados de títulos do Japão contrasta com a presença relativamente importante de alguns outros países com mercados emergentes, especialmente no setor “samurai”; alguns desses emissores têm sido atraídos para o mercado japonês de títulos pela diferença dos custos aí existentes com relação ao mercado de eurodólares.

No que concerne aos mercados internos de títulos, cuja expressão é reduzida diante dos mercados internacionais, os tomadores latino-americanos têm sido ativos principalmente no mercado de aplicações privadas dos Estados Unidos, onde o afrouxamento da regulamentação (e especialmente a Norma 144A) facilitou enormemente a tomada de empréstimos. Em contraste, os mercados internos europeu e japonês mal foram tocados pelos tomadores latino-americanos.

Podemos, portanto, concluir que — no que diz respeito aos fluxos para os PLAs — emprestadores e investidores baseados nos Estados Unidos emergem no início dos anos 90 como fonte principal, o que parece estar ligado a uma variedade de fatores, incluindo os tradicionais, como a proximidade geográfica, os fortes laços políticos e o maior conhecimento da área, aos quais se somam fatores relativamente novos, como a integração hemisférica — particularmente através do Nafta, assim como de sua provável extensão para o sul — e a grande diferença de rendimento entre os investimentos nos Estados Unidos e na região dos PLAs. Os fluxos europeus, embora inferiores aos dos Estados Unidos, são mais importantes do que é geralmente percebido na região. Eles parecem, além disso, ter certas características que lhes conferem um interesse particular. Por exemplo, os investidores diretos europeus no estrangeiro têm-se comportado como “amigos de tempos incertos”, como em 1983/88, quando os fluxos de IED do Japão caíram e os dos Estados Unidos tornaram-se negativos (devido à crise da dívida); os financiamentos europeus reduziram-se muito menos e constituíram a maior fonte de fluxos de IED para os PLAs [Griffith-Jones (1994)]. Os IEDs europeus nos PLAs são também especialmente

ativos na produção manufatureira, em contraste com os dos Estados Unidos e do Japão, que seriam particularmente ativos nos setores primários.

Quanto às fontes japonesas para financiamento dos PLAs, até agora sua principal característica é o nível bastante baixo. Isso é desapontador, já que o Japão oferece vantagens especiais, não só em termos financeiros potencialmente melhores em alguns casos (e.g., as obrigações), como também, possivelmente mais importante, devido aos benefícios colaterais. Por exemplo, o alto nível de capacidade tecnológica e gerencial japonesa pode tornar os seus investimentos diretos particularmente valiosos em certos setores.

3.1.4 - Algumas similaridades e diferenças entre os fluxos de diversas regiões

Há algumas similaridades e diferenças importantes entre os fluxos originados nos Estados Unidos, na Europa e no Japão. Embora essas comparações sejam úteis para uma compreensão melhor e mais profunda dos diferentes mercados, é preciso salientar que há limites para a distinção, devido à significativa movimentação no sentido da globalização desses mercados. Além disso, embora estejamos destacando em nossa análise os Estados Unidos, a Europa e o Japão, é importante citar duas advertências: primeiro, há outras (novas) fontes geográficas de fundos (por exemplo, os fluxos de Taiwan); e, segundo, pode ser útil para alguns propósitos desagregar os fluxos europeus, distinguindo, por exemplo, entre o Reino Unido e o continente, em virtude de suas diferenças de tradições e regulamentações, mesmo que estas estejam começando a sofrer a erosão devido à unificação do Mercado Europeu.

Uma similaridade comum aos três grandes mercados analisados é que em todos eles os investidores institucionais, especialmente os fundos de pensão e as companhias de seguros, têm presenciado o aumento dramático de seus ativos totais na última década [ver Griffith-Jones (1994)], uma vez que desempenham um papel significativo na mobilização de recursos nos principais países industriais. Este é particularmente o caso dos fundos de pensão e das companhias de seguros dos Estados Unidos, cujos US\$ 5-6 trilhões em ativos correspondiam, no fim de 1992, a cerca de 15% de todos os ativos financeiros dos Estados Unidos e mais de 30% dos ativos de instituições financeiras. Os ativos de investidores institucionais japoneses e europeus (especialmente do Reino Unido) são também muito grandes e vêm crescendo rapidamente [Chuhan e Jun (1994)].

Tem havido uma clara tendência por parte de alguns investidores institucionais no sentido de aumentar a proporção de seus ativos no exterior em relação a seu ativo total [ver Griffith-Jones (1994, Tabela 12)]. Particularmente nítido tem sido o aumento dessa proporção nos fundos de pensão do Reino Unido, onde até 1990 alcançou cerca de 20%, e nos fundos de pensão holandeses, onde alcançou 15%. Estes estão em nítido contraste com os fundos de pensão alemães, dos quais até 1990 apenas 1% de ativos estava no exterior. Os fundos de pensão dos Estados Unidos estão em uma posição intermediária, já que a proporção de seus ativos no exterior

ainda era relativamente baixa em 1990 (4% do total), mas esta posição tende a crescer rapidamente, uma vez que especialistas vêm aconselhando esses fundos a aumentar seus investimentos fora do país. Devido a essas tendências, há uma grande oferta, efetiva e potencial, de fundos disponíveis para investimento em países em desenvolvimento, particularmente nos PLAs.

Uma segunda tendência comum aos principais países foi a ocorrência de mudanças regulatórias que melhoraram o acesso dos países em desenvolvimento a seus mercados de ações e títulos. Particularmente importantes foram as medidas que facilitam o acesso à bolsa de valores e ao segmento de aplicações privadas do mercado de títulos dos Estados Unidos [ver Culpeper (1994)]. Também ocorreram mudanças regulatórias que facilitam o acesso ao mercado japonês, como o relaxamento das diretrizes de qualidade para as emissões de títulos “samurai” e das regras relativas ao mercado privado para emissões não-japonesas [ver Chuhan e Jun (1994)]. Em menor extensão, tem havido a liberalização regulatória em alguns países europeus. Mudanças na CE, ligadas à implantação do Mercado Financeiro Único, tendem a liberalizar regulamentações [ver Griffith-Jones (1994)].

De fato, regulamentações gerais não parecem ser a principal restrição ao acesso dos tomadores da América Latina aos mercados de ações e títulos nos países industriais, embora as regulamentações dos investidores institucionais, em alguns casos, constituam restrições importantes. A principal razão pela qual os investidores institucionais dos principais países industriais — investidores atraentes na perspectiva dos tomadores, dados os seus horizontes de prazos mais longos — estão apenas começando a investir nos países da América Latina, ou a emprestar para eles, não se deve às regulamentações, mas sim ao fato de que — embora conscientes de melhoras importantes nas economias latino-americanas e dos retornos mais altos por elas oferecidos — ainda percebem estes países como potencialmente voláteis tanto econômica quanto politicamente. Os investidores institucionais japoneses são especialmente prudentes, tanto por tenderem a comprar somente títulos de baixo grau de risco quanto por terem ainda viva em maior grau a memória da crise latino-americana da dívida devido à maior integração entre diferentes segmentos de investidores e tomadores. Em contraste, os investidores institucionais dos Estados Unidos investiram relativamente mais em papéis latino-americanos do que seus correspondentes europeus e japoneses. Conforme exposto, o interesse relativamente mais forte desses investidores é explicado pela proximidade geográfica, assim como pelos crescentes vínculos empresariais com a região e ainda mais estimulado pela perspectiva de maior integração hemisférica.

3.2 - O problema dos dados

Por serem de modo geral novos, na década de 90, os mecanismos pelos quais o capital tem fluído para os PLAs, os dados sobre esses fluxos tendem a ser incompletos. Especialmente incompleta é a informação sobre fluxos de *portfolio*, particularmente aqueles relativos aos mercados secundário e de derivativos. A informação sobre quanto os investidores institucionais dos principais países estão investindo nos PLAs

também é particularmente incompleta e preliminar. É difícil para os formuladores de políticas e para os órgãos reguladores tomar decisões corretas apenas com dados muito incompletos sobre a magnitude dos diferentes tipos de fluxos; isso ficou demonstrado no fim dos anos 70, quando informações escassas e incompletas sobre os empréstimos bancários para os PLAs tornaram-se um fator importante que influenciou decisões incorretas tanto dos atores do mercado quanto de órgãos reguladores [Cepal (1994)].

Embora esforços importantes tenham sido feitos para aperfeiçoar os dados, há uma necessidade urgente de trabalho adicional nesse campo. Em nível global, e para os países em desenvolvimento de modo geral, o FMI e o Banco Mundial precisam melhorar os dados ainda mais. Em nível regional, instituições como a Cepal e/ou o Banco Interamericano de Desenvolvimento podem aprofundar seus relatórios sobre esses fluxos. Finalmente, mas não menos importante, os principais países de origem dos recursos necessitam melhorar as informações sobre os fluxos para os diferentes mercados emergentes. Informações mais completas, consistentes e rápidas dos fluxos privados seriam benéficas para todos os participantes — nos países de origem dos recursos e nos destinatários —, incluindo poupadores, investidores e tomadores.

Uma segunda área onde os dados são insuficientes e incompletos é a informação disponível para corretores, gerentes de investimento e, particularmente, gerentes de investidores institucionais sobre as economias da América Latina e sobre as empresas individuais. Quando os emprestadores sentem que sabem substancialmente menos que os tomadores sobre os riscos do crédito, eles podem escolher racionalmente os empréstimos em vez de elevar as taxas de juros, particularmente para os tomadores cuja qualidade de crédito é mais difícil de determinar [Stiglitz e Weiss (1981)]. Isso tenderá a ocorrer em um contexto em que a incerteza aumenta, o que pode provocar instabilidade financeira [Mishkin (1991)].

Uma terceira área na qual a informação e a análise são muito incompletas relaciona-se ao uso final dos fluxos privados nos vários países destinatários. Em que medida esses fluxos são canalizados para investimentos, quão eficientes são esses investimentos e que proporção é canalizada para a produção de bens comercializáveis? Uma resposta a essas perguntas seria crucial para ajudar a garantir que os ingressos efetivamente contribuam para o crescimento a longo prazo e para o desenvolvimento, minimizando a probabilidade de um sério problema futuro em relação à dívida. A responsabilidade primária pela monitoração de tais fluxos parece residir nos bancos centrais e nos órgãos reguladores dos países tomadores, mesmo quando seria razoável esperar que emprestadores e investidores (assim como os bancos centrais e as autoridades reguladoras dos países fontes) tivessem um forte interesse nessa matéria.

3.3 - Os riscos financeiros dos novos fluxos de capital

Os benefícios da interação com os fluxos de capital privado para o desenvolvimento das economias destinatárias dependem parcialmente do acesso estável e previsível

aos mercados financeiros. Os riscos de restrições abruptas na oferta e/ou aumentos rápidos e excessivos nos custos e o encurtamento dos prazos de maturidade dos passivos externos são parcialmente determinados por percepções de risco e, portanto, pelas políticas do país receptor dos recursos. Mas, do ponto de vista dos países menos desenvolvidos, o acesso também pode estar fortemente condicionado por dinâmicas do lado da oferta, determinadas exogenamente e relacionadas a políticas de países industrializados nas áreas de regulação macroeconômica e financeira.

Desta última perspectiva, a América Latina pode se confrontar com riscos consideráveis de volatilidade relativos aos novos fluxos financeiros dos anos 90. Primeiramente, há um certo grau de consenso de que uma força impulsionadora por trás dos novos fluxos de capital baseou-se exogenamente em um relaxamento conjuntural da política monetária na área da OCDE e em um conseqüente declínio dramático das taxas internacionais de juros, especialmente as dos Estados Unidos [Calvo, Leiderman e Reinhart (1993)]. O incremento das diferenças de rendimentos a favor da região atraiu investidores que se haviam acostumado a uma década de taxas de juros reais elevadas em áreas de baixo risco da OCDE. Além disso, dada a especial situação conjuntural na América Latina — recuperação de uma recessão profunda e prolongada —, os investidores foram capazes de capturar altos retornos com baixos custos de coleta de informações, já que a necessidade de discriminar entre os países e as firmas não era grande. Qualquer aumento significativo das taxas de juros internacionais, combinado com custos de informação mais altos para identificar rendimentos elevados, poderia induzir uma reversão do fluxo de alguns dos investidores menos comprometidos. O impacto negativo sobre os fluxos para os PLAs de um aumento relativamente pequeno das taxas de juros dos Estados Unidos, em 1994, ilustra este ponto.

Os mercados financeiros internacionais podem ser também mais vulneráveis estruturalmente às oscilações voláteis de preço e volume do que no passado. Por exemplo, muitos dos novos instrumentos financeiros são complexos e às vezes não completamente compreendidos por todos os participantes nem mesmo pelos intermediários que articulam os negócios. Há um potencial crescente de instabilidade de mercado à medida que os derivativos aumentam de importância na atividade financeira; por um lado, essas transações não são reguladas nem têm padrões de margem ou de capital e, por outro, a comercialização desses instrumentos é impulsionada por taxas pagas adiantadamente, que revertem ao vendedor imediatamente, sem risco. Finalmente, a informação sobre as transações com derivativos é extremamente incompleta.

Adicionalmente aos riscos de caráter mais sistêmico, os países devem ter também consciência dos riscos potenciais específicos das modalidades particulares através das quais o capital tem fluído para a América Latina nos anos 90, o que lhes permitiria maximizar os benefícios e minimizar os custos potenciais dos fluxos privados.

Uma fonte importante dos novos fluxos para a América Latina são os títulos, que possuem a vantagem de terem, principalmente, taxas de juros fixas. Porém, conforme discutido em Griffith-Jones (1994), a maturidade média desses títulos nos anos 90 é muito curta (cerca de quatro anos), o que implica que uma considerável fatia dessas aplicações pode desaparecer rapidamente se os títulos não forem renovados. Menos dramático, mas também motivo de preocupação, é o risco de que, se a renovação dos

títulos ocorrer *pari passu* com taxas de juros mais altas, o custo médio dos empréstimos aumentará de modo significativo relativamente cedo.

Uma nova forma de financiamento privado externo para a América Latina é o investimento em ações. Este tipo de aplicação tem a vantagem da sensibilidade dos dividendos aos ciclos econômicos. Porém, os fluxos para compra de ações também acarretam importantes riscos para os países a que eles são direcionados. Os financiadores estrangeiros poderiam, por diferentes razões, interromper o investimento em ações, e até mesmo tentar vender rapidamente as que possuísem, se temessem uma piora nas perspectivas do país. Isso poderia produzir uma pressão sobre a taxa de câmbio e/ou levar a quedas nos preços da bolsa de valores local. Embora este último efeito viesse a reduzir o risco de uma grande saída de divisas, ele poderia ter um impacto negativo sobre a demanda agregada — através do efeito-riqueza — e sobre o sistema financeiro interno, especialmente se as atividades bancárias e aquelas ligadas ao mercado de valores mobiliários forem bastante integradas, seja através de controles acionários recíprocos ou da alavancagem financeira dos investidores. Na medida em que uma parte crescente do investimento em ações latino-americanas se origine em investidores institucionais, que parecem distribuir seus ativos segundo critérios de prazo mais longo, o risco de grandes reversões dos fluxos é menor. Mas, enquanto os mercados forem movidos em importantes proporções por participantes especializados na obtenção de rendimentos a curto prazo e os mercados de ações permanecerem relativamente acanhados, os riscos de grande volatilidade serão inerentes a esta nova modalidade de financiamento externo.

Com relação aos fluxos de IED, estes parecem ser, em geral, bem mais estáveis e de longo prazo. É, portanto, desejável que uma proporção muito mais alta dos ingressos de capital para a América Latina — maior do que aquela observada nos anos 70 — venha sob a forma de investimento estrangeiro direto.

Menos encorajadora é a proporção relativamente alta de fluxos de capital de curto prazo, os quais, por sua própria natureza, apresentam um risco maior de volatilidade. De fato, análise estatística da Cepal (1994, Cap.IX) confirma que os fluxos de curto prazo foram bastante voláteis no período 1950/92.

4 - A expansão dos fluxos de capital nos anos 90: questões de política do lado da demanda

4.1 - Os ingressos de capital e seus efeitos macroeconômicos

A súbita expansão dos ingressos de capital forneceu o financiamento necessário à continuação, de um modo socialmente mais eficiente, dos programas de ajuste estrutural iniciados por vários países na década de 80. Porém, esses ingressos apresentaram alguns desafios com relação à necessidade de se introduzirem mecanismos de proteção destinados a impedir o surgimento de crises financeiras, garantir

a estabilidade e a sustentabilidade do equilíbrio macroeconômico e promover o investimento. Uma questão crescentemente relevante relaciona-se aos programas antiinflacionários baseados na valorização das taxas de câmbio.

Para a região como um todo, a entrada de capital teve efeitos positivos de tipo keynesiano, ao reduzir a restrição cambial, permitindo que a capacidade produtiva existente fosse usada mais plenamente e que, como resultado, a produção, a renda e o emprego melhorassem. O relaxamento da restrição externa, a partir do início dos anos 90, contribuiu para a recuperação do crescimento econômico, cuja taxa anual subiu de 1,6% em 1983/90 para 3,4% em 1990/93 (ver Tabela 3, linha 17).

A recuperação está em grande parte baseada no fato de que a maior disponibilidade de poupanças externas possibilitou o financiamento de mais importações associadas a um maior uso da capacidade produtiva existente, o que, por seu efeito na produção e na renda, reativou a demanda agregada. O efeito de expansão foi geral em toda a região e particularmente forte em alguns países (por exemplo, Argentina, Chile e Venezuela); entretanto, há exceções. O México — embora tenha experimentado um ingresso particularmente grande de capitais privados — não exibiu uma recuperação do crescimento durante o período. O grau em que os ingressos de capitais privados induzem ao crescimento é fortemente influenciado pelo hiato existente entre o PIB e a capacidade produtiva, pela natureza das políticas econômicas internas, particularmente das macroeconômicas, pelas expectativas dos agentes econômicos, pelos desenvolvimentos políticos e por fatores externos, como as relações de troca.

Desde 1990, o ingresso líquido de capital se expandiu, alcançando uma média anual de cerca de US\$ 62 bilhões em 1992/93 (ver Tabela 1). Mais da metade do ingresso líquido em 1991 foi para reconstituir as exauridas reservas internacionais latino-americanas; essa fatia decresceu continuamente para 1/3 em 1993, *pari passu* com a capacidade aumentada de absorção da região. Essa capacidade, obviamente, também foi melhorada pela significativa valorização das taxas de câmbio permitida ou forçada por vários PLAs.

Uma vez que as relações de troca pioraram significativamente durante os anos 90 (ver Tabela 3, linha 4), ainda prevalece um considerável hiato entre o PIB e a renda nacional bruta (linhas 15 e 16).

A taxa de investimento, por seu lado, somente em 1992 atingiu um nível acima da média de 1983/90. Além disso, somente para uns poucos países da região que receberam grandes influxos de capital, como o Chile, esse aumento nos ingressos de capital foi acompanhado por uma taxa de investimento comparativamente alta. Resumindo, se compararmos 1983/90 com 1993, a poupança líquida externa (fluxos de capital menos aumento das reservas) aumentou em cerca de três pontos percentuais como proporção do PIB, enquanto a taxa de investimento subiu apenas um ponto. O restante foi para o consumo ou para compensar as perdas nas relações de troca.

Junto com a recuperação econômica, a velocidade com que os ingressos de capital fecharam o hiato externo e geraram um superávit de fundos externos refletiu-se em uma tendência à valorização da taxa de câmbio, rápida redução dos superávits

TABELA 3

América Latina: indicadores macroeconômicos

	1976/81	83/90	91/93	1991	1992	1993
<i>Em US\$ milhões de 1980</i>						
1. Ingresso líquido de capital	32,7	8,9	45,3	31,7	50,3	53,8
2. Variação das reservas	6,6	1,3	18,3	16,1	22,0	17,0
3. Poupanças externas (1-2)=8	26,1	7,6	27,0	15,7	28,3	36,9
4. Efeito das relações de troca ^a	5,5	30,4	55,6	49,4	55,3	62,1
5. Déficit comercial	4,3	-55,0	-48,9	-55,1	-45,1	-46,5
6. Serviços de fatores	16,9	34,4	26,6	27,4	25,1	27,3
7. Transferências sem contrapartida ^b	0,6	2,2	6,3	6,0	6,9	6,0
8. Déficit na conta corrente (4+5+6-7)=3	26,1	7,6	27,0	15,7	28,3	36,9
9. PIB	671,5	782,0	884,1	856,9	882,5	912,8
10. RNB (9-4-6+7)	649,7	719,4	808,2	786,1	809,0	829,4
11. Consumo	513,3	595,4	680,1	659,8	677,9	702,7
12. Investimento	162,5	131,6	155,0	142,0	159,4	163,6
13. Excedente das despesas sobre a produção (11+12-9)=5	4,3	-55,0	-48,9	-55,1	-45,1	-46,5
14. Excedente das despesas sobre a renda (11+12-10)=3	26,1	7,6	27,0	15,7	28,3	36,9
15. PIB <i>per capita</i> (US\$ de 1980)	2.044	1.999	2.029	2.004	2.025	2.057
16. RNB <i>per capita</i> (US\$ de 1980)	1.978	1.834	1.841	1.824	1.841	1.856
17. Taxa de crescimento do PIB (%)	4,6	1,6	3,4	3,8	3,0	3,4
18. Taxa de crescimento das exportações (g)	4,2 ^c	5,6	6,6	5,0	7,9	6,8
19. Taxa de crescimento das importações (g)	5,1 ^c	2,5	14,6	16,2	19,2	8,6
20. Exportações de mercadorias	81,8	124,0	167,7	155,6	168,0	179,4
21. Importações de mercadorias	99,5	72,8	121,5	104,5	124,6	135,3

(continua)

	1976/81	83/90	91/93	1991	1992	1993
<i>Em % do PIB</i>						
1. Ingresso líquido de capital	4,9	1,1	5,1	3,7	5,7	5,9
2. Variação das reservas	1,0	0,2	2,1	1,9	2,5	1,9
3. Poupanças externas (1-2)=8	3,9	0,9	3,1	1,8	3,2	4,0
4. Efeito das relações de troca ^a	0,8	3,9	6,3	5,6	6,3	6,8
5. Déficit comercial	0,6	-7,0	-5,5	-6,4	-5,1	-5,1
6. Serviços de fatores	2,5	4,4	3,0	3,2	2,8	3,0
7. Transferências sem contrapartida ^b	0,1	0,3	0,7	0,7	0,8	0,7
8. Déficit na conta corrente (4+5+6-7)=3	3,9	1,0	3,1	1,8	3,2	4,0
9. PIB	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
10. RNB (9-4-6+7)	96,8	92,0	91,4	91,8	91,7	90,9
11. Consumo	76,4	76,1	76,9	77,0	76,8	77,0
12. Investimento	24,2	16,9	17,5	16,6	18,1	17,9
13. Excedente das despesas sobre a produção (11+12-9)=5	0,6	-7,0	-5,5	-6,4	-5,1	-5,1
14. Excedente das despesas sobre a renda (11+12-10)=3	3,9	1,0	3,1	1,8	3,2	4,0
15. PIB <i>per capita</i> (US\$ de 1980)						
16. RNB <i>per capita</i> (US\$ de 1980)						
17. Taxa de crescimento do PIB (%)						
18. Taxa de crescimento das exportações (g)						
19. Taxa de crescimento das importações (g)						
20. Exportações de mercadorias	12,2	15,9	19,0	18,2	19,0	19,7
21. Importações de mercadorias	11,8	9,3	13,7	12,2	14,1	14,8

FONTE: Cepal, com base nos números dos balanços de pagamentos e das contas nacionais de 19 países.

^aRecursos necessários para cobrir as perdas resultantes do aumento de preços das importações com relação às exportações por região, medidas a preços de 1980.

^bCorresponde aos fluxos privados sob a forma de doações e a outras operações não-oficiais.

^cCorresponde às taxas anuais de crescimento entre 1981 e as médias de 1973/75.

comerciais e aumento do déficit da conta corrente [ver Cepal (1994)]. Essas tendências refletiram, inicialmente, a recuperação dos níveis “normais” de demanda agregada, de importações e da taxa de câmbio real, os quais se achavam condicionados pelas restrições externas durante o período anterior. A continuação da abundância de capital, porém, tende a manter essas tendências ao longo do tempo, confrontando as autoridades econômicas com um dilema crucial para o futuro da estabilidade: se o ingresso de capitais se reduzir, os níveis da demanda agregada e das importações, assim como da taxa de câmbio, podem não ser sustentáveis a médio prazo. Em seus valores de equilíbrio, essas variáveis deveriam refletir as condições dos mercados monetários e de bens produzidos domesticamente, bem como a disponibilidade de poupanças externas, que depende da natureza permanente ou transitória dos fluxos de capital.

Durante 1991/93: *a*) foi dedicada à acumulação de reservas uma proporção maior dos ingressos de capital do que nos anos 70, moderando assim o impacto desses recursos nas economias da região; *b*) até 1992, o dispêndio interno cresceu mais rápido que a produção interna e a renda nacional, reduzindo o superávit a preços constantes da conta corrente não-financeira e dando lugar ao surgimento de um déficit a preços correntes, pela primeira vez desde 1981; e *c*) as poupanças nacionais foram (moderadamente) deslocadas pelas poupanças externas, conforme refletido no fato de o aumento no investimento total ter sido menor que o crescimento da poupança externa (ver Tabela 3).

Os efeitos dos novos ingressos de capital não têm sido os mesmos em todos os países, o que está associado tanto ao acesso a esses recursos quanto também ao uso que as economias das regiões fizeram dos financiamentos internacionais. A capacidade de absorver esses fluxos e as políticas seguidas pelos países têm sido afetadas pelo estágio alcançado pelo país no processo de ajuste econômico. De fato, os vínculos renovados com os mercados financeiros internacionais encontraram os países em etapas diferentes de seus programas de ajuste.

4.2 - Abordagens de política econômica

Quando as autoridades se deparam com uma abundância inesperada de financiamento externo, a qual consideram ser parcialmente transitória ou com fluxo rápido demais para ser eficientemente absorvida pela economia, elas podem intervir em três níveis: em um primeiro, podem procurar moderar o impacto sobre a taxa de câmbio através da compra de divisas (*e.g.*, acumulando reservas) pelo Banco Central; em um segundo, mais profundo, podem adotar políticas de esterilização (*e.g.*, operações de mercado aberto) para mitigar o impacto monetário do acúmulo de reservas decorrentes da intervenção no primeiro nível; e, em um terceiro, podem adotar políticas de incentivos, e sobretaxas ou controles quantitativos para regular os ingressos de capital, influenciando assim a sua composição e o volume. O objetivo é encorajar os fluxos cujo volume seja consistente com a capacidade interna de absorção da economia, canalizando-os para projetos de investimento produtivos e, ao contrário, desencorajando a entrada de capital de curto prazo.

Em geral, dentro de um contexto de liberalização financeira, os instrumentos adotados têm-se direcionado primordialmente para os assim chamados primeiro e segundo níveis de intervenção. Dependendo da importância atribuída à necessidade de colocar freios à tendência de valorização do câmbio, as autoridades de vários PLAs têm realizado diferentes intervenções nos mercados de divisas e, além disso, dependendo de haverem decidido seguir uma política monetária ativa ou passiva, introduziram diferentes graus de intervenção para regular a demanda agregada. Alguns países regulamentaram também diretamente os fluxos de capital para influenciar sua composição e pô-los mais alinhados com os próprios objetivos de desenvolvimento.

As combinações possíveis entre o primeiro e o segundo nível produzem ajustes diferentes de políticas cambial e monetária, que levam à distinção entre as duas alternativas principais de intervenção.

4.2.1 - Intervenção não-esterilizada

O primeiro nível de intervenção tem sido freqüentemente adotado por países que visam especialmente à estabilidade dos preços, ancorando-a em uma taxa cambial nominal fixa, e que se encontram dispostos a aceitar uma política monetária passiva. De fato, o Banco Central deve acumular reservas internacionais substanciais à medida que compra divisas produzidas pelos ingressos de capital, sem esterilizar o efeito monetário dessas operações. A expectativa é de que as taxas nacionais de juros e de inflação convirjam rapidamente para os níveis internacionais.

Uma parte substancial do sucesso dessa estratégia dependerá fundamentalmente da confiança dos agentes econômicos na capacidade das autoridades monetárias de manterem a taxa nominal de câmbio. O sucesso depende também da relação entre a taxa nominal de câmbio e a inflação. Em face dos componentes inerciais da inflação e/ou defasagens no ajustamento das importações — que podem fazer com que a base monetária se expanda além dos níveis desejáveis ou que os preços dos produtos importáveis permaneçam altos —, o uso da taxa cambial como âncora para estabilizar os preços pode causar uma forte valorização em termos reais, um excesso crescente da demanda agregada e uma mudança na composição da produção desfavorável aos produtos comercializáveis. Uma aposta exagerada nessa abordagem de ataque à inflação é claramente uma estratégia de alto risco; se emergirem desequilíbrios importantes, as opções políticas freqüentemente se estreitam, limitando-se a uma grave recessão ou a medidas corretivas abruptas e desestabilizadoras. De fato, alguns recomendariam a alternativa da ação direta sobre a inflação por meio de políticas fiscais, de renda e monetárias ativas. Como comentou Kenen (1993): “Nenhum marinheiro sensato joga a âncora antes de a embarcação parar de se mexer”.

Embora na prática os países da região tenham usado diferentes combinações de políticas, podem ser destacados o Chile, em 1979/82, e a Argentina, nos anos 90, como os que chegaram mais perto da forma pura desta alternativa. Os *trade-offs* enfrentados pela Argentina recentemente, pelo menos a médio prazo, têm sido relativamente

grandes [Fanelli e Machinea (1994)]. A inflação caiu radicalmente e a economia vem experimentando uma considerável recuperação no investimento e na atividade econômica. Porém, a valorização da taxa cambial, combinada à liberalização das importações, tem contribuído para uma marcante deterioração da balança comercial e o déficit da conta corrente tem-se expandido, enquanto as poupanças interna e nacional têm exibido uma tendência de queda. Como a atividade interna está sendo alimentada desproporcionalmente pelas poupanças externas, a trajetória da economia depende enormemente da sustentabilidade dos fluxos de capital.

4.2.2 - Intervenção esterilizada

Esta abordagem envolve a esterilização dos efeitos monetários da acumulação de reservas durante a expansão dos ingressos de capital. O objetivo é isolar o estoque de moeda das grandes flutuações oriundas da mobilidade do capital estrangeiro. Esse tipo de esterilização, se eficaz, evita que as taxas internas de juros reais caiam e limita a expansão da demanda agregada. Este segundo nível de intervenção foi o preferido por países que deixaram para trás uma conjuntura recessiva: manter uma política monetária ativa e, ao mesmo tempo, uma posição mais cautelosa com relação aos ingressos de capital. Ele reflete uma preocupação com o desenvolvimento sustentado do setor de comercializáveis e com a canalização do capital estrangeiro para poupanças e investimentos (de preferência naquele setor).

Em economias que estão fazendo pleno uso de sua capacidade produtiva, a esterilização tem as vantagens de ajudar a controlar a demanda agregada e evitar maior valorização da taxa real de câmbio. Porém, se persistirem as diferenças entre as taxas de juros, os ingressos de capital continuarão a ser estimulados, gerando maior necessidade de esterilização; ao mesmo tempo, a intervenção pode ser uma fonte de déficits quase fiscais, já que o Banco Central estará colocando papéis no mercado interno a taxas de juros mais altas que as obtidas sobre suas reservas internacionais.

A intervenção esterilizada, portanto, não é livre de problemas. Os conflitos surgem com mais força quando a flexibilidade do sistema fiscal é excessivamente pequena para as autoridades econômicas nacionais poderem usar essa política para compensar choques internos ou externos. O que ocorre nesses casos é que os outros instrumentos de política são sobrecarregados; de fato, as autoridades precisam confiar somente nos instrumentos monetários e cambiais para moderar a demanda agregada ou para estimular a economia. Um sistema fiscal mais flexível permitiria uma melhor combinação de políticas e taxas de juros e de câmbio mais estáveis.

Na ausência de uma política fiscal flexível, os problemas da intervenção esterilizada são aumentados, salientando o dilema com que se defrontam as autoridades econômicas quando tentam controlar simultaneamente a taxa real de juros (como instrumento monetário para implementação de políticas de estabilização) e a taxa real de câmbio (como instrumento de política comercial para promoção do crescimento da produção de bens comercializáveis). Se a taxa de juros consistente com o

objetivo de debelar a inflação (esterilizando os efeitos monetários e acumulando reservas) for mais alta que a taxa internacional ajustada às expectativas de desvalorização, os ingressos de capital continuarão a exercer pressão para valorização da taxa real de câmbio, prejudicando assim o objetivo de competitividade do setor de comercializáveis. De modo inverso, se se permitir que a taxa interna de juros caia, ambos os objetivos serão frustrados, já que gastos mais altos induzidos pelas taxas de juros mais baixas pressionarão os preços e conduzirão também a uma valorização real do câmbio [Zahler (1992)].

É por essa razão que, na prática, a alternativa de intervenção esterilizada tem sido combinada com outras medidas de política: *a*) políticas adicionais do primeiro nível de intervenção, para influenciar o mercado de câmbio; *b*) do segundo nível, para regular a demanda agregada através de outros mecanismos além da taxa de juros; e *c*) do terceiro nível, para modificar o volume e a composição dos fluxos de capital, seja diretamente, através de restrições e encargos dirigidos em particular ao capital de curto prazo, seja indiretamente, gerando incerteza sobre a taxa de câmbio para os investidores de curto prazo [ver Ffrench-Davis, Agosin e Uthoff (1994)]. Dentre as medidas possíveis, as seguintes são dignas de nota:

No primeiro nível de intervenção, concebido para influenciar os efeitos sobre o mercado de divisas: *a*) aumentar a demanda de divisas por meio de incentivos à saída de capitais durante os períodos de superávit, o que pode ser feito através do relaxamento das regras que governam o investimento de nacionais fora do país e a repatriação dos IEDs e da autorização a vários devedores para efetuarem pagamentos adiantados; *b*) encorajar investimentos intensivos em bens de capital e insumos importados; e *c*) criar mecanismos encorajadores de aumentos de produtividade que compensem a valorização da taxa cambial.

No segundo nível de intervenção, cujo propósito é controlar o impacto sobre a demanda agregada: *a*) introduzir mecanismos de regulação dos sistemas financeiros para evitar os efeitos de distorções e da natureza incompleta desses mercados, assim como remover os mecanismos que permitem contornar as regulamentações do sistema financeiro [ver Cepal (1994, Caps. VII e XII)]; *b*) impor disciplina fiscal, evitando pressão excessiva sobre a demanda; e *c*) suplementar a política cambial com pactos sociais relacionados a preços e salários (como no México).

No terceiro nível de intervenção, designado para alterar a composição dos fluxos de capital: *a*) aplicar medidas cambiais indiretas destinadas a reduzir as entradas (e a estimular as saídas) de capitais de curto prazo, por meio da introdução de incertezas quanto à evolução a curto prazo das taxas cambiais, através da intervenção do respectivo Banco Central na determinação dessas taxas; e *b*) adotar medidas diretas impondo restrições aos ingressos de capital, que podem assumir a forma de exigência de reservas, sem juros, sobre os depósitos bancários ou outros créditos do exterior e várias espécies de controles quantitativos (exigência de período mínimo de maturidade, volume mínimo para emissão de títulos e regulamentação da participação do capital estrangeiro no mercado de ações).

Entre os países que optaram por uma intervenção ativa, o Chile é o que tem sido mais persistente, mas outros, como Colômbia, Costa Rica e México, também merecem ser mencionados [ver Cepal (1994, Tabela XI.4)].

O Chile é uma ilustração de um país que desenvolve uma bateria de políticas nos três níveis, por enquanto com excelentes resultados no que diz respeito ao crescimento e aumento da poupança interna e do investimento [Ffrench-Davis, Agosin e Uthoff (1994)]. As autoridades chilenas optaram pela intervenção porque queriam regular a atividade interna através de uma política monetária ativa e ao mesmo tempo apoiar o duramente conquistado impulso exportador do país influenciando a determinação da taxa real de câmbio a curto prazo. Esta estratégia se apóia em duas suposições: *a*) a autoridade monetária tem uma idéia melhor das tendências macroeconômicas futuras do balanço de pagamentos e de seus efeitos a longo prazo sobre a economia; e *b*) seus objetivos são de prazo fundamentalmente mais longo que os dos agentes que operam em mercados de curto prazo [Zahler (1992)]. Portanto, em face dos intensos ingressos de capital, as autoridades, interpretando que parte deles tinha um caráter permanente, permitiram alguma valorização. Porém, moderaram significativamente as dimensões da mudança, com uma intervenção ativa e bastante abrangente, incluindo o uso de regulamentações sobre o capital de curto prazo. Naturalmente, para moderar a valorização da taxa cambial, o país teve que ser mais flexível em sua meta de reduzir a inflação a um dígito. Mas, com 13% em 1993, a inflação está bem administrável e pode ser considerada baixa pelos padrões históricos. Em consequência disso, a gestão chilena dos fluxos de capital parece haver sido particularmente eficaz até o início de 1994.

O México é um caso intermediário entre o Chile e a Argentina. Por um lado, tem dado atenção preferencial à convergência da inflação interna (com a dos Estados Unidos). Entretanto, não foi ao extremo de fixar a taxa nominal de câmbio como a Argentina. Ainda que tenha havido uma considerável valorização real da taxa cambial, isso tem sido moderado por graus significativos de intervenção nos níveis dois e três [Gurría (1994)], embora menos abrangentes que no Chile. O resultado foi, de fato, a obtenção de uma inflação de um dígito. No entanto, políticas monetária e fiscal muito rígidas, junto com problemas políticos em 1994, mantiveram baixo o crescimento. Poderia, de fato, ser dito que o México introduziu elementos de gestão heterodoxa dos fluxos de capital estrangeiro (como uma faixa na taxa de câmbio) um pouco tarde.⁴

É motivo de preocupação o fato de que, mesmo com uma taxa de crescimento muito baixa (0,5% para o PIB em 1993), o déficit da conta corrente mexicano tenha sido muito alto naquele ano. Embora a aprovação do Nafta abra novas possibilidades para a economia mexicana, o elevado nível do déficit da conta corrente torna o país muito dependente de ingressos de capital estrangeiro, ficando assim vulnerável a qualquer declínio maior nesses fluxos de capital. Para ajudar a evitar tais declínios, as autoridades econômicas precisam usar taxas de juros altas, o que tem efeitos negativos na economia interna.

4 Não obstante, o sistema de bandas, junto com o fundo de estabilização do câmbio, mostrou-se extremamente eficaz na emergência enfrentada pelo México no início de 1994.

4.3 - Uma receita de política para estabilidade e crescimento sustentado

De um ponto de vista de políticas públicas, o modo ideal de avaliar a resposta à expansão dos ingressos de capital seria separar os componentes permanentes dos temporários. Se houver um fluxo permanente adicional, fenômenos a ele correlacionados, como valorização da taxa real de câmbio, crescimento do déficit da conta corrente e aumento do consumo, poderão ser interpretados como ajustes estabilizadores e, portanto, economicamente saudáveis. Se os fluxos de capital forem temporários, esses movimentos mencionados nas variáveis-chave causarão distorções, já que criarão desequilíbrios econômicos e a probabilidade de ajustes futuros desestabilizadores e com custos potencialmente altos. Essa distinção é, sem dúvida, muito difícil de se fazer na prática. Porém, há medidas de política econômica que podem ter um impacto diferenciado sobre os fluxos de curto e longo prazos, ou sobre os fluxos de investimentos produtivos em oposição aos puramente financeiros [ver Ffrench-Davis, Agosin e Üthoff (1994)].

A existência de externalidades e de outras grandes imperfeições dos mercados internacionais de capitais dá origem, entre outras coisas, a ciclos frequentes de abundância e escassez de recursos e a crises sistêmicas, com o resultado de que mesmo fluxos potencialmente permanentes podem desaparecer da noite para o dia [Guttentag e Herring (1984)]. Assim sendo, é sempre aconselhável que os governos tomem algum cuidado no que se refere a ingressos de capital, de modo a promover uma situação em que seus montantes agregados e principais componentes sejam consistentes com a estabilidade macroeconômica, o investimento e o crescimento baseado na competitividade internacional. Particularmente se o tamanho e a composição dos fluxos de capital forem inconsistentes com esses parâmetros, mais cedo ou mais tarde sua sustentabilidade poderá ser ameaçada, tornando necessário que se apele para ajustes socialmente dispendiosos. Esse problema do nível e da qualidade da capacidade de absorção interna sobrepõe-se aos riscos inerentes aos choques externos de curto prazo nos mercados financeiros internacionais.

Uma vez que os fluxos de capital podem afetar e ser afetados pelas variáveis macroeconômicas, os governos deveriam tomar cuidado com duas frentes: primeiro, deveriam evitar a situação em que os ingressos de capital criassem valores atípicos (*outliers*) ou distorções significativas nos indicadores-chave macroeconômicos, como os juros e a taxa de câmbio real, o endividamento setorial e nacional, a inflação (inclusive dos preços dos ativos), o consumo, o investimento e a produção de comercializáveis; e, segundo, devem evitar o uso dos ingressos de capital como principal instrumento para atingir metas rígidas ou extremas para uma única variável econômica, especialmente durante um período prolongado de tempo; um caso frequente é o de se quebrar a inflação por meio da valorização da taxa cambial. Ao fazê-lo, outras variáveis importantes são geralmente colocadas em desequilíbrio, afetando-se assim o próprio instrumento usado em primeiro lugar — os ingressos de capital.

Os ingressos de capital, obviamente, não são sempre consistentes com os objetivos de estabilidade macroeconômica em seu sentido amplo, de crescimento sustentável

e de justiça social; justifica-se, portanto, um certo grau de “gestão” governamental, direta ou indireta, para influenciar o volume e a composição desses fluxos. Houve diversas experiências passadas, bem e malsucedidas, de aplicação desta abordagem. O que constitui um grau adequado de liberalização da conta de capital pode variar no tempo, dependendo das condições internas e internacionais de curto prazo e do nível e das necessidades do desenvolvimento nacional.

Com relação à velocidade segundo a qual a conta de capital deve ser liberalizada, o processo deve ser também adequado à capacidade da economia de absorver e distribuir eficientemente os recursos externos. Por exemplo, conforme discutido na Seção 2, pode ser feita uma distinção entre ingressos e saídas de capital e os diferentes componentes de cada um desses fluxos [Williamson (1991)].

A liberalização da conta de capital nos países industrializados foi relativamente lenta e gradual, acelerando-se somente nos últimos 10 anos, à medida que os mercados de capitais se globalizaram. É interessante notar que Espanha, Portugal e Irlanda introduziram certas restrições aos movimentos de capital, em 1992, para combater a instabilidade das taxas cambiais. Uma vez que os objetivos de estabilidade foram alcançados, as restrições foram retiradas. Isso ressalta a importância de instrumentos flexíveis que, conforme as circunstâncias, permitam que algumas restrições temporárias sejam impostas aos movimentos de capital para dar apoio aos esforços para obter estabilidade macroeconômica.

Em períodos de recursos escassos, haveria justificativa para se procurarem modos específicos e mais genéricos de atrair fluxos de capital e para se erigirem certas barreiras à sua saída. A situação na primeira metade de 1994, de fluxos reduzidos para grande parte da América Latina, ilustra claramente quão rápido os fluxos externos podem secar e como — nessas circunstâncias — é importante que os governos façam esforços especiais para atrair os fluxos de capital. O inverso seria aplicável quando houvesse uma abundância óbvia de capital nos mercados, como no período 1990/93 para muitos dos países da América Latina: parece desejável nessas circunstâncias que certos tipos de ingressos fossem restringidos e alguns canais para saídas fossem promovidos.

Há vários modos de se administrar os fluxos de capital. Quanto mais premente a necessidade de controle e quanto menos desenvolvidas forem as políticas fiscal e monetária, tanto mais provável será a justificativa para o uso de regulamentações diretas de certos tipos de fluxo de capital, mesmo que só temporariamente. É verdade que controles de qualquer tipo são frequentemente considerados ineficientes e passíveis de serem contornados por operações de mercado de capitais cada vez mais sofisticadas. Mas, como diz Williamson (1991, p.139), “afirmativas sobre a ineficácia dos controles de capital são enormemente exageradas”. Como foi antes mencionado, há obviamente custos envolvidos no uso desses instrumentos. Porém, eles devem ser ponderados com relação aos benefícios sociais globais em termos de estabilidade macroeconômica, investimento e crescimento, bem como em relação à viabilidade e à confiabilidade de possíveis modos alternativos de se alcançar a mesma meta. Como argumenta Zahler (1992), os possíveis custos microeconômicos da regulamentação dos movimentos do capital podem ser mais do que compensados pelos benefícios resultantes de maior estabilidade macroeconômica. Naturalmente, o resultado líquid-

do dependerá da natureza do clima econômico e da qualidade das políticas reguladoras aplicadas.

A administração dos fluxos de capital implica alguns custos. Porém, a experiência tem mostrado que deixar sempre o mercado determinar o volume e a composição desses fluxos pode também implicar alguns custos, e estes podem ser muito maiores. Não há um instrumento ou conjunto de instrumentos que possam operar com eficiência total; em um mundo imperfeito, eles devem ser julgados por seus resultados gerais. Deve ser feito um uso pragmático dos instrumentos de política que oferecerem os maiores benefícios líquidos em termos de estabilidade macroeconômica e crescimento, minimizando ao mesmo tempo os custos.

A reorganização dos sistemas financeiros, incluindo a abertura da conta de capital, deve dar prioridade à canalização de recursos para poupança e investimentos. Por isso, o relacionamento entre o sistema financeiro e as poupanças nacionais e os processos de investimento, assim como entre o sistema financeiro interno e os mercados externos, também merece cuidadosa consideração.

No que concerne ao relacionamento entre os mercados financeiros e à formação de capital para o desenvolvimento, uma estrutura institucional é necessária para completar ou aperfeiçoar os mercados conforme dois critérios. O primeiro é que um segmento dinâmico de longo prazo do mercado financeiro deve ser desenvolvido para financiar projetos produtivos, o que envolve o desencorajamento de segmentos de curto prazo e a concentração no capital internacional de longo prazo acompanhado pelo acesso à tecnologia e a mercados de exportação. Isso é particularmente relevante para firmas pequenas e de médio porte desencorajadas pela segmentação do mercado de capitais. Para essa finalidade, instituições de crédito e mecanismos de garantia são necessários para fazer aquilo que os mercados de capital têm fracassado em realizar espontaneamente. O segundo é que deve ser reconhecido que, nos países com mercados de ações "emergentes", a liberalização financeira da conta de capital, por sua abertura aos investimentos internacionais de *portfolio*, corre o risco de aumentar em demasia a dívida externa e criar flutuações excessivas no mercado de ações e na taxa de câmbio. Ingressos de capital estrangeiro em grande escala para os mercados internos podem, ao mesmo tempo, detonar "bolhas no mercado de ações" e valorização da moeda local. O subsequente declínio dos preços no mercado de ações pode, por sua vez, causar saídas de capital e depreciação da moeda.

A preocupação com os riscos associados aos mercados financeiros, como a geração de "bolhas" especulativas, implica a necessidade de introduzir mecanismos reguladores e de supervisão para assegurar a estabilidade das instituições financeiras que operam nos mercados de capital. Tais mecanismos são particularmente essenciais às economias abertas de mercado. O fortalecimento da regulamentação cautelar pode amenizar o risco acima e contribuir para um processo mais ordenado e estável de atrair investimentos de *portfolio* de outros países. É claro que uma regulamentação eficaz exigirá que os países melhorem seus sistemas de monitoração dos fluxos de capital externos. Isso precisa ser feito não somente no nível micro, para instituições financeiras individuais, mas também no nível macro, para garantir que o volume e a composição dos fluxos sejam consistentes com a estabilidade econômica.

Abstract

Latin America has enjoyed a booming expansion of capital flows during 1991/93. These inflows overcame a binding external constraint that was contributing to low investment levels and to a severe economic recession in the region. Nevertheless, these inflows have also had an unwelcome effect on the evolution of exchange rates, the degree of control over the money supply, and, possibly, future vulnerability to new external shocks. This article reviews the conceptual foundations of the role of external capital flows in development and the issue of capital account opening (Section 2), focuses on the sources of the recent boom in capital flows and some of the policy implications that emerge from the supply side (Section 3), and appraises the current impact of these capital flows on the economies of Latin America and the policy implications (Section 4). Capital flows are clearly a crucial instrument in economic development. However, the intertemporal character of financial transactions and incompleteness of markets contribute to making finance one of the most imperfectly functioning in the market economy. Hence, improved information, financial sector regulation and broad prudential macro management of financial flows constitutes a public good for which there is a shared role for governments on the supply side (creditor nations) and on the demand side (debtor nations).

Bibliografia

- AKYÜZ, Y. *Financial liberalization: the key issues*. Genebra: Unctad, 1993 (Discussion Papers, 56).
- BANCO MUNDIAL. *A decade after the debt crisis: Latin American and the Caribbean Region*. Washington, D.C., Sep. 1993.
- CALVO, G., LEIDERMAN, E., REINHART, C. Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors. *IMF Staff Papers*, v. 40, n.1, Mar. 1993.
- CEPAL. Políticas de ajuste y renegociación de la deuda externa en América Latina. *Cuadernos de la Cepal*, Santiago, n.48, 1984.
- . *Policies to improve linkages with the global economy*. Santiago: Nações Unidas, 1994.
- CHUHAN, P., JUN, K. Latin American financing in Japan's capital markets. In: FFRENCH-DAVIS, R., GRIFFITH-JONES, S. (eds.). *Coping with capital surges: the return of finance to Latin America*. Boulder e Londres: Lynne Rienner, 1994.
- CULPEPER, R. Resurgence of private flows to Latin America: the role of North American investors. In: FFRENCH-DAVIS, R., GRIFFITH-JONES, S. (eds.). *Coping with capital surges: the return of finance to Latin America*. Boulder e Londres: Lynne Rienner, 1994.
- DEVLIN, R. *Debt and crisis in Latin America: the supply side of the story*. Princeton: Princeton University Press, 1989.

- DEVLIN, R., FFRENCH-DAVIS, R. The great Latin American debt crisis: a decade of asymmetric adjustment. In: HELLEINER, G. (ed.). *Poverty, prosperity and the world economy*. Londres: MacMillan, 1994.
- DÍAZ-ALEJANDRO, C. Good-bye financial repression, hello financial crash. *Journal of Development Economics*, v.19, n.1-2, Sep. 1985.
- EDWARDS, S. *The order of liberalization of the balance of payments: should the current account be opened first?* Washington, D.C.: Banco Mundial, Dec. 1984 (Staff Working Papers, 710).
- FANELLI, J. M., MACHINEA, J.L. Capital movements in Argentina. In: FFRENCH-DAVIS, R., GRIFFITH-JONES, S. (eds.). *Coping with capital surges: the return of finance to Latin America*. Boulder e Londres: Lynne Rienner, 1994.
- FEINBERG, R., FFRENCH-DAVIS, R. (eds.). *Development and external debt in Latin America*. Indiana: University of Notre Dame Press, 1988.
- FFRENCH-DAVIS, R. (ed.). *Relaciones financieras externas: su efecto en la economía latinoamericana*. México: Fondo de Cultura Económica, 1983.
- FFRENCH-DAVIS, R., AGOSIN, M., UTHOFF, A. Capital movements, export strategy and macroeconomic stability in Chile. In: FFRENCH-DAVIS, R., GRIFFITH-JONES, S. (eds.). *Coping with capital surges: the return of finance to Latin America*. Boulder e Londres: Lynne Rienner, 1994.
- FFRENCH-DAVIS, R., GRIFFITH-JONES, S. (eds.). *Coping with capital surges: the return of finance to Latin America*. Boulder e Londres: Lynne Rienner, 1994.
- FRIEDMAN, I. *The emerging role of private banks in the developing world*. New York: Citicorp, 1977.
- GRIFFITH-JONES, S. European private flows to Latin America: the facts and the issues. In: FFRENCH-DAVIS, R., GRIFFITH-JONES, S. (eds.). *Coping with capital surges: the return of finance to Latin America*. Boulder e Londres: Lynne Rienner, 1994.
- GRIFFITH-JONES, S., RODRÍGUEZ, E. (eds.). *Cross conditionality, banking regulation and Third World debt*. Londres: MacMillan, 1992.
- GURRÍA, J.A. Capital flows: the Mexican case. In: FFRENCH-DAVIS, R., GRIFFITH-JONES, S. (eds.). *Coping with capital surges: the return of finance to Latin America*. Boulder e Londres: Lynne Rienner, 1994.
- GUTTENTAG, J., HERRING, R. Credit rationing and financial disorder. *Journal of Finance*, v.39, Dec. 1984.
- KENEN, P. Financial opening and the exchange rate regime. In: REISEN, H., FISCHER, B. (eds.). *Financial opening*. Paris: Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômicos (OCDE), 1993.
- KINDLEBERGER, Ch. *Manias, panics and crashes*. New York: Basic Books, 1978.

- LAMFALUSSY, A. *The restructuring of the financial industry: a central banking perspective*. Aula na City University. Londres, Mar. 1992, mimeo.
- LESSARD, D. The international efficiency of world capital markets. In: SIEBERT, H. (ed.). *Capital flows in the world economy: symposium 1990*. Tübingen: J.C.B. Mohr, 1991.
- MCKINNON, R. *Money and capital*. Washington, D.C.: Brookings Institution, 1973.
- . The international capital market and economic liberalization in LDCs. *The Developing Economies*, v.22, Dec. 1984.
- . *The order of economic liberalization: financial control in the transition to a market economy*. Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1991.
- MATHIESON, D., ROJAS-SUÁREZ, L. *Liberalization of the capital account*. Washington, D.C.: Fundo Monetário Internacional (FMI), Mar. 1993 (Occasional Papers, 103).
- MISHKIN, F. S. Assymmetric information and financial crises: an historical perspective. In: HUBBARD, R.G. (ed.). *Financial markets and financial crises*. Chicago: University of Chicago Press, 1991.
- PARK, Y. C., PARK, W. A. Capital movement, real asset speculation, and macroeconomic adjustment in Korea. In: REISEN, H., FISCHER, B. (eds.). *Financial opening*. Paris: Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), 1993.
- RAMOS, J. Stabilization and adjustment policies in the Southern Cone, 1974-1983. *Cepal Review*, Santiago, n.25, abr. 1985.
- ROBICHEK, W. Some reflections about external public debt management. *Estudios Monetarios*, VII, Santiago, Banco Central de Chile, 1981.
- SHAW, E. *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University Press, 1973.
- STIGLITZ, J. The role of the state in financial markets. *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, v.2. Washington, D.C.: Banco Mundial, May 1993.
- STIGLITZ, J., WEISS, A. Credit returning in markets with imperfect information. *American Economic Review*, v.71, June 1981.
- TOBIN, J. On the efficiency of the financial system. *Lloyds Bank Review*, n.153, July 1984.
- WILLIAMSON, J. On liberalizing the capital account. In: O'BRIEN, R. (ed.). *Finance and the international economy*. Londres: Amex Bank, 1991.

_____. A cost-benefit analysis of capital account liberalization. In: REISEN, H., FISCHER, B. (eds.). *Financial opening*. Paris: Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômicos (OCDE), 1993.

ZAHLER, R. Monetary policy and an open capital account. *Cepal Review*, Santiago, n.48 (LC/G.1748-P), 1992.

(Originais recebidos em agosto de 1994. Revistos em outubro de 1994.)